

Unternehmens Analyse

Mid Caps/Small Caps

Outperform

Kurs am 24.09.04 EUR 35,10
Hoch/Tief (12M) 37,80/31,50
Kursziel EUR 40,00

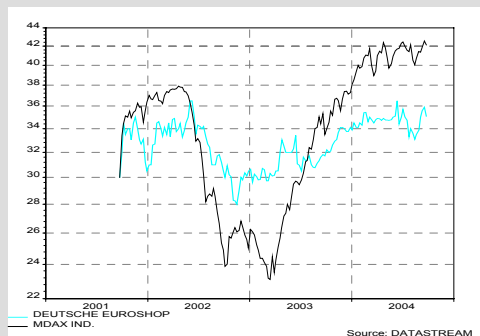
AKTIENDATEN

Reuters	DEQn.F
Bloomberg	DEQ GR
WPK	748020
Börsenumsatz (St. Tsd.)	17,7
Free Float (%)	78,8

UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	548,4
Anzahl der Aktien (Mio.)	15625,0
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	20,0
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	10,0
Aktionärsstruktur	Familie Otto 21,24 %
Hauptversammlung	23-Jun-05
9M/Q3	16-Nov-04
BPK, AK	Apr-05

KURS CHART



RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

	1M	3M	6M
DAX	0	3,4	2,5
Euro STOXX 50	0,7	3,9	6,0
ES Financ. S.	-0,9	-6,0	-2,2

Andre Remke, CFA
andre.remke@hvb.de
+49 (0) 89 378-18202

Deutsche EuroShop

SHOPPING FOR SHOPPING CENTERS

- **Wir nehmen die Coverage der Deutsche EuroShop AG mit dem Anlageurteil Outperform auf.** Nach der erfolgten Aufnahme in den MDAX sollte das Interesse an der Immobilien-AG weiter steigen.
- **Klare fokussierte und zunehmend transparente Strategie.** Als reine Beteiligungsgesellschaft fokussiert sich die DES ausschließlich auf Shoppingcenter. Diese genießen seit Jahren eine Sonderkonjunktur im Einzelhandel und im Immobilienmarkt.
- **Gute Bestandsobjekte und Aussicht auf weitere Zukäufe.** Zusammen mit einem starken Centermanager wurde ein rentables und wertstabiles Portfolio zusammengestellt. Zusammen mit den in Bau befindlichen Objekten wird ab 2005 eine weitere Steigerung des ausschüttungsfähigen Free-Cashflow (und damit der Dividende) generiert.
- **Das Kursziel von EUR 40,00** bietet in Verbindung mit der **steuerfreien Dividendenrendite von 5,5%** eine Gesamtrendite von knapp 20%.

	2003	2004e	2005e	2006e
Umsatz (EUR Mio.)	49	50	57	59
% Veränd.	6,0	1,9	13,0	3,9
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	-2,3	0,3	3,8	5,3
% Veränd.	-24,6	-114,1	1101,6	38,3
EPS reported (EUR)	-0,03	0,17	0,34	0,40
% Veränd.	-81,8	-599,3	103,5	18,1
EPS adjusted (EUR)	-0,03	0,17	0,34	0,40
% Veränd.	-81,8	-599,3	103,5	18,1
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	-0,03	0,17	0,34	0,40
% Veränd.	-81,8	-599,3	103,5	18,1
CFPS (EUR)	1,40	1,63	1,81	1,90
% Veränd.	16,8	16,4	11,2	5,0
Dividende (EUR)	1,92	1,92	2,00	2,05
EBITA-Marge (%)	26,6	34,5	33,9	34,6
CAGR (Umsatz; 03-06e)				6,2%
CAGR (EBITA; 03-06e)				15,9%
EV/Umsatz	13,43	13,46	12,29	11,66
EV/EBITDA	18,6	16,8	16,5	15,7
EV/EBITA	50,5	39,0	36,3	33,7
EV/EBIT	50,5	39,0	36,3	33,7
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	-944,1	209,6	103,0	87,2
PEG-Ratio			-0,5	-0,3
KCF	22,6	21,5	19,4	18,4
Div. Rendite (%)	6,1	5,5	5,7	5,8

Inhalt

- 4 Bewertung
 - 4 Dividenden-Discount-Modell
 - 5 Dividendenvergleich
 - 6 NAV-Vergleich
 - 9 Peergroup-Vergleich
- 11 Die einzige reine Shoppingcenter-AG
 - 11 Geschäftstätigkeit – Pure Play bei Shoppingcentern
 - 12 Beteiligungsstruktur – Mix aus Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen
 - 13 Historie – Hohe Transparenz dank junger Geschichte
- 15 Schwaches Konsum- und Immobilienumfeld tangiert kaum
 - 15 Zyklen am Immobilienmarkt mit geringem Einfluss
 - 16 Konsumklima bleibt eingetrübt
- 19 Shoppingcenter mit eigener Konjunktur
- 23 Immobilien-Aktien als Anlagealternative
 - 24 Offene Immobilienfonds – Bisherige Alternative
 - 26 REITs – Eine neue Anlagealternative in Vorbereitung
- 27 Strategie – Klar fokussiert und transparent
 - 27 Klar kommunizierte Anlage- und Unternehmensziele
 - 29 Portfolio-Aufbau – Erster Garant für die Rentabilität
 - 30 Centermanagement – Zweiter Garant für die Rentabilität
 - 31 Bestandstruktur – Dritter Garant für die Rentabilität
 - 34 MDAX-Aufnahme dank intensiver Kommunikation und solider operativer Entwicklung
 - 35 Stabile Aktionärsstruktur und hoher Free Float
- 37 Bestand wird sich (solide) erhöhen
 - 37 Erste Phase in 2003 abgeschlossen – Eigenkapital investiert
 - 38 Zweite Phase läuft bereits – Portfolio-Optimierungen
 - 40 Dritte Phase wird folgen – Mittelaufnahme ohne Verwässerung
- 42 SWOT-Analyse
- 43 Grundlagen der Finanzdarstellung
 - 43 Als Dividendenausschüttungs-Modell konzipiert
 - 45 Dividendenerhöhung ab 2005 möglich
 - 46 Überleitung HGB – IAS
- 47 Solide operative Entwicklung
 - 47 1. Halbjahr 2004 durch Baumaßnahme Wetzlar tangiert
 - 47 2. Halbjahr mit deutlicher Ergebnisverbesserung erwartet
 - 48 2004 – Dividende erstmals vollständig durch FCF generiert
- 51 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung
- 52 Cashflow-Entwicklung
- 53 Konzernbilanz

Investment Story

Die Deutsche EuroShop (DES) hat eine klare Investmentstrategie und ist als Dividendenausschüttungsmodell Ende 2000 konzipiert worden. Mit einem Eigenkapital von EUR 600 Mio. ausgestattet, stammen die ersten Beteiligungen an Shoppingcentern aus dem Besitz der Deutsche Grundbesitz. Bis Ende 2003 wurde das Kapital in insgesamt 13 Shoppingcenter mit Schwerpunkt Deutschland angelegt. Das Modell sieht die steuerfreie Auszahlung der Liquiditätsüberschüsse aus den Centern in Höhe von 5% auf das damals eingebrachte Kapital vor. Neben den sich derzeit im Bau befindlichen zwei Centern ist es das Ziel, zukünftig 2-3 Objekte pro Jahr zu erwerben. Zielgebiete sind, neben Deutschland, insbesondere Österreich, Tschechien, Ungarn und Polen. Dabei werden weiterhin ausschließlich Shoppingcenter gekauft. Diese erleben seit einigen Jahren eine Sonderkonjunktur. Sie befriedigen die gestiegenen Ansprüche der Konsumenten und heben sich damit von der schwachen Entwicklung des allgemeinen Einzelhandels ab. Sie bieten den höchsten Total Return unter den Immobilienarten und sind in guten Lagen als wertstabil anzusehen. Alles in allem ist der gewählte Fokus zu begrüßen, was die erstmalige Veröffentlichung des Net Asset Value am Jahresanfang belegt hat. Inklusiv der ausgezahlten Dividenden wurde der Unternehmenswert um 18% in dreieinhalb Jahren gesteigert.

Value Drivers

Die Deutsche EuroShop steht nach der ersten Phase einer nahezu vollständigen Investition des Anfangskapitals vor der nächsten Phase, die durch Portfolio-Optimierungen und den weiteren Erwerb von Shoppingcentern geprägt sein wird. Die Rahmenbedingungen dafür sind gut:

1. Der derzeitige Bestand bildet eine starke Basis. Er ist gekennzeichnet durch attraktive Lagen, eine hohe Objektqualität, einem starken Centermanagement, einer guten Mieterstruktur, einem 99%igen Vermietungsstand und als gesichert anzusehenden Mieterlösen.
2. An zukünftige Objekte werden hohe Qualitäts- und Renditeanforderungen gestellt. Die starke Verbindung zum europäischen Centermanagement-Marktführer ECE spricht auch in Zukunft für attraktive Objekte.
3. Neben der klaren Fokussierung wird das Unternehmen zunehmend transparent. Nach der erstmaligen Veröffentlichung des NAV im Frühjahr 2004 folgt mit Vorlage des 2004er-Abschlusses die Umstellung auf IAS/IFRS, wodurch das Konzernergebnis auch optisch stark ansteigen wird und eine bessere Vergleichbarkeit mit den europäischen Wettbewerbern gegeben ist.
4. Die Zunahme der Transparenz sollte auch ausländische Investorenkreise erschließen. Zusammen mit der am 20. September erfolgten Aufnahme in den MDAX kann dadurch die Basis für das weitere, vor allem externe Wachstum gelegt werden.

Bewertung

Die Aktie ist ein Value Stock mit einer hohen steuerfreien Dividendenrendite von etwa 5,5%. Wesentlicher Grund für das Outperform Rating ist, dass aktuell die zusätzliche Chance auf Kursperformance besteht. Die Basis bildet ein Dividenden-Discount-Modell (EUR 41,05) und ein NAV-Vergleich mit den europäischen Wettbewerbern (EUR 39,20). Der deutliche Abschlag zum NAV von 19% ist u. E. nicht gerechtfertigt. Insgesamt leiten wir daraus ein Kursziel von EUR 40,00 ab.

Bewertung

Basis für die Bewertung der DES-Aktie bildet ein Dividenden-Discount-Modell (Fairer Wert: EUR 41,05) und die Betrachtung des Net Asset Value (Fairer Wert: EUR 39,20). Insgesamt leiten wir aus dem Mittelwert ein Kursziel von EUR 40,00 ab. Zusammen mit einer als gesichert anzusehenden Dividendenrendite von mindestens 5% (derzeit 5,5%) ergibt sich ausreichend Potenzial für ein Outperform Rating.

Das Dividenden-Discount-Modell zeigt auf, dass der Markt derzeit 7% Verzinsung verlangt, was wir als zu hoch ansehen. Mit einem realistischen Diskontierungssatz von 6,25% erhalten wir ein Kursziel von EUR 41,05. Nicht zuletzt durch die starke Performance der Immobilienwerte in Europa – nicht aber in Deutschland – ist die Differenz zwischen einem 19%igen Abschlag der DES zum NAV und einem 11%igen Aufschlag bei der Peergroup auseinander gelaufen. Wir gehen kurz- bis mittelfristig von einer Verringerung auf einen 10%igen Abschlag aus. Darüber hinaus ist es realistisch, dass der NAV von DES in den kommenden Jahren zunimmt, da bei weiteren neuen Objekten eine erstmalige Bewertung zum Marktwert bevorsteht. Eine Kurszielberechnung aus einem Peergroup-Vergleich ist u. E. wenig zielführend, da es kaum direkt vergleichbaren Unternehmen gibt, die sich ausschließlich auf Shoppingcenter fokussieren. Als einzigen Kennzahlenvergleich halten wir den EV/EBITDA für sinnvoll, da dort die verschiedenen Abschreibungsmethoden egalisiert werden.

Dividenden-Discount-Modell

Fairer Wert nach DDM
liegt bei EUR 41,05

Als wesentliches Bewertungsmodell für DES sehen wir ein Dividenden-Discount-Modell an, da die Unternehmensstrategie auf der Ausschüttung einer Dividende basiert. Wir verwenden ein Zwei-Phasen-Modell mit einer konkreten Prognose der Dividende bis 2007. Nach unserer Prognose unterstellen wir in 2005 eine Anhebung der Dividende auf EUR 2,00. Mit den vor kurzem übernommenen Shoppingcentern und den drei im Bau befindlichen Centern, die ab Ende September 2004 (Hamburg), im Frühjahr 2005 (Wetzlar) und Anfang 2006 (Klagenfurt) Mieterträge generieren werden, halten wir von 2004 auf 2007 ein Dividendenwachstum von 3% p. a. für realistisch. Für die zweite Phase ab 2008 unterstellen wir ein jährliches Dividendenwachstum von 1%. Als Diskontierungssatz setzen wir 6,25% an. Das spiegelt die vom Investor geforderte Dividendenrendite für sein zur Verfügung gestelltes Kapital wider. Derzeit liegt die Dividendenrendite bei etwa 5,5%, die Rendite von Bundesanleihen und offenen Immobilienfonds liegt deutlich darunter. Wir gehen aber davon aus, dass aufgrund der Attraktivität der Shoppingcenter im Allgemeinen und der von DES im Besonderen eine höhere Verzinsung erwartet werden kann. Des Weiteren entsprechen die 6,25% etwa der derzeitigen Rendite der Center, die wir zwischen 5,5% und 7% schätzen. Auf Basis des aktuellen Kurses wird derzeit nach unserer Sensitivitätsanalyse – ceteris paribus – eine Verzinsung von etwa 7% verlangt, die u. E. zu hoch angesetzt ist. Die Gründe dafür dürften in der jungen Historie der Gesellschaft und der bis zur IAS-Umstellung Ende 2004 noch relativ geringen Transparenz. Ferner befinden sich drei

der 14 Objekte noch im Bau, so dass der Investor in der Investitionsphase eine höhere Ausschüttung als Risikozuschlag verlangt. Diese Situation wird sich in den kommenden Quartalen nach und nach verbessern.

DIVIDENDEN-DISCOUNT-MODELL

EUR	2001	2002	2003	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e
Dividende pro Aktie	1,92	1,92	1,92	1,92	2,00	2,05	2,10	2,12
y-o-y (%)		0%	0%	0%	4,2%	2,5%	2,4%	1,0%
Abzinsungsfaktor				0	1	2	3	4
Present Value				1,92	1,88	1,82	1,75	33,68
Summe Present Value								41,05

SENSITIVITÄTSANALYSE

geforderte Dividendenrendite	Dividendenwachstum p. a. nach Planungsphase					
	0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%	1,75%
5,00%	48,21	50,61	53,30	56,36	59,85	63,87
5,50%	43,57	45,47	47,59	49,95	52,60	55,61
5,75%	41,58	43,29	45,18	47,28	49,62	52,26
6,00%	39,77	41,32	43,01	44,89	46,97	49,30
6,25%	38,12	39,52	41,05	42,73	44,60	46,66
6,50%	36,61	37,88	39,27	40,79	42,46	44,31
7,00%	33,93	35,00	36,15	37,40	38,77	40,27
7,50%	31,64	32,54	33,51	34,56	35,70	36,94

Quelle: HVB Equity Research

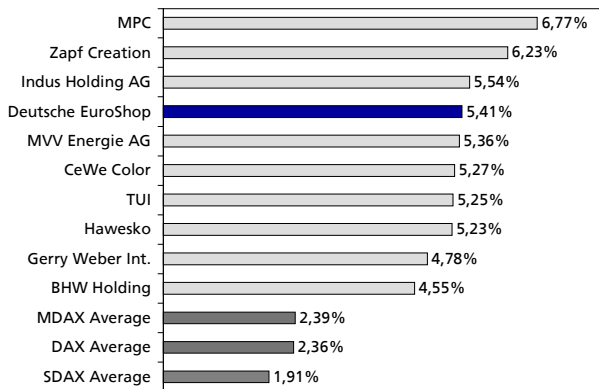
Dividendenvergleich

Hohe Nachsteuerrendite von 5,5%

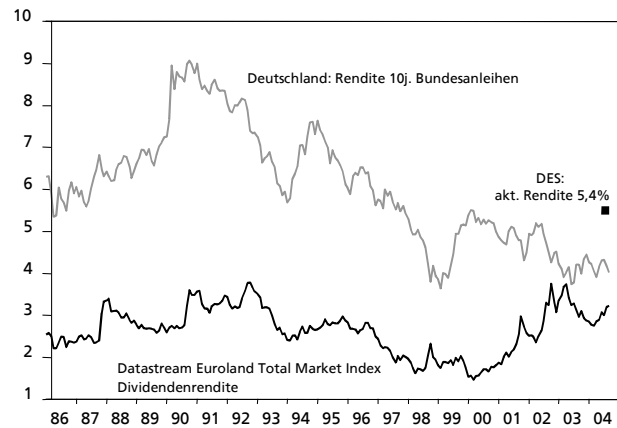
Die für 2004 unverändert erwartete Ausschüttung von EUR 1,92 ergibt aktuell eine Dividendenrendite von 5,5%. Unter den DAX-, MDAX- und den SDAX-Werten belegt die Aktie damit einen Spitzenplatz. Berücksichtigt man, dass die Dividende aufgrund des Konstrukts der DES steuerfrei an Investoren ausgezahlt werden kann, ergibt sich die höchste Nachsteuer-Dividendenrendite unter den 110 größten deutschen Börsenwerten. Darüber hinaus halten wir die Zahlung für 2004 für gesichert. Bei den Vergleichswerten handelt es sich bei den von uns gecoverten Unternehmen um HVB-Schätzungen, bei den anderen um I/B/E/S-Daten. Insbesondere bei den Konsensschätzungen kann es erfahrungsgemäß zu größeren Abweichungen zur tatsächlichen Ausschüttung kommen. Ein Vergleich der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen (4,1%) oder zum Durchschnitt der Euroland-Aktien (3,2%) zeigt die herausragende Rendite der Dividendenrendite der DES. Bei den der Struktur der DES verwandten, offenen Immobilienfonds lag die Performance (BVI-Methode) im letzten Jahr bei 3,3%, mit einer abnehmenden Tendenz in 2004.

RENDITEVERGLEICH MIT AKTIEN UND ANLEIHEN

Vergleich mit Renditen im DAX/MDAX/SDAX



Vergleich mit Bundesanleihen und Euroland-Aktien



Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Equity Research

NAV-Vergleich

Erstmals NAV vorgelegt

Die Bewertung nach dem Net Asset Value (NAV) wurde mit der erstmaligen Veröffentlichung durch die Deutsche EuroShop am Jahresanfang erheblich erleichtert. Der NAV berechnet sich aus der Summe des Vermögens zu Marktpreisen abzüglich des Fremdkapitals und stellt damit das ökonomische Eigenkapital dar. In den bewerteten Bestandsgrundstücken sind bisher nicht die Center in Breslau, Pécs, Hamburg, Wetzlar und Klagenfurt enthalten, da sie erst nach Berechnung gekauft wurden bzw. noch nicht fertiggestellt sind. Zum Jahresende erwarten wir eine erstmalige Bewertung für Breslau und Pécs zu Marktwerten. Das Ende September eröffnete Phoenix-Center und das Forum Wetzlar sollte im nächsten Jahr bewertet werden; die City-Arkaden in Klagenfurt erst Ende 2006. Ziel ist es, jedes Center alle 3-4 Jahre durch externe Gutachter bewerten zu lassen.

NAV bei EUR 43,56

Aus der Bewertung zum 31. Dezember 2003 resultiert ein NAV von EUR 43,56 pro Aktie. Die Aktie wird derzeit mit einem 19%igen Abschlag gehandelt. Werden die latenten Steuern berücksichtigt, so liegt der sog. Net NAV (NNAV), der vor allem im europäischen Ausland üblich ist, bei EUR 41,48 (Abschlag: 15%). Dieser NAV nach Steuern berücksichtigt, dass es zu steuerpflichtigen Veräußerungen aus dem Bestand kommen kann, was wir nach dem Verkauf des italienischen Centers im Juli 2004 vorerst für unwahrscheinlich halten.

NNAV bei EUR 41,48

BERECHNUNG DES NET ASSET VALUE

		31.12.03
Sachanlagevermögen	EUR Mio.	0,037
NAV-Bestandsobjekte	EUR Mio.	553,558
Buchwerte sonstiger Finanzanlagen	EUR Mio.	64,945
Finanzanlagevermögen	EUR Mio.	618,503
Forderungen gegen Beteiligungsunternehmen	EUR Mio.	20,786
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,923
Liquide Mittel	EUR Mio.	41,559
RAP	EUR Mio.	0,014
Vermögen gesamt	EUR Mio.	681,822
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	-0,006
Rückstellungen (ohne RST für latente Steuern)	EUR Mio.	-1,165
Fremdkapital gesamt	EUR Mio.	-1,171
NAV	EUR Mio.	680,651
Anzahl Aktien	Mio.	15,625
NAV pro Aktie	EUR	43,56
Latente Steuern	EUR Mio.	-32,600
Net NAV (NNAV)	EUR Mio.	648,051
Net NAV pro Aktie	EUR	41,48

Quelle: Deutsche EuroShop

Peergroup-Vergleich auf NAV-Basis

Zur Frage der angemessenen Höhe des Discounts zum NAV ziehen wir einen Vergleich mit europäischen Immobilienunternehmen mit Schwerpunkt Einzelhandelsimmobilien. Selbst in diesem Umfeld gibt es keine Unternehmen, die ausschließlich Shoppingcenter im Bestand halten. Der Durchschnitt des NAV-Premiums der Peergroup liegt bei 11%, gegenüber einem Discount von 19% bei DES. Die Höhe hängt jeweils von mehreren Faktoren, wie z. B. Länderspezifika, steuerlichen Rahmenbedingungen (Vorteile in Frankreich, Holland), Unternehmensspezifika, Bekanntheitsgrad und Aussichten für die verschiedenen Immobilienarten ab. Wir gehen für DES in unserer Bewertung von einem Abschlag von 10% aus. Einen Discount halten wir noch für gerechtfertigt, da der Schwerpunkt in Deutschland liegt, einem Markt mit schwacher Einzelhandelsentwicklung und geringeren Immobilienrenditen. Außerdem ist die Marktkapitalisierung (und damit auch der Bekanntheitsgrad) am geringsten, was insbesondere das Interesse der ausländischen Investoren bislang limitiert. Ein letzter Grund ist, dass 3-4 Center erst in der Start- bzw. Bauphase sind, was ein gewisses Risiko beinhaltet. Bei einem 10%igen Abschlag errechnet sich ein fairer Wert von EUR 39,20, der kurz- bis mittelfristig erreicht werden sollte. Auslöser könnte die Veröffentlichung der Verkehrswertberechnung weiterer Center oder die Umstellung auf IAS sein.

PEERGROUP-VERGLEICH AUF NAV-BASIS

Mio.	Land		Anteil Einzelhandelsimmobilien	Free Float	Marktkap.	NAV 2003 (vor Steuern)	Discount (%)
Corio	NL	EUR	70%	61%	2.656	2.073	28%
Eurocommercial Pr.	NL	EUR	87%	100%	771	637	21%
Hammerson	GB	GBP	68%	44%	2.083	2.221	-6%
Klepierre	F	EUR	81%	96%	2.795	2.165	29%
Liberty Intl.	GB	GBP	88%	45%	2.827	3.187	-11%
Rodamco Europe	NL	EUR	85%	46%	4.948	4.330	14%
Vastned Retail	NL	EUR	99%	98%	800	785	2%
Median							14%
Durchschnitt							11%
Deutsche EuroShop	D	EUR	100%	79%	554	681	-19%

Quellen: Unternehmensangaben, Thomson Financial Datastream, HVB Equity Research

Performance ist hinter den Wettbewerbern zurückgeblieben

Nachholbedarf gegenüber europäischen Vergleichswerten. Die hohe Differenz zwischen dem NAV-Discount bei der DES-Aktie und dem NAV-Premium der europäischen Wettbewerber hat sich in den letzten 12 Monaten sogar vergrößert. Während der Immobilien-Index EPRA (European Public Real Estate Association) um 34% zulegte, konnte die DES-Aktie lediglich ein Plus von 12% (inklusive Dividende: +19%) vorweisen, was damit auf dem Niveau von DAX und SDAX liegt. Dass die Aktie den europäischen Einzelhandelsimmobilien-AGs nicht folgen konnte, wird wiederum am geringeren Auslandsinteresse der jungen Gesellschaft liegen. Des Weiteren vermuten wir einen Grund in der Schwäche des deutschen Einzelhandels und geringeres Interesse an deutschen Immobilienwerten. Während die 30 großen europäischen Immobilienwerte (E&G EPIX 30) nämlich um 26% in zwölf Monaten zulegten, notieren die deutschen Immobilienwerte (E&G DIMAX) nahezu unverändert.

PERFORMANCE-VERGLEICH IMMOBILIENAKTIEN UND INDIZES

	Kurs 23.09.04	1 Woche	1 Monat	2 Monate	3 Monate	6 Monate	12 Monate
Corio	39,50	-1%	7%	12%	12%	13%	38%
Eurocommercial Properties	25,25	-2%	-1%	3%	3%	7%	18%
Hammerson	753,00	-2%	4%	7%	9%	14%	33%
Klepierre	60,55	-2%	7%	10%	6%	8%	32%
Liberty Intl.	854,50	1%	7%	9%	15%	15%	34%
Rodamco Europe	55,20	-2%	6%	9%	12%	9%	24%
Vastned Retail	47,78	0%	5%	7%	12%	1%	17%
Durchschnitt		-1%	5%	8%	10%	10%	28%
Epra Europe Real Estate Index	1522	0%	5%	6%	7%	11%	34%
Epra/Nareit Global Index	1248	-1%	3%	6%	6%	4%	18%
DJ Euro STOXX	249	0%	5%	3%	0%	4%	11%
DAX 30 Performance	3942	0%	6%	4%	0%	6%	14%
EGDIMAX	n/a	0%	-2%	-3%	-4%	1%	-1%
EGEPX30	244	-1%	4%	7%	8%	7%	26%
Deutsche EuroShop	35,45	0%	6%	6%	2%	3%	12%

Quelle: Thomson Financial Datastream

Peergroup-Vergleich

Wenig aussagekräftig

Eine Ableitung eines Kursziels auf Basis der Gewinnschätzungen der Peergroup-Unternehmen ist bei Immobiliengesellschaften kaum zielführend. Z. B. ist die Spannbreite bei einer KGV-Betrachtung der Vergleichsgruppe sehr groß. Das EPS von Deutsche EuroShop wird ferner durch die fehlende IAS-Rechnungslegung und das Ausschöpfen des Höchstmaßes an Abschreibungen verzerrt. Einzig das EV/EBITDA ist bei Immobilienunternehmen sinnvoll, da verschiedene Abschreibungsvarianten egalisiert werden. Die leicht höhere Kennziffer bei DES überrascht allerdings aufgrund des jungen Bestandes der Objekte nicht.

PEERGROUP-VERGLEICH

		Kurs 23.09.04	EV/EBITDA		KGV		Dividende 2004e	Dividenden- rendite 2004e
			2004e	2005e	2004e	2005e		
Corio	EUR	39,35	16,2	15,5	13,4	12,8	2,34	5,9%
Eurocommercial Pr.	EUR	25,80	15,9	15,0	16,8	15,9	1,57	6,1%
Hammerson	GBP	751,50	20,5	19,9	25,3	23,8	17,96	2,4%
Klepierre	EUR	59,50	15,1	12,3	23,9	21,6	2,21	3,7%
Liberty Intl.	GBP	843,50	19,1	18,1	30,2	30,0	26,25	3,1%
Rodamco Europe	EUR	55,75	16,2	15,1	15,2	14,6	2,96	5,3%
Vastned Retail	EUR	47,65	15,8	14,9	12,5	12,3	4,30	9,0%
Median			16,2	15,1	16,8	15,9		5,3%
Durchschnitt			17,0	15,8	19,6	18,7		5,1%
Deutsche EuroShop	EUR	35,40	16,8	16,5	209,6	103,0	1,92	5,4%

Quelle: Thomson Financial Datastream

Die einzige reine Shoppingcenter-AG

Mit der Konzentration auf Shoppingcenter hat die Deutsche EuroShop eindeutig ein Alleinstellungsmerkmal unter den deutschen Immobiliengesellschaften. Ferner handelt es sich bei der als Finanzinvestor zu bezeichnenden Gesellschaft um ein recht junges Unternehmen, was sich in dem relativ neuen und aus strategischen Überlegungen entstandenen Immobilienbestand zeigt. Von den derzeit 14 Centern, an denen DES mit Quoten zwischen 33% und 99,9% beteiligt ist, liegen neun in Deutschland und fünf im europäischen Ausland. Das Unternehmen ist von dem Deutsche Bank-Konzerns Ende 2000 konstruiert worden und wurde damals als Dividendenausschüttungs- Modell konzipiert und mit einem Eigenkapital von EUR 600 Mio. ausgestattet. Das Geschäftsmodell basiert auf der Zahlung einer hohen, regelmäßigen Dividende, die aus den Liquiditätsüberschüssen der Beteiligungen generiert werden soll.

Geschäftstätigkeit – Pure Play bei Shoppingcentern

Einzigartige
Ausrichtung als
Immobilien AG

Die Deutsche EuroShop AG ist die einzige Immobilien-AG, die ausschließlich in Shoppingcenter investiert. Die Gesellschaft ist an neun inländischen und fünf ausländischen Einkaufszentren beteiligt. Davon liegt jeweils ein Center in Frankreich, Italien, Polen, Ungarn und Österreich. Die insgesamt vierzehn Center verfügen über eine vermietbare Fläche von 517.100 Quadratmeter und etwa 1.290 Ladeneinheiten. Mit guten Innenstadtlagen und Centern an etablierten Standorten wird ein hoher Vermietungsstand von derzeit über 99% erreicht. Dieser führt zu einer langfristig angelegten, positiven Ertragsentwicklung durch Mieteinnahmen, die sowohl indexiert als auch am Umsatz der Mieter beteiligt sind. Ein externes Centermanagement sorgt dabei für eine hohe Rentabilität. Diese ist darauf ausgerichtet, einen hohen Free-Cashflow zu erreichen, der als Dividende ausgeschüttet werden soll. Darüber hinaus ist das Unternehmen bestrebt, das Portfolio an Shoppingcentern langfristig wertsteigernd auszubauen. Zum einen gelingt dieses durch werterhaltende Maßnahmen im bisherigen Bestand und zum anderen durch Portfolio-Optimierungen. Diese können sowohl Verkäufe aus dem Bestand als auch Neuerwerbe umfassen.

Schlanke Strukturen
sind angemessen

Die Holdingaufgaben werden von derzeit fünf Mitarbeitern wahrgenommen. Darunter sind die beiden Vorstände Claus-Matthias Böge als Sprecher (seit 10/2001) und Dirk Hasselbring (seit 06/2003). Beide Vorstände weisen mehrjährige Erfahrung im Immobiliengeschäft auf. Herr Böge war zuvor acht Jahre in der ECE-Gruppe beschäftigt, der bei den meisten Beteiligungen von DES das Centermanagement obliegt. Auf der einen Seite birgt die schlanke Struktur der Holding zwar ein gewisses personenbezogenes Risiko. Auf der anderen Seite sind die Entscheidungswege dadurch extrem kurz und es fallen geringe Personalkosten an. Ferner stellt diese Personalstärke einen limitierenden Faktor für das weitere externe Wachstum des Konzerns dar, da die Arbeit an einem Projekt durchaus die Kapazität eines Vorstandes für ein halbes Jahr in Anspruch nehmen kann. Von dieser Seite sollten derzeit nicht mehr als zwei bis drei Erwerbe oder Verkäufe von Shoppingcentern pro Jahr möglich sein. Da diese Anzahl den Unternehmenszielen entspricht und u. E. auch mit den bilanziellen Finanzierungsmöglichkeiten übereinstimmt, werten wir diese schlanke Struktur insgesamt als angemessen.

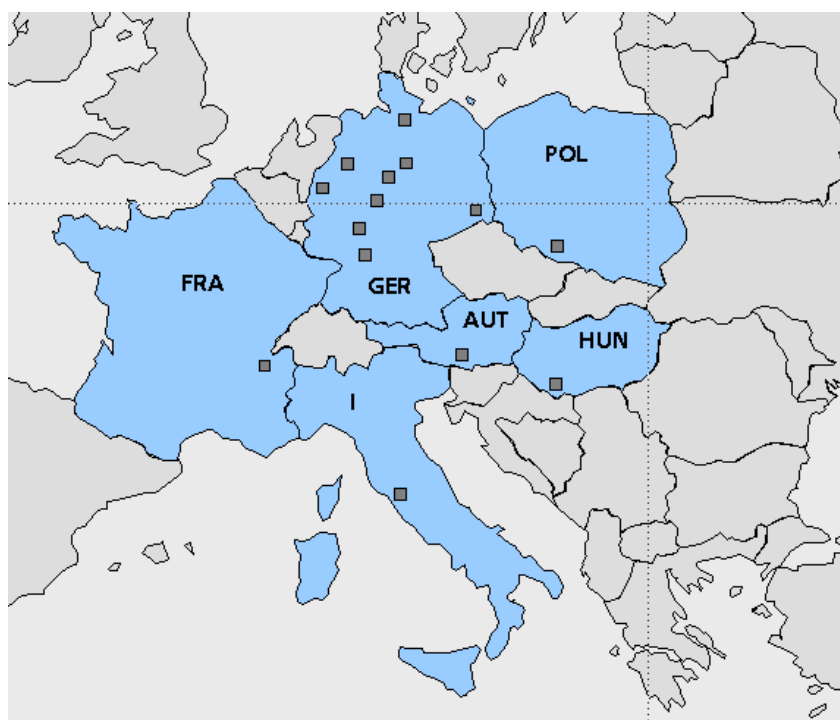
Beteiligungsstruktur – Mix aus Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen

Beteiligungsmanager
mit limitiertem Risiko

Die Deutsche EuroShop beteiligt sich in der Regel bereits frühzeitig, d. h. vor Eröffnung als Eigenkapitalinvestor, indirekt über Beteiligungen an aussichtsreichen Shoppingcentern. Im Deutsche EuroShop-Konzern werden derzeit neben der AG nur die Unternehmen konsolidiert, bei denen der AG die Mehrheit der Stimmrechte zusteht, was bei sieben Objektgesellschaften der Fall ist. Die übrigen sieben Gesellschaften, bei denen ein Anteil von 33% bis 50% besteht, werden im Konzern als Beteiligung geführt. Die Beteiligung an einer Objektgesellschaft kann durch den Erwerb von bereits bestehenden Anteilen einer Gesellschaft erfolgen oder aber auch im Rahmen einer Kapitalerhöhung dieser Objektgesellschaft. Mit dieser Struktur ist das Risiko für die DES AG als reiner Beteiligungsmanager u. E. relativ limitiert. Bei Shoppingcentern handelt es sich – sofern gut gemanagt – in der Regel um wertstabile Immobilien, deren Cashflow-Rendite aus der Vermietung zudem langfristig ausgelegt ist. Als risikominimierend sehen wir ferner die Zusammensetzung der Partner, mit denen die DES die Beteiligungen hält bzw. sich teilt.

REGIONALE ÜBERSICHT SHOPPINGCENTER-PORTFOLIO

Fokus auf Deutschland und ausgewählte europäische Standorte



Deutschland:

Sulzbach, Viernheim, Kassel,
Wolfsburg, Wuppertal, Hamm,
Dresden, Hamburg-Harburg, Wetzlar

Österreich:

Klagenfurt

Frankreich:

Annemasse

Italien:

Viterbo

Ungarn:

Pécs

Polen:

Breslau

Quelle: Deutsche EuroShop

Historie – Hohe Transparenz dank junger Geschichte

Junge Historie

Das Unternehmen weist eine kurze Historie auf. Die eigentliche Geschäftstätigkeit wurde erst Ende 2000 aufgenommen. Das von der Deutsche Grundbesitz Management konstruierte Unternehmen hat in einer ersten Phase bis Ende 2003 den Großteil der Erstausrüstung an Eigenkapital über EUR 600 Mio. in Shoppingcenter investiert. In der zweiten Phase fand, beginnend in 2003, eine Hinwendung zum Kapitalmarkt statt. Diese fand mit der Aufnahme in den MDAX ihren vorläufigen Höhepunkt. Neben dem erwarteten Fortführen dieser Phase in Zukunft, erwarten wir nach mittlerweile fast vollständiger Investition eine weitere, dritte Phase der Portfolio-Optimierung und des Portfolio-Ausbaus.

Hohes Maß an Transparenz

Während in der ersten Phase vor allem interne Anstrengungen anstanden, nämlich eine renditestarkes Portfolio zusammenzustellen, wurde die zweite Phase bereits genutzt, um die Strukturen für eine transparente Unternehmensstory aufzubauen. Neben dem Aufbau und der Intensivierung von Investor Relations wurden klare Unternehmensziele kommuniziert. Zusammen mit einer klaren Fokussierung auf eine Immobiliengattung – Shoppingcenter – hat das Unternehmen einen hohen Grad an Transparenz erreicht. Dies gilt insbesondere für ein Beteiligungs- bzw. Immobilienunternehmen. Förderlich ist dabei der weniger als bei anderen Immobilien-AGs anzutreffende historische „Wildwuchs“ an Immobilienobjekten im Bestand. Dieser macht häufig eher den Eindruck, historisch und nicht strategisch gewachsen zu sein. Das Resultat ist in vielen Fällen ein hohes Maß an Nicht-Transparenz.

Meilensteine der jungen Historie

- 1997 Oktober:** Gründung der Gesellschaft unter dem Namen TORWA Beteiligungs-AG
- 2000 September:** Firmenänderung in Deutsche EuroShop AG, Eschborn
Angebot von 15,625 Mio. Aktien (Grundkapital von EUR 20 Mio.) aus dem Besitz der Altaktionärin Deutsche Grundbesitz Management GmbH zum Kaufpreis von EUR 38,40 pro Aktie (Gesamt: EUR 600 Mio.). Der Emissionserlös stand dem Altaktionär zu, die der Deutsche Euroshop AG im Rahmen eines gewährten Zuschusses in die Kapitalrücklage weitere Mittel über EUR 580 Mio. als Kapitalrücklage zur Verfügung stellte. Damit verfügte DES über ein Eigenkapital von EUR 600 Mio.
- Aufnahme der eigentlichen Geschäftstätigkeit**
Erwerb der Beteiligungen in Annemasse, Dresden, Kassel, Sulzbach, Udine, Viernheim, Wolfsburg, Wuppertal
- 2001 Januar:** Aufnahme der **amtlichen Notierung**
- März:** Erwerb der Beteiligung in Viterbo, Italien (99,9% Anteil)
- November:** Eine Investorengruppe um die Unternehmerfamilie Otto übernimmt 33% der Aktien

- 2002** **Februar:** Erwerb der Beteiligung in Hamm (87,7%)
 November: Erwerb der Beteiligung in Pécs, Ungarn (50%)
- 2003** **Juli:** Aufnahme in den **SDAX**
 August: Erwerb der Beteiligung in Hamburg (50%)
 September: Deutsche Bank schließt Verkauf ihres Aktienanteils mit 3. Tranche ab.
 Free Float bei 79%
 Oktober: Erwerb der Beteiligung in Wetzlar (65%)
 Dezember: Erwerb der Beteiligung in Breslau, Polen (33,3%)
- 2004** **Januar:** Aufnahme in den **EPRA-Index**
 Juli: Verkauf der Beteiligung in Udine, Italien
 August: Erwerb der Beteiligung in Klagenfurt (50%)
 September: Aufnahme in den **MDAX**

Schwaches Konsum- und Immobilienumfeld tangiert kaum

Auf den ersten Blick verbindet eine Shoppingcenter-AG zwei Branchen, die sowohl von der Konjunkturschwäche als auch von Strukturproblemen belastet sind. Doch der erste Eindruck trügt. Bei den Einzelhandelsumsätzen bilden – zumindest in die guten Lagen – die Shoppingcenter eine rühmliche Ausnahme. Die Umsätze der deutschen Center sind in den ersten sechs Monaten 2004 um 3,9% gestiegen, während die gesamten Einzelhandelsumsätze in Deutschland um 1,5% gegenüber dem Vorjahr rückläufig gewesen sind. Von rückläufigen Mieteinnahmen und hohen Leerstandsdaten wie bei Büro- oder Wohnimmobilien ist bei Shoppingcentern – wiederum in den guten Lagen – ebenso keine Rede. Insgesamt profitieren die Einzelhändler in Shoppingcentern also von einer Sonderkonjunktur, die zu einer guten Rentabilität der entsprechenden Einzelhandelsimmobilien führt.

Zyklen am Immobilienmarkt mit geringem Einfluss

Immobilienzyklen
wenig entscheidend

Hohe Leerstandsquoten, rückläufige Mieten und eine Ausdehnung der Flächen sind die bestimmenden Schlagzeilen in der Immobilienbranche. Die Rendite für Bestandsgrundstücke in Deutschland war in den letzten beiden Jahren deutlich rückläufig. Dabei ist der gesamte Immobilienmarkt allerdings sehr heterogen, so dass wir keine pauschalierten Aussagen bzw. Prognosen treffen wollen. Die nach Region und Immobiliensegment sich in unterschiedlichen Phasen befindlichen Immobilienzyklen haben für die Shoppingcenter nur am Rande eine Bedeutung. Die vielfach dargestellten Immobilienuhren beziehen sich ausschließlich auf Büro- oder Wohnimmobilien, nicht jedoch auf Einzelhandelsimmobilien. Während der zunehmende Verdrängungswettbewerb im Einzelhandel zu Konsolidierungsprozessen (auch im Immobilienmarkt) geführt hat, handelt es sich hierbei eher um ein strukturelles Problem als um die Auswirkung der konjunkturellen Entwicklung.

Handelsimmobilien mit
hohen Netto-Cashflow-
Renditen

Bestandsobjekte im Handel weisen langfristig den höchsten Total Return auf. Die Attraktivität der Einzelhandelsimmobilien drückt sich in der höchsten und stabilsten Rendite unter allen Immobilienarten aus. Nach der Berechnung der Deutschen Immobilien Datenbank GmbH (DID) profitieren Handelsimmobilien insbesondere von den überdurchschnittlichen Netto-Cashflow-Renditen, die im Fünf-Jahres-Schnitt bei 5,9% gegenüber 5,1% für alle Bestandsgrundstücke lagen. Die zweite Komponente zur Errechnung des Total Return, die Wertänderungsrendite, war in den letzten beiden Jahren ebenfalls weniger rückläufig als bei anderen Immobilien. Insgesamt lag der Total Return selbst in den schwachen Jahren 2002 und 2003 bei 5,4% bzw. 4,9%, während für alle Bestandsgrundstücke 4,3% bzw. 2,5% errechnet wurde. Nach Schätzungen von DID werden Einzelhandelsimmobilien auch 2004 die höchsten Renditen aller Immobiliensegmente ausweisen. Zweifelsohne wird sich dabei der Konsolidierungsprozess der Branche fortsetzen. Während gute Standorte für Fachmärkte und gut gemanagte Einkaufszentren sich positiv entwickeln sollten, werden Standorte in Nebenlagen oder Stadtrandlagen höhere Leerstände und damit Wertrückgänge zu verzeichnen haben.

DEUTSCHER IMMOBILIEN INDEX: ENTWICKLUNG IN % P. A. FÜR BESTANDSGRUNDSTÜCKE

	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	5Y-Durchschnitt
Total Return									
Handel	4,7	6,7	5,0	5,0	5,1	6,0	5,4	4,9	5,3
Büro	4,5	2,9	5,1	5,2	6,0	6,2	4,6	1,6	4,7
Wohnimmobilien	-2,4	5,7	3,9	4,1	5,1	5,4	3,1	5,2	4,6
Gemischt-Handel/Büro	3,4	0,9	3,8	3,3	4,0	4,3	2,8	1,6	3,2
Andere Nutzungen	3,2	5,7	3,6	4,8	5,4	6,0	4,4	2,5	4,6
Alle Bestandgrundstücke	3,5	3,7	4,8	5,0	5,6	5,9	4,3	2,5	4,7
Netto-Cashflow-Rendite									
Handel	6,8	6,1	6,2	5,8	5,5	6,3	6,1	5,9	5,9
Büro	5,6	5,2	5,2	4,8	5,0	5,5	5,6	5,0	5,2
Wohnimmobilien	5,1	5,2	4,6	4,6	4,3	4,3	4,4	4,3	4,4
Gemischt-Handel/Büro	5,3	5,0	5,4	4,7	4,9	4,6	4,2	3,7	4,4
Andere Nutzungen	5,4	5,2	4,6	5,3	5,2	6,1	5,5	4,8	5,4
Alle Bestandgrundstücke	5,7	5,3	5,3	5,0	5,0	5,4	5,3	4,9	5,1
Wertänderungsrendite									
Handel	-2,1	0,6	-1,1	-0,8	-0,4	-0,3	-0,6	-1,0	-0,6
Büro	-1,1	-2,3	-0,1	0,4	1,0	0,7	-1,0	-3,4	-0,5
Wohnimmobilien	-7,6	0,5	-0,7	-0,5	0,8	1,1	-1,4	0,9	0,2
Gemischt-Handel/Büro	-1,9	-4,1	-1,5	-1,5	-0,9	-0,3	-1,4	-2,1	-1,2
Andere Nutzungen	-2,2	0,5	-1,0	-0,5	0,2	0	-1,1	-2,3	-0,8
Alle Bestandgrundstücke	-2,2	-1,6	-0,5	0	0,7	0,5	-1,1	-2,4	-0,5

Quelle: DID Deutsche Immobilien Datenbank GmbH

Konsumklima bleibt eingetrübt

Sektor mit Struktur- und Konjunkturproblemen

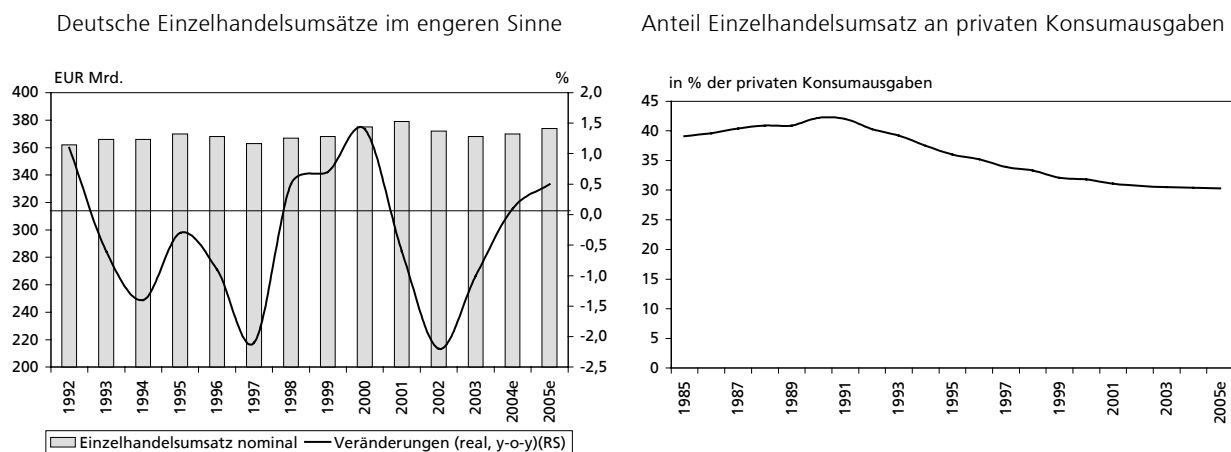
Die schwache Entwicklung beim privaten Konsum bzw. im Einzelhandel führt kaum zu Mieterückgängen in den Centern der DES. Während der deutsche Einzelhandel in den ersten sechs Monaten 2004 um 1,5% rückläufig war, legten die Umsätze der Einzelhändler in den deutschen DES-Shoppingcentern um 3,9% (alle Center +4,5%) flächenbereinigt zu. Der Grund liegt in der dem hohen Vermietungsstand, dem guten Branchen-Mix und in den guten Standorten der Center. Selbstverständlich lässt sich diese Abkopplung von der Konsumententwicklung nicht für alle Einzelhandelscenter unterstellen. Vielmehr leidet der gesamte Sektor unter strukturellen Problemen und unter der anhaltenden Konsumzurückhaltung.

Einzelhandelsumsätze weiterhin schwach

Belegung im Einzelhandel bleibt zunächst aus. Der Hauptverband des Deutschen Einzelhandels (HDE) hat Mitte September aufgrund der schleppenden Konjunkturerholung seine Gesamtjahresprognose für den Umsatz 2004 von nominal +0,5% auf -0,5% gesenkt. Für das zweite Halbjahr unterstellt der Verband lediglich einen minimalen Anstieg der Umsätze um 0,3%, nachdem im ersten Halbjahr ein Rück-

gang von 1,5% zu verzeichnen war. Damit ist bereits im dritten Jahr in Folge ein Rückgang zu erwarten. Für 2005 hat der Verband aufgrund der unsicheren wirtschaftlichen Entwicklung die bisherige Prognose von plus 0,5% gänzlich zurückgezogen. Umfragen der Marktforschungsgruppe GfK haben vor allem in Ostdeutschland eine weitere Verschlechterung festgestellt, wobei der hohe Ölpreis und die Diskussionen um die Reformen am Arbeitsmarkt (Hartz IV) die Einkommenserwartung und die Anschaffungsneigung belasten.

EINZELHANDEL IN DEUTSCHLAND



Quellen: BAG, HDE, Statistisches Bundesamt, HVB Equity Research

Ausblick bleibt verhalten

Die Rahmenbedingungen für ein langfristiges Wachstum im Einzelhandel sind nicht gut. Neben konjunkturellen Schwankungen wiegen die Belastungen der privaten Haushalte im Rahmen unzureichender Strukturreformen schwer. Zusätzliche Kosten für Gesundheitsthemen, Rentenvorsorge und soziale Sicherung werden keine nachhaltige Trendumkehr bewirken können. Selbst bei einer Erholung der Konjunktur dürften die fehlenden Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt hemmende Effekte haben. Der Anteil des Einzelhandelsumsatzes an den privaten Konsumausgaben sinkt seit Anfang der 90er-Jahre stetig. Dieser Trend sollte auch in den kommenden Jahren nicht nachhaltig gebrochen werden, da andere Konsumausgaben wie Mieten, Wohnnebenkosten, Dienstleistungen und Ausgaben für Mobilität weiter steigen sollten, was die Ausgaben für den Einzelhandel beschränkt.

Einzelhandel mit Verkaufsflächenproblem

Der deutsche Einzelhandel hat ein zunehmendes Verkaufsflächenproblem. Der starke Verdrängungswettbewerb und Margendruck haben sich nach der Wiedervereinigung in Deutschland nochmals verschärft. Die Verkaufsfläche in Ostdeutschland vervierfachte sich seit 1989. Zwischen 1995 und 2003 legte die Bevölkerung in Westdeutschland um 0,3% p. a. zu (Quelle: Statistisches Bundesamt, IfH), die Verkaufsfläche stieg um 1,5% p. a. In Ostdeutschland lief die Schere mit minus 0,6% (Bevölkerung) und plus 3,1% (Verkaufsfläche) noch stärker auseinander. Damit erreichte die Pro-Kopf-Verkaufsfläche mit 1,23 qm bereits fast die Höhe von Westdeutschland mit 1,32 qm, bei einem deutlich geringeren Kaufkraftniveau. Die Gründe für die starke Ausweitung der Verkaufsflächen sind vielseitig. Auf der einen Seite sind die Marktaustrittskosten sehr hoch. Langlaufende Mietver-

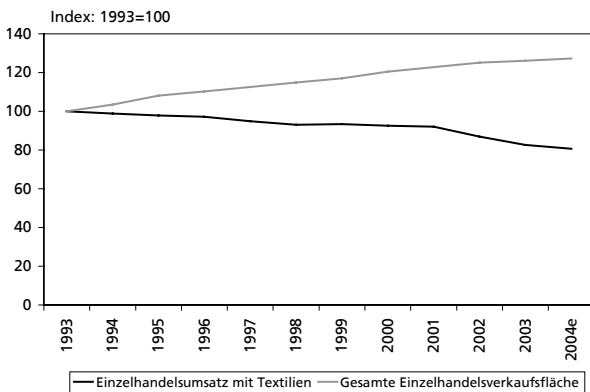
träge und Kosten für Personalmaßnahmen lassen viele Einzelhandelsketten davon zurückschrecken, selbst unrentable Verkaufsflächen zu schließen. **Auf der anderen Seite änderten sich die Ansprüche der Verbraucher.** Zum einen in Bezug auf eine ausgeprägte Orientierung zu **Discountern**, zum anderen in Bezug auf die Anforderungen an die Standorte (Erreichbarkeit, Marktatmosphäre und -ambiente, Parken, Sortimentvielfalt, einheitliche Öffnungszeiten), die deutlich angestiegen sind. Von diesen Ansprüchen profitierten wiederum die **Shoppingcenter**. Es ist kurz- bis mittelfristig nicht zu erwarten, dass sich diese Entwicklungen umkehren, da es Jahre dauern wird, bis schwache Standorte geschlossen werden. Vielmehr sind die Händler gezwungen, den Trend zu größeren bzw. bevorzugten Lagen und Ausrichtungen mitzumachen, damit unrentable Standorte mitfinanziert werden können. Ob und vor allem wann diesbezüglich Bereinigungen vorgenommen werden, ist freilich offen.

Shoppingcenter verschärfen das Problem

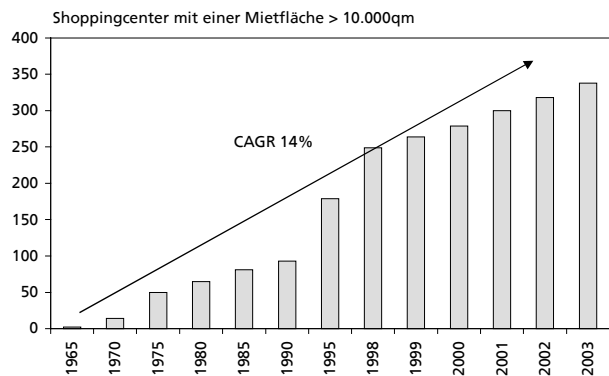
Die Flächenüberkapazitäten sind nicht für alle ein Problem. Gerade auf die gestiegenen Ansprüche der Konsumenten reagierten die Shoppingcenter-Betreiber bzw. -Initiatoren mit ihren Centerangeboten. Damit verstärken sie mit der eigenen Sonderkonjunktur das Flächenproblem im Einzelhandel. Auf der einen Seite stehen die rentablen, gut gemanagten Center, auf der anderen Seite die Einzelhändler, deren Standortproblem zu niedrigen Renditen führt.

ZUWACHS DER VERKAUFSFLÄCHEN UND SHOPPINGCENTER

Flächenüberkapazitäten weiten sich aus ...



... nicht zuletzt wegen des Trends zu Shoppingcentern



Quellen: ECE, HDE, HVB Equity Research

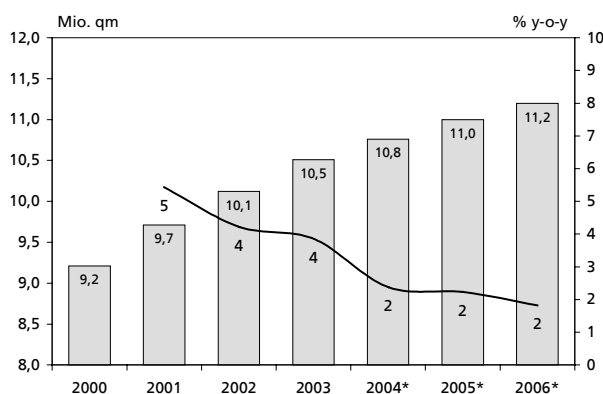
Shoppingcenter mit eigener Konjunktur

Entwicklung der Shoppingcenter

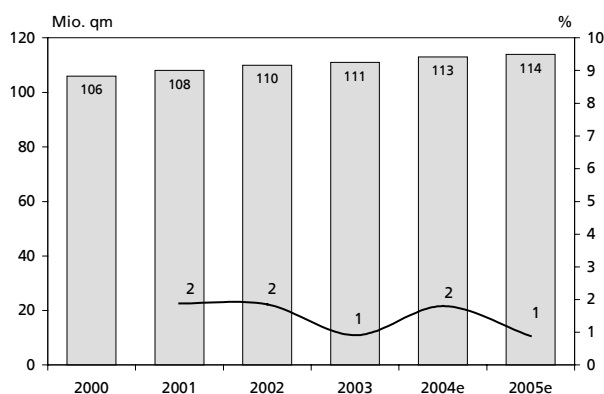
Die Anzahl der Shoppingcenter hat sich seit dem Ende der 70er-Jahre auch in Deutschland stark erhöht. Nach der Etablierung in den USA und Kanada stieg die Anzahl der Center mit einer Mietfläche von über 10.000 qm im Anfangsstadium von 1965 bis 1980 um 26% p. a., schwächte sich in den 80er-Jahren auf 4% p. a. ab und fand seinen entgültigen Durchbruch in den 90er-Jahren mit einem Zuwachs von 186 Centern (+12% p. a.). Seit 1999 steigt die Anzahl immerhin noch um durchschnittlich 7% p. a. auf etwa 350 Center (Mitte 2003) ab 10.000 qm Fläche bzw. auf 455 Center ab einer Geschäftsfläche von 8.000 qm. Damit liegen die Zuwachsraten deutlich über denen der gesamten Einzelhandelsflächen. Dieser Trend sollte vorerst anhalten, wobei das zuvor beschriebene Verkaufsflächenproblem im Einzelhandel damit nicht lösbar erscheint.

ÜBERDURCHSCHNITTLICHES WACHSTUM BEI SHOPPINGCENTERN

Entwicklung der Centerflächen** stärker als ...



... die Entwicklung der gesamten Einzelhandelsflächen



* Prognosedaten auf Basis geplanter Objekte, 7/04
 ** Shoppingcenter ab 10.000 qm Verkaufsfläche

Quellen: EHI, Kemper's, HDE

Konzept der Shoppingcenter

Die starke Zunahme der Shoppingcenter liegt in den zweifelsohne vorhandenen Vorteilen, die diese Center gegenüber dem übrigen stationären Einzelhandel mit sich bringen. Im Gegensatz zu den gewachsenen Einkaufs- und Geschäftszentren handelt es sich bei den Shoppingcentern um eine bewusst geplante, räumliche Bündelung von Einzelhandels- und sonstigen Dienstleistungsbetrieben, die einheitlich verwaltet und gemanagt werden. Insbesondere dieses Verbundsystem setzt durch die Vereinheitlichung Maßstäbe für die Kunden. Zu nennen sind die räumliche Konzentration, einheitliche Öffnungszeiten, ausreichende Parkplätze bzw. Infrastrukturanbindungen und ein ausgewogener Branchen-Mix. Dabei kommt insbesondere dem **Centermanagement** eine entscheidende Bedeutung zu. Dieses sorgt für eine freundliche und helle Einkaufsatmosphäre und organisiert Verkaufs-

und Erlebnisveranstaltungen im Center. Häufig wirkt sich auch ein differenziertes Mietensystem positiv auf das gesamte Einkaufscenter (und damit auf die gesamte Anziehungskraft der Innenstadt) aus. Der Centermanager sorgt dafür, dass einzelne Geschäfte eine branchenabhängige Miete zahlen, die z. B. für einen Friseur geringer ist als für einen Juwelier.

Segmentierung des Marktes mit Vorteilen für Center in Citylagen

Mit der erhöhten Zahl der Center haben sich unterschiedliche Segmente etabliert. Differenziert nach Center-Typ liegt das Schwergewicht im Bereich der klassischen Einkaufszentren (etwa 60%), gefolgt von Fachmarktzentren (21%), Einkaufsgalerien und -passagen (14%) und anderen Varianten (5%).

- In Ostdeutschland haben sich vor allem **großflächige Einkaufscenter auf der grünen Wiese** gegründet.
- In Westdeutschland waren es in den vergangenen Jahren vor allem **innerstädtische Lagen**, die für die Center ausgewählt wurden. Diese halten in der Regel ein hochwertiges bzw. hochpreisiges Warensortiment vor. Auf der anderen Seite bieten Discounter und SB-Warenhäuser ihr in der Regel preisgünstigeres Sortiment vor allem auf der grünen Wiese bzw. in Stadtrand- bzw. Stadteillagen an.
- An Bedeutung haben in den vergangenen Jahren sogenannte **Fachmarktzentren**, deren Unterschied vor allem in der Mieterstruktur und der Flächen dominanz der Magnetmieter liegt, gewonnen. In der Regel sind diese an Stadtrandlagen mit guter Verkehrsanbindung positioniert, weisen jedoch eine wenig anspruchsvolle architektonische Gestaltung auf.
- Zusätzlich sind **Factory-Outlet-Center** entstanden, in denen Markenartikelhersteller in einer größeren Anzahl kumuliert werden. Der Mieter- und Branchen-Mix ist überdurchschnittlich durch Bekleidung geprägt.
- Des Weiteren sind **Off-Price-Center** entstanden, in denen Markenwaren zu einem reduzierten Preis angeboten werden, wobei Einzelhändler die Ware oft postenweise bei unterschiedlichen Herstellern einkaufen.

Kein höherer Anteil von Freizeiteinrichtungen wünschenswert

Die Integration von Freizeiteinrichtungen in Shoppingcentern verläuft schleppend.

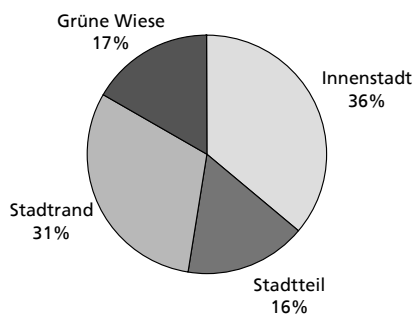
Diese vor allem in den USA verbreitete Ausrichtung tut sich im deutschen Markt schwer. Sogenannte **Urban Entertainment Center (UEC)** gibt es nur vereinzelt, meist werden lediglich Kinos oder Spielotheken integriert. Grund dafür dürfte sein, dass in Deutschland bzw. Europa bereits eine hohe Qualität des Freizeitangebotes in den Innenstädten besteht. Auch für die Zukunft ist u. E. kaum mit einer wesentlichen Ausweitung zu rechnen, da die Kopplungspotenziale zwischen Einkauf und Freizeit eher gering sind. Vielmehr wird das Potenzial auf die Verbindung von Einkauf und Gastronomie beschränkt bleiben. Die für Freizeitnutzungen erzielbaren Mieten liegen in der Regel unter den Mieten bei Handelsnutzungen. Ferner sind die Risiken im schnelllebigen Freizeitmarkt deutlich höher. Unter finanzwirtschaftlichen Aspekten ist das Shoppingcenter als Einzelhandelsimmobilie damit wesentlich weniger risikoreich. Bei den vierzehn Objekten der DES gibt es lediglich zwei Center (Rhein-Neckar/Main-Taunus), in denen ein Multiplex-Kino integriert ist.

Centerbetreiber bevorzugen Citylagen

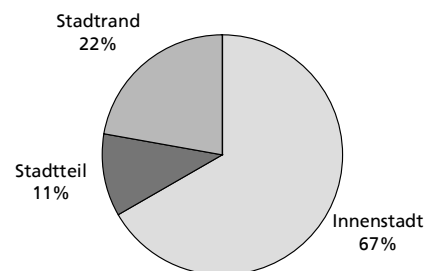
Zunehmend setzen die Centerbetreiber auf die Innenstadt. Die langjährig diskutierte Frage, ob Shoppingcenter in der Innenstadt oder auf der grünen Wiese platziert werden sollten, ist mittlerweile weitgehend entschieden. Hintergrund ist, dass die neu geplanten Center keinen Kontrapunkt zum ortsansässigen Einzelhandel darstellen sollen. Vielmehr setzen die Betreiber auf eine Integration in das innerstädtische Umfeld, idealerweise mit der Integration zu den angrenzenden Einkaufsstraßen und öffentlichen Gebäuden. Trotz Konkurrenz könnte der bisherige Einzelhandel sogar vom zusätzlich generierten Kaufkraftpotenzial profitieren.

STANDORTVERTEILUNG DER SHOPPINGCENTER IN DEUTSCHLAND GESAMT VS. DES-OBJEKTE IN DEUTSCHLAND

Shoppingcenter ab 15.000 qm Fläche in Deutschland



Shoppingcenter der DES in Deutschland



Quellen: Institut für Gewerbezentren, DES, HVB Equity Research

Große Center bleiben Anziehungspunkt Nummer eins

Die unterschiedlichen Ausprägungen der Center weisen einige Gemeinsamkeiten auf und sind damit angetan, sich gegenseitig Konkurrenz zu machen. Unserer Ansicht nach liegt der Vorteil der großen Shoppingcenter allerdings darin, auch Laufkundschaft anzusprechen und sich zu einem größeren Kundenmagneten zu entwickeln. Die Konzentration der DES auf Shoppingcenter v. a. in Citylagen bzw. an etablierten Standorten erscheint uns dabei mit den geringsten Risiken versehen. Die Größe, die Lage und die Mieter- bzw. Branchenstruktur sind am ehesten dazu angetan, langfristigen Bestand zu haben und damit die geforderte Rentabilität auf das eingesetzte Kapital zu generieren. Die etwa 30 neuen Center, die in 2002 und 2003 entstanden sind, hatten ein durchschnittliche Einkaufsfläche von 24.000 qm. Allgemein weisen die größeren Shoppingcenter eine deutlich niedrigere Leerstandquote auf als kleinere Center, wie eine Untersuchung der Bulwien AG aus dem Jahr 2003 gezeigt hat. Der Vorteil liegt in der Regel in einem attraktiven Branchen-Mix und einem professionellen Management, das für optimale konzeptionelle Rahmenbedingungen sorgt.

Alternative Einkaufswege noch keine Konkurrenz

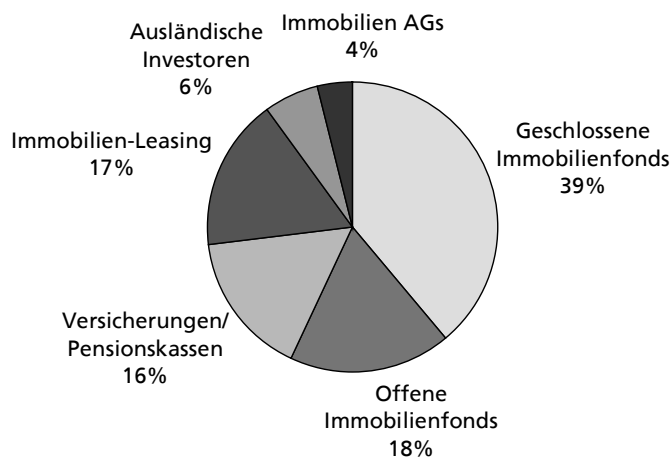
Eine Veränderung der Einkaufsgewohnheiten kann sicherlich ein Risiko für das Konzept der Shoppingcenter darstellen. Kurzfristig sehen wir das Gesamtrisiko allerdings als gering an. Zum Ersten haben sich die Shoppingcenter zunehmend als Konzept etabliert. Zum Zweiten ist der Anteil der Konsumausgaben, der zum Beispiel durch Interneteinkäufe getätigt wird, nach wie vor sehr gering. GfK Prisma schätzt den Konsumumsatz via Internet in 2004 auf etwa 11 Mrd., was einem Anteil von etwa 5% an den gesamten Non-Food-Umsätzen entspricht. Nach dieser Berechnung geht der Zuwachs beim Internet allerdings nicht nur zulasten des stationären Handels. Vielmehr sollte auch der traditionelle Versandhandel

(ohne Internet) Anteile verlieren. Zwar weist das Internet in Bezug auf den Preis Vorteile gegenüber dem stationären Handel auf. Jedoch trifft das generelle Argument für den Internethandel, die Sortimentsvielfalt, gegenüber den Shoppingcentern nur zum Teil zu. Denn genau darin liegt der Vorteil in Centern mit einem guten Branchen-Mix und einer großen Angebotsvielfalt. Gerade in den umsatzstärksten Branchen, Lebensmittel und Bekleidung, ist die Bedeutung des Online-Handels noch sehr gering. Shoppingcenter sind mehr erlebnisorientiert, während das Internet direktere Preisvergleiche, Bequemlichkeit und eine größere Schnelligkeit beim Einkauf, nicht jedoch bei der Lieferung, ermöglicht.

Immobilien-Aktien als Anlagealternative

Der Anteil von Immobilien-AGs an Immobilienanlagen in Deutschland ist nach wie vor verschwindend gering. Die größten Umsätze bzw. Anlagen tätigen die Immobilienfonds – offene oder geschlossene – und die Versicherungen bzw. Pensionskassen. Falls keine Direktinvestition erfolgen soll, haben Investoren im Wesentlichen drei Möglichkeiten, sich an Immobilien zu beteiligen: an offenen Immobilienfonds, an geschlossenen Immobilienfonds oder durch den Kauf von Aktien von börsennotierten Immobiliengesellschaften. Soll die Anlage auch noch fungibel sein, so scheiden auch die geschlossenen Fonds als Alternative aus. Unter Kostengesichtspunkten ist die Aktienanlage der Fondsvariante vorzuziehen, unter Renditegesichtspunkten fällt die Entscheidung schwerer. Mit der geringen Volatilität und der hohen Dividendenrendite kann die DES-Aktie allerdings als ganz klare Alternative zu den offenen Fonds angesehen werden.

AUFTEILUNG IMMOBILIENANLAGEN INSTITUTIONELLER KAPITALANLEGER
IN DEUTSCHLAND 2002/03



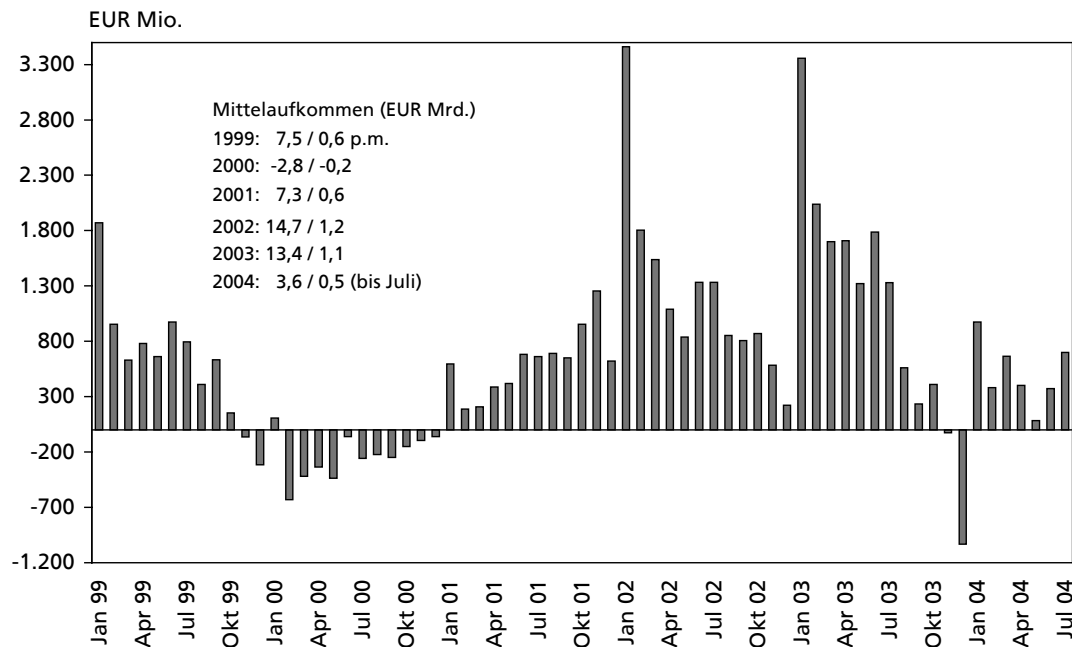
Quelle: DID Deutsche Immobilien Datenbank GmbH

Offene Immobilienfonds – Bisherige Alternative

Hohe Zuflüsse führten zu Anlagenotstand

Die offenen Immobilienfonds können direkt als Wettbewerber zu DES angesehen werden. Einerseits geht es um den Erwerb von attraktiven Shoppingcentern, andererseits um das Generieren von zusätzlichem Kapital zur Finanzierung vor allem über den Kapitalmarkt. Nach den Rekordzuflüssen der Immobilienfonds in 2002 (EUR 14,9 Mrd.) und 2003 (EUR 13,7 Mrd.) gerieten diese in Zugzwang, die liquiden Mittel langfristig rentabel anzulegen. Die Fonds waren gezwungen, die Internationalisierung der Anlagestrategien voranzutreiben, um eine Diversifizierung von Risiken und unterschiedliche Immobilienzyklen zu nutzen. Insgesamt führte diese Investitionstätigkeit auch zu einer hohen Nachfrage nach Shoppingcentern. Die in 2003 erfolgten drei Transaktionen von DES zeigten jedoch die gute Marktstellung des Unternehmens auf.

MITTELZUFLÜSSE OFFENE IMMOBILIENFONDS



Quelle: BVI

Offene Immobilienfonds mit einigen Problemen

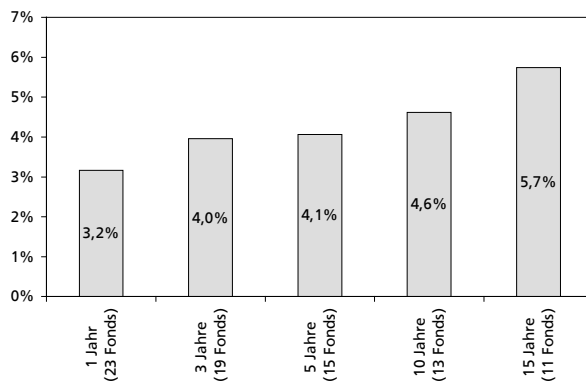
Der Mittelzufluss der Fonds scheint seit Ende 2003 jedoch versiegt zu sein. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen, die zum Teil marktbedingt, zum Teil hausgemacht sind:

- Die Fonds werden von den Anbietern nicht mehr derart stark vermarktet wie in den vergangenen beiden Jahren
- Zum Jahresende erfolgten – in Hoffnung auf eine Konjunkturerholung – Umschichtungen in Aktien- und, seit einigen Monaten, in Rentenfonds

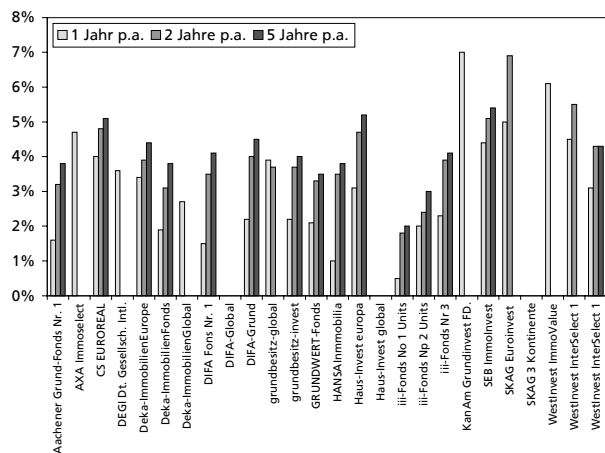
- Hinzu kommen die vielfach stark rückläufigen Renditen der offenen Fonds, die deren Attraktivität grundsätzlich abschwächt
- Die Transparenz vieler Fonds lässt zu Wünschen übrig, da eine jährliche Bewertung des Immobilienbestandes nicht vorgeschrieben ist und demnach auch kaum durchgeführt wird
- Die jüngsten Schlagzeilen über die Bestechungsskandale in der Immobilienfonds-Szene sind alles andere als förderlich

WERTENTWICKLUNG OFFENE IMMOBILIENFONDS NACH BVI-METHODE

Langfristig gute Rendite, aber mit abnehmender Tendenz



Alles andere als homogene Entwicklung der Fonds



Quelle: BVI, Stand per 30.07.2004

Höhere Kosten und geringere Rendite

Auf der einen Seite höhere Kosten, auf der anderen Seite rückläufige Renditen. Wir sehen die Aktie der DES durchaus als mögliche Alternative zu den offenen Immobilienfonds an, obwohl der Bekanntheitsgrad, die Vermarktung und das Volumen (Marktkapitalisierung vs. Fondsvolumen) gering sind. Neben einem Ausgabeaufschlag von etwa 5% fallen bei Investmentfonds laufende Depot- und Managementgebühren an. Dagegen sind sowohl die Transaktions- als auch die laufenden Verwaltungskosten von DES sehr viel geringer anzusetzen. Das bisherige Argument einer relativ sicheren Rendite können wir bei Betrachtung der zuletzt vom Branchenverband BVI veröffentlichten Zahlen ebenfalls nicht bestätigt sehen. Der Trend bei den jährlichen Renditen ist eindeutig rückläufig. Die 2003er-Rendite von 3,3% dürfte, aller Voraussicht nach, in 2004 nochmals unterschritten werden; von den bisherigen Mehrjahresdurchschnittsrenditen sind die Fonds weit entfernt. Mit der seit 2002 möglichen Anlage in internationale Objekte hat sich die Entwicklung noch nicht deutlich verbessert, vielmehr ist die Renditedifferenz zwischen einzelnen Fonds deutlich gestiegen.

REITs – Eine neue Anlagealternative in Vorbereitung

Diskussion in
vollem Gange

Von der derzeit laufenden Diskussion zur Einführung einer REITs-Struktur erwarten wir positive Effekte für Immobilien-AGs im Allgemeinen, nicht jedoch für die DES im Besonderen. Die Diskussion ist derzeit in vollem Gange: Dabei plädiert die Initiative Finanzstandort Deutschland (IFD) für einen liquiden und transparenten Markt für Immobilienanlagen, was zweifelsohne ein erstrebenswertes Ziel ist. Hauptpunkt ist die Einführung der ImmobilienInvest-AG als deutsche Version der REITs (Real Estate Investment Trusts). Der Geschäftszweck soll der Erwerb, die Veräußerung und Vermietung von Immobilien sowie hohe Ausschüttungsquoten sein. Diese sind steuerprivilegiert, indem auf der Unternehmensebene keine Ertragssteuern anfallen, wenn sich der Trust verpflichtet, hohe Anteile der erwirtschafteten Erträge an die Eigner auszuschütten. In den 19 Ländern mit bereits eingeführten REITs-Strukturen liegen diese zwischen 75% (z. B. Frankreich) und 90% (USA). Während sich in Deutschland die offenen Immobilienfonds etabliert haben, entwickelten sich in anderen Ländern börsennotierte Immobilien-AGs als bevorzugte indirekte Immobilienanlage.

DES profitiert bereits
von Steuerbefreiung

Für einzelne Unternehmen würden sich Vorteile ergeben, die die DES allerdings bereits jetzt nutzt. Ergänzend zu den oben genannten Punkten soll durch eine Senkung der Transaktionskosten das in Unternehmensimmobilien gebundene Kapital mobilisiert werden, was z. B. im Falle der deutschen IVG zu zusätzlichem Geschäftspotenzial führen würde. Die Deutsche EuroShop schüttet bereits jetzt das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der AG vollständig aus. Darüber hinaus sind die Dividenden aufgrund der speziellen Konstruktion der Gesellschaft steuerbefreit.

Immobilien-AGs als
Asset-Klasse könnte
profitieren

Die Einführung in Deutschland erscheint eine Frage der Zeit. Nachdem die Diskussion in Großbritannien in vollem Gange ist, haben wir den Eindruck, dass auch in Deutschland das Thema zunehmend an Aktualität gewinnt. Mitte September hat das Bundesfinanzministerium eine Prüfung bestätigt, deren Ergebnisse bereits Ende 2004 vorliegen könnten. Ein entsprechendes Gesetz könnte innerhalb der nächsten eineinhalb Jahre verabschiedet werden. Gegen eine Einführung sprechen die auf den ersten Blick entstehenden Steuerausfälle für den Staat. Allerdings kann es durch den vermehrten Handel der Immobilien zur Hebung der stillen Reserven kommen, die mit den geltenden Einkommensteuern belegt würden. Für die DES wäre eine spätere Einführung nicht entscheidend, da für die kommenden Jahre die Verlustvorträge bereits eine Steuerbefreiung bedeuten. Eine frühzeitigere Einführung scheint sich allerdings abzuzeichnen. In diesem Fall dürften sich neue Immobilien-AGs herausbilden, die zwar als Anlagealternative eine Konkurrenz für die DES bedeuten würden, jedoch auch gleichzeitig die Immobilien-AG als solche als neue Anlagealternative in den Fokus der Investoren rücken würden. Derzeit halten wir eine Prognose bezüglich der Auswirkungen auf die Aktie von DES eindeutig für zu früh. Die Diskussion über die Einführung der REITs-Strukturen in anderen Ländern hat allerdings in Frankreich als auch in UK bereits in einem frühen Stadium zu Kursgewinnen bei den Immobilienaktien geführt (siehe IVG-Studie der HVB vom 6. Juli 2004).

Strategie – Klar fokussiert und transparent

Die Deutsche EuroShop ist die einzige AG, die ausschließlich in Shoppingcenter investiert. Die Zusammensetzung des Shoppingcenter-Portfolios entscheidet demnach über die Erreichung der Anlageziele. Das Ziel einer jährlichen Dividendenausschüttung basiert auf dem Generieren langfristig gesicherter Erträge aus den Beteiligungen, sprich den Mieterlösen. Darüber hinaus entscheiden das Portfolio-Management und das extern betriebene Centermanagement über dessen langfristige Wertsteigerung. Insbesondere das erste Unternehmensziel, der Erwerb von weiteren Objekten, dient als Basis für die Anlageziele.

Klar kommunizierte Anlage- und Unternehmensziele

Klare Strategie

Die Deutsche EuroShop hat sich klar kommunizierte und transparente Ziele gesetzt. Der Fokus und das Know-how auf dem Gebiet der Shoppingcenter wurde über die vergangenen drei bis vier Jahre herausgearbeitet und ist mit Leben gefüllt worden. Insbesondere dem Feld Kapitalmarktorientierung und Darstellung der Transparenz ist dabei verstärkt Rechnung getragen worden. Bei den Zielen unterscheidet DES zwischen Anlagezielen und Unternehmenszielen.

Anlageziele:

- Erzielung eines hohen Gesamtertrages, der durch Dividenden ausgeschüttet wird
- Erzielung einer langfristigen Wertsteigerung des Portfolios

Unternehmensziele:

- Erwerb von 2-3 Shoppingcenter-Objekten pro Jahr
- Aufstieg in den MDAX (bereits erreicht)
- Etablierung unter Top 5 Retail Real Estate-Unternehmen in Euroland

Hohe Ausschüttungssumme

Das Unternehmen ist als Dividendenausschüttungs-Modell konzipiert worden. Die Ausschüttung einer Dividende als oberstes Anlageziel orientiert sich an den Liquiditätsausschüttungen, d. h. dem Free-Cashflow der AG. Diesen generiert das Unternehmen aus der langfristigen Vermietung.

Nachhaltige Wertsteigerung der Objekte durch aktives Portfolio-Management

Zur Risikodiversifizierung, aber auch zur Wertsteigerung des Portfolios wird das Kapital in verschiedene Shoppingcenter in europäischen Regionen mit Schwerpunkt Deutschland investiert. Strategisches Ziel ist es, ein ausgewogenes, diversifiziertes Beteiligungs-Portfolio zu schaffen. Neben dem bisherigen Bestand, der im Wesentlichen aus dem eingebrachten Eigenkapital seit Unternehmensgründung über EUR 600 Mio. finanziert wurde, bildet in Zukunft verstärkt das aktive Portfolio-Management einen wesentlichen Kernbereich der Geschäftstätigkeit. Dabei wird sowohl der Markt für Einzelhandelsimmobilien als auch die Entwicklung der eigenen Shoppingcenter permanent durch DES und das jeweilige Centermanagement eruiert. Darauf basieren die Entscheidungen über mögliche Verkäufe aus dem bisherigen Bestand und mögliche Zukäufe.

Fokus auf externem Wachstum

Das wichtigste Unternehmensziel ist der Zukauf von zwei bis drei neuen Objekten pro Jahr. Dieses Ziel bestimmt maßgeblich die zukünftige Entwicklung des Konzerns. Daher ist als Entscheidungsgrundlage jeweils eine intensive Markt- und Standortanalyse erforderlich. Neben regionalen Gesichtspunkten und der Bewertung der Objektqualität spielen auch Aspekte wie steuerliche Rahmenbedingungen und Portfolio-Gewichtungen eine Rolle. Der Fokus bei der Geschäftsausweitung liegt dabei naturgemäß auf externem Wachstum, da die bestehenden Objekte i.d.R. lediglich ein begrenztes Wachstum bei den Mieterlösen aufweisen. Um zusätzlich eine Steigerung des Free-Cashflow zu erreichen, können weitere Objekte hinzugekauft werden.

EK-Quote langfristig mindestens bei 45%

Die Eigenkapitalquote von derzeit 52% soll trotz der geplanten Geschäftsausweitung langfristig nicht unter 45% sinken. Damit wäre das Unternehmen unverändert solide finanziert. Nachdem bis Ende 2003 das vorhandene Eigenkapital vollständig investiert wurde, wird sich die Finanzierung der weiteren Objekte auf eine kurzfristige Fremdkapitalaufnahme konzentrieren. Zusätzlich besteht die Möglichkeit, Verkäufe aus dem bisherigen Bestand vorzunehmen. Mit dem im Juli vollzogenen Verkauf des schwächsten Objekts in Udine sollte der Spielraum dafür allerdings eng sein. Die anderen Objekte der Gesellschaft generieren gute Renditen bzw. unterliegen noch der zehnjährigen Steuerfrist für Verkäufe.

Ziel Top5 Retail Real Estate-Unternehmen ist ambitioniert

Ähnlich wie das vor kurzem bereits erreichte Ziel, in den MDAX aufzusteigen, sehen wir das Ziel, eines der fünf größten börsennotierten Retail-Immobilienunternehmen in Euroland zu werden, als Ziel im Rahmen der Kapitalmarktorientierung an. Hintergrund ist dabei die größere Wahrnehmung sowohl im Inland als auch im Ausland, um günstigere Konditionen für das avisierte externe Wachstum zu schaffen. Derzeit ist die DES AG die Nr. 7 in Bezug auf Marktkapitalisierung im EPRA-Index. Der Abstand zu der Nr. 6, Eurocommercial Properties, liegt allerdings bei etwa EUR 300 Mio. Differenz in der Marktkapitalisierung.

Portfolio-Aufbau – Erster Garant für die Rentabilität

Voraussetzungen für Investitionsentscheidung

Der bisherige Erfolg der operativen Entwicklung von DES liegt in den strengen Kriterien, die das Unternehmen ansetzt, bevor es zu einer Investition kommt.

Nach der Erstausstattung mit Objekten im Zuge der Aufnahme der Geschäftstätigkeit Ende 2000 werden (bzw. wurden) folgende Voraussetzungen an neue Beteiligungen gestellt:

- Immobilienerwerb direkt oder indirekt über Beteiligungen
- Vermietbare Fläche ab 10.000 qm (DES-Durchschnitt: 37.400 qm), davon max. 15% Bürofläche
- Vorvermietungsquote von mind. 50% (in Entwicklung) bzw. von mind. 80% (im Betrieb)
- Mind. 25% der Flächen eine Mietvertragsrestlaufzeit von über fünf Jahren (im Betrieb)
- Rechtskräftige Baugenehmigung erteilt
- Nachhaltiges Einzugsgebiet von mind. 100.000 Einwohnern (DES-Durchschnitt: 850.000)

Umfassende Prüfungen als Entscheidungsgrundlage

Neben diesen Voraussetzungen basieren die Investitionsentscheidungen auf der Prüfung der Rahmenbedingungen für das Center, die mittels Standortgutachten und Marktanalysen erfolgen.

Darin sind Prüfungen in Bezug auf den Mikrostandort, die Verkehrsinfrastruktur und die Funktionalität des Grundrisses des Gebäudes enthalten. Die Prüfung wird teilweise anhand von Einzelhandelsgutachten von externen Sachverständigen durchgeführt. Von entscheidender Bedeutung für die DES ist die Prüfung des Projekts in Bezug auf wirtschaftliche, finanzielle, rechtliche und steuerliche Vorteilhaftigkeit. Zur Risikominimierung werden externe Berater hinzugezogen, die Kaufverträge, bestehende Mietverträge und sonstige Verträge rechtlich prüfen. Die Analysen zur Investitionsentscheidung umfassen neben länder- und regionalspezifischen Aspekten auch Portfolio-Gewichtungen. Nachdem DES eine Beteiligung übernommen hat, wird das Management in regelmäßigen Abständen über die Entwicklung des Bauvorhabens unterrichtet. Dies beinhaltet monatliche Projektberichte mit Angaben über aktuelle Vermietungsstände, Entwicklung der Baukosten und den jeweiligen Baufortschritt.

Attraktive Objekte stark begehrt

Gute Kontakte sind für attraktive Objekte unausweichlich. Shoppingcenter werden von Maklern, bisherigen Investoren und Projektentwicklern angeboten. In der Regel werden genügend Objekte angeboten, jedoch gibt es auf der Nachfrageseite viele Mitbewerber um attraktive Objekte, wie Versicherungen, ausländische Wettbewerber, private Investoren und vor allem Immobilienfonds. Gerade die letztgenannte Gruppe der offenen Immobilienfonds trat im vergangenen Jahr aufgrund der enormen Mittelzuflüsse als Wettbewerber auf. Diese starken Nettozuflüsse führten allerdings zu einer Art „Anlagenotstand“. Zu Jahresbeginn 2004 drehte dieser Trend. Es wurden wieder vermehrt Objekte aus dem Bestand der Fonds am Markt angeboten. Hintergrund dafür war die zunehmende Orientierung der Gesellschaften auf das europäische Ausland, mit dessen Hilfe weitere Zuflüsse generiert werden sollen bzw. die Rentabilität erhöht werden soll. Einen entscheidenden Faktor, um ein attraktives Objekt zu akquirieren, sehen wir in den Kontakten, die zu Verkäufern bzw. Projektentwicklern bestehen. Die meisten Objekte der DES wurden aufgrund der guten Verbindungen zur ECE Projektmanagement GmbH generiert.

Centermanagement – Zweiter Garant für die Rentabilität

Langfristiger Erfolg durch starkes Centermanagement

Der langfristige Erfolg einer eingegangenen Beteiligung basiert neben den oben beschriebenen Parametern auf der Qualität des Centermanagements. Die Centermanagement-Gesellschaft sorgt bereits in der Evaluierungsphase für einen nachhaltigen Geschäftserfolg, wobei der Vermietungsstand, die Vermietungsstruktur und der Branchen-Mix optimiert werden. Im weiteren Verlauf ist die jeweilige Gesellschaft für die laufende Optimierung, die Vermarktung und die Pflege und Instandhaltung der Immobilie zuständig.

Fokus auf ECE

DES fokussiert sich zunehmend auf die ECE Projektmanagement. Bei zwölf von derzeit 14 Centern trägt die ECE Projektmanagement GmbH & Co. KG die Verantwortung im Bereich Centermanagement. ECE gilt als Marktführer in Europa und betreibt 76 innerstädtische Shoppingcenter und Stadtteilcenter. Das Portfolio umfasst dabei 7200 Mietpartner, 2,2 Mio. qm Verkaufsfläche und einen Jahresumsatz von etwa EUR 8,4 Mrd. Nachdem das Center in Friuli (Italien) veräußert worden ist, das von Carrefour gemanagt wurde, werden lediglich die Center in Tuscia, Italien (Espansione Commerciale, 45 Center) und in Annemasse, Frankreich (Unibail – Espace Expansion, 27 Center) von anderen Centermanagern verwaltet.

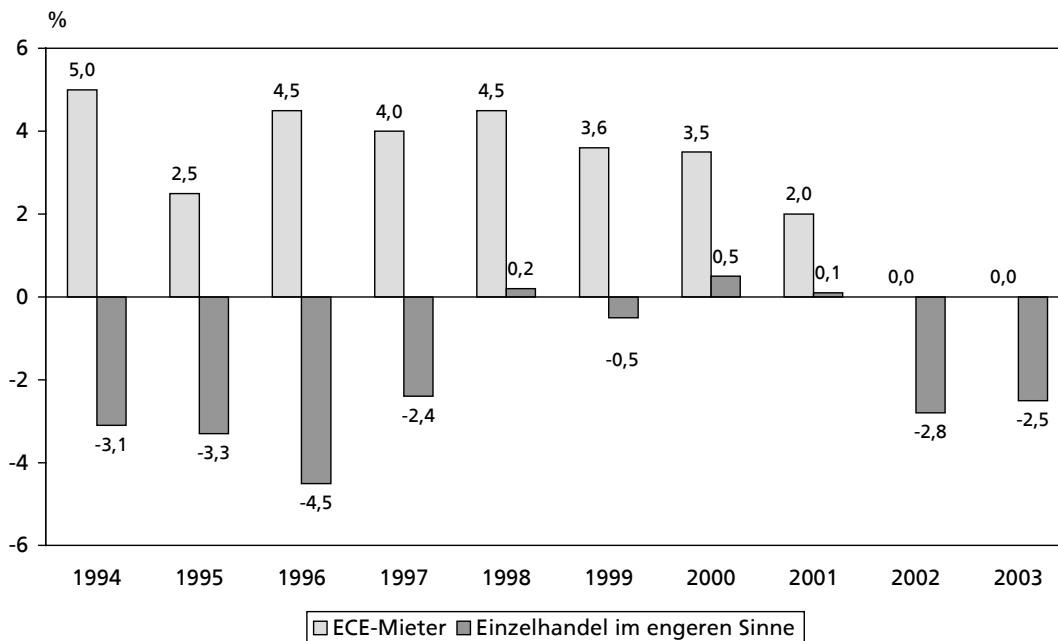
Vorteile überwiegen die Risiken

Das Risiko, dass DES sich in eine zu starke Abhängigkeit von ECE begibt, ist u. E. überschaubar; vielmehr wird die langfristige Geschäftsbeziehung mit jedem weiteren gemeinsamen Projekt gestärkt. Dies wiederum könnte die Wahrscheinlichkeit erhöhen, dass besonders interessante Objekte der DES angeboten werden. Darüber hinaus bürgt die vier Jahrzehnte lange Erfahrung von ECE für einen nachhaltigen Centererfolg, wobei ECE für ihre Standorttreue bekannt ist. Seit 2000 ist Alexander Otto, der im Aufsichtsrat der DES sitzt, Vorsitzender der ECE-Geschäftsführung. Die regionale Ausrichtung von ECE passt sehr gut in die Strategie von DES. Der Fokus liegt auf Innenstadtlagen mit Schwerpunkt Deutschland. Zudem betreibt bzw. plant ECE verstärkt Center in Polen (2 im Betrieb/1 im Bau), Tschechien (0/2), Ungarn (2/0), Türkei (4/1) und Österreich (0/1). Bei drei von dreizehn Objekten ist DES beteiligt.

ECE-Einzelhändler mit Vorteilen

Ein Blick auf die flächenbereinigte Umsatzentwicklung zeigt die Vorteile durch einen starken Centermanager. Dabei liegen die Umsatzzuwächse zum Teil erheblich über der Gesamtheit des Einzelhandels. Obwohl die Einzelhändler auch in den ECE-Centern in den vergangenen beiden Jahren keinen Umsatzzuwachs erreichen konnten, so ist über die letzten Jahre doch eine starke Abkopplung vom gesamten deutschen Einzelhandel erkennbar. Zum Teil kann diese Entwicklung aber auch auf die starke Nachfrage der Einzelhändler nach etablierten oder attraktiven Standorten zurückgeführt werden. Insgesamt resultieren für den Shoppingcenter-Investor daraus positive Effekte auf die Mieteinnahmen, die bei den Objekten von DES u. a. von der Umsatzentwicklung abhängig sind. Darüber hinaus ist die ECE über die 8%ige Beteiligung an den Mieteinnahmen direkt am Erfolg des Centers beteiligt, was zusätzliche Motivation für ein gutes Centermanagement bedeutet.

FLÄCHENBEREINIGTE UMSATZENTWICKLUNG EINZELHANDEL GESAMT VS. ECE-MIETER



Quellen: BAG, GfK Prisma, ECE

Bestandstruktur – Dritter Garant für die Rentabilität

75% Inland
25% Ausland

Regional gesehen liegt der Schwerpunkt im Inland. Unter Risikogesichtspunkten macht die Diversifizierung mit einigen ausländischen Standorten allerdings Sinn, obwohl die Marktkenntnis in den jeweiligen Ländern vorhanden sein muss. Durch die starke Ausrichtung auf die ebenfalls in Europa tätige ECE sollten in Zukunft weitere Zukäufe von attraktiven Centern im europäischen Ausland möglich sein.

Citylagen oder etablierte Standorte

Shoppingcenter nicht in Metropolen, sondern in überregional interessanten Standorten. Alle Objekte von DES liegen in City-Lagen oder an langjährig etablierten Standorten wie das Rhein-Neckar-Zentrum, das Main-Taunus-Zentrum und das Auslandsobjekt in Annemasse.

Hohe Qualität der Objekte

Alle Objekte werden regelmäßig auf erforderliche Renovierungen oder Umbauten geprüft. Dass die Center einen anhaltend starken Zulauf haben, zeigt sich beim Rhein-Neckar- und beim Main-Taunus-Zentrum, die bereits 30 bzw. 40 Jahre alt sind. Mit den Umbaumaßnahmen zwischen 2000 und 2004 wurde der Werterhalt des Standortes bzw. der Immobilien gesichert. Nachdem auch das Allee-Center in Hamm bereits umgebaut wurde, bleiben u. E. als nächste Projekte eine mögliche Renovierung in Annemasse (1994) und Viterbo (1998), die allerdings nach Unternehmensangaben derzeit sehr gut laufen. Mit Ausnahme dieser beiden Center sind damit alle Center nicht älter (Eröffnung oder Umbau) als drei Jahre.

ÜBERSICHT SHOPPINGCENTER ECE

	Shoppingcenter	Stadt/Land	Center-manager	Mietfläche qm	davon DES-Anteil qm	Ladeneinheiten Anzahl	Vermietungsstand %	Einzugsgebiet Mio. Einw.	Stellplätze Anzahl	Eröffnung	Umbaumaßnahmen	Lage
1	Rhein-Neckar-Zentrum	Viernheim	ECE	64.000	59.392	100	100%	1,4	3500	1972/2002	2000-02	Region
2	Main-Taunus-Zentrum	Sulzbach	ECE	93.900	35.119	100	100%	2,2	5000	1964/2001	2001,2003-04	Region
3	City-Galerie	Wolfsburg	ECE	30.000	26.700	90	100%	0,6	800	2001		City
4	Altmarkt-Galerie	Dresden	ECE	43.800	21.900	100	97%	1,0	520	2002		City
5	City-Arkaden	Wuppertal	ECE	28.100	20.232	90	100%	0,7	650	2001		City
6	Allee-Center	Hamm	ECE	34.800	30.520	80	100%	1,0	1290	1992	2002-03	City
7	Phoenix-Center	Hamburg	ECE	39.000	19.500	120	96% (im Bau)	0,6	1600	Sep 2004		City
8	Forum Wetzlar	Wetzlar	ECE	34.300	22.295	110	83% (im Bau)	0,5	1700	Frühjahr 2005		City
9	City-Point	Kassel	ECE	29.400	11.760	60	100%	0,8	200	2002		City
10	City-Arkaden Klagenfurt	Österreich	ECE	36.300	18.150	120	50% (im Bau)	0,4	880	Frühjahr 2006		City
11	Centro Commerciale Tuscia, Viterbo	Italien	Espansione	15.200	15.185	40	100%	0,3	1100	1998		City
12	Shopping Etrembières, Annemasse	Frankreich	Unibail	8.600	7.981	50	100%	0,8	1000	1994		Region
13	Árkád Pécs	Ungarn	ECE	34.200	17.100	130	98%	0,5	850	Mrz 2004		City
14	Galeria Dominikanska, Breslau	Polen	ECE	32.600	10.856	100	100%	1,0	920	2001		City
	Durchschnitt			37.443	22.621	92	99% (Betrieb)	0,8	1427			
	Gesamt			524.200	316.689	1290	99% (Betrieb)	11,8	19980			
	Verkauf											
	Centro Commerciale Friuli, Udine	Italien	Carrefour	28.600	26.541	50	100%	0,3	1500	1993		Region

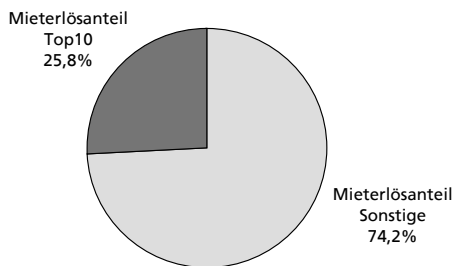
Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Equity Research

Ausgewogener Mieter-Mix

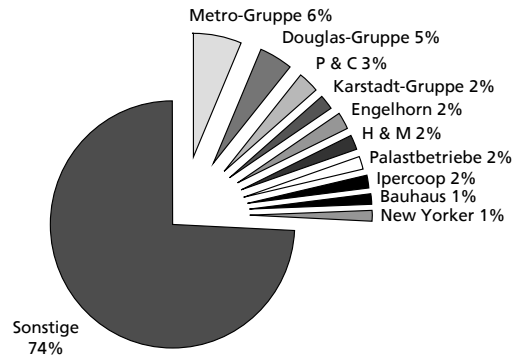
Unter Risikogesichtspunkten ist eine möglichst breite Streuung der Mieter wünschenswert. Der Anteil der Top10-Mieter beträgt derzeit knapp 26%. Ziel ist es ferner, einen guten Branchen-Mix mit Fachmärkten, Filialisten und örtlichen Einzelhändlern zu implementieren. Dabei spielt auch die Erfahrung von ECE eine Rolle, die starke Magnetmieter langfristig in den Centern verankert.

MIETERSTRUKTUR

Mieterlösanteile: Hohe Risikostreuung



Mieterlösanteil: Geringe Abhängigkeit von Top 10-Mietern



Stand 31.12.2003 ohne Pécs, Klagenfurt, Hamburg und Wetzlar

Quelle: Deutsche EuroShop

Langfristige Mietverträge

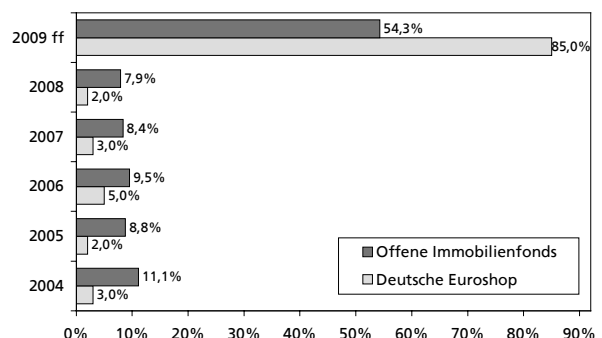
Langfristige Mietverträge sichern den Erlösstrom. Die Mietverträge laufen in der Regel über zehn Jahre. Bei den derzeit laufenden Verträgen sind 86% der Mieterlöse bis 2009 vertraglich gesichert. Interessanterweise strebt die ECE bzw. die DES keine längeren Mietverträge an, sondern nutzt das Auslaufen der Verträge zur Kündigung und Neuvermietung. Der Grund liegt in der Möglichkeit, den Branchen-Mix ohne außerordentliche Kündigungen regelmäßig überprüfen und ändern zu können. Damit besteht die Möglichkeit, auf bestimmte Konsumententrends frühzeitig zu reagieren.

LAUFZEITENSTRUKTUR DER MIETVERTRÄGE

Laufzeit der Mietverträge in % der Mieterlöse



Laufzeiten im Vergleich zu Offenen Immobilienfonds



Quellen: Deutsche EuroShop, BVI

Kontinuierlicher Zahlungsstrom aus Mieterlösen

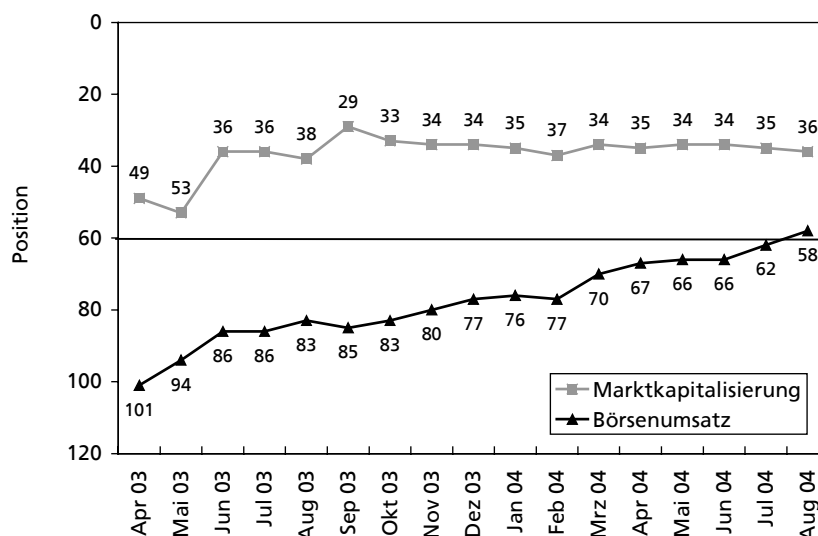
Indexierte Mieten und Beteiligungen am Umsatzwachstum des Einzelhandels unterstützen den regelmäßigen Zahlungsstrom. Auf Basis des Lebenshaltungsindex werden indexierte Mieten vereinbart. Davon profitierte DES vor allem in der Konsumschwäche der vergangenen beiden Jahre. Insofern erscheint uns der Erlösstrom mittel- bis langfristig gut abgesichert. Der hohe Vermietungsstand von nahezu 100% und die geringen Mietausfälle (2003: 1,5%) unterlegen diese Erwartung. Für unseren Planungshorizont unterstellen wir keine wesentliche Veränderung dieser Quoten. Der Vorteil der indexbedingten Mietanpassungen zeigte sich 2003 in den gestiegen Umsatzerlösen, während das allgemeine Einzelhandels- und Immobilienumfeld negativ war. Mit der zusätzlich vertraglich vereinbarten Beteiligung am Umsatzwachstum des Einzelhandels erreicht DES ein zusätzliches Erlöspotenzial. Bislang liegt der Anteil der Umsatzmiete an den Umsatzerlösen bei etwa 2-3%.

MDAX-Aufnahme dank intensiver Kommunikation und solider operativer Entwicklung

Hohe Marktkapitalisierung und stetig ansteigender Börsenumsatz

Die Deutsche EuroShop setzte sich Anfang 2003 das Unternehmensziel, in den MDAX aufzusteigen. Dieses Ziel wurde innerhalb von vierzehn Monaten nach der Aufnahme in den SDAX im Juli 2003 bereits per 20. September 2004 erreicht. In Bezug auf das Kriterium Marktkapitalisierung wurde eine Voraussetzung für die Aufnahme bereits seit längerer Zeit erfüllt, wobei die DES-Aktie einen ungefährdeten Platz im 30er-Bereich belegt. Was fehlte war bislang der ausreichende Börsenumsatz. In der entscheidenden August-Rangliste belegte DES mit Rang 58 erstmals einen für eine Aufnahme als Voraussetzung geltenden Rang unter den 60 umsatzstärksten Werten. Zwar dürfte diese Entscheidung knapp ausgefallen sein, jedoch ist positiv zu werten, dass zuvor eine stetige Aufwärtsentwicklung seit eineinhalb Jahren vorausgegangen ist.

STETIGE VERBESSERUNG IN DER RANGLISTEN-POSITION ZUR AUFNAHME IN DEN MDAX



Quellen: Deutsche Börse, Deutsche EuroShop

MDAX-Aufnahme als Lohn der zunehmenden Kapitalmarktorientierung

Neben der soliden operativen Entwicklung ist die MDAX-Aufnahme der Lohn für eine deutliche Zunahme der Kapitalmarktorientierung. Mit der Loslösung der Deutschen EuroShop von der Deutschen Bank als Großaktionär wurde in 2003 die Voraussetzung geschaffen, sich dem Kapitalmarkt verstärkt zuzuwenden. In den letzten zwölf Monaten wurden die IR-Aktivitäten von DES erheblich verstärkt. So werden zu den Quartalszahlen jeweils Telefonkonferenzen angeboten, Roadshows veranstaltet und Corporate Governance befolgt. Im Juli wurde DES mit dem Capital-Investor-Relations-Preis 2004 in der Kategorie SDAX ausgezeichnet. Anfang 2004 wurde dann erstmals der von externen Sachverständigen berechnete Net Asset Value veröffentlicht, was die Vergleichbarkeit bzw. Bewertung gegenüber anderen Immobilienwerten erhöht hat.

Langfristige MDAX-Zugehörigkeit realistisch

Wir gehen davon aus, dass sich DES langfristig im MDAX etablieren wird. Für einen langjährigen Verbleib im MDAX sprechen eine ganze Reihe von Faktoren. Zum Ersten ist der hohe Rang in der Marktkapitalisierung aufgrund der geringen Kursvolatilität und des hohen Streubesitzes relativ ungefährdet. Zum Zweiten sollte mit der jetzt erfolgten Aufnahme in den Index die Aktie (bzw. das Unternehmen) verstärkt in den Fokus der Investoren treten, was sich positiv auf das Kriterium Börsenumsatz auswirken sollte. Zum Dritten wird mit dem Jahresabschluss 2004 die Rechnungslegung von HGB auf IAS umgestellt, was vermehrt ausländische Investoren anziehen könnte, da die europäischen Wettbewerber bereits umgestellt haben. Zum Vierten gibt es nur wenige Immobilien-AGs in Deutschland bzw. im Index, wodurch DES ein weiches Kriterium bei der Ranglisten-Entscheidung erfüllen würde.

Vorteile bei Finanzierung des externen Wachstums

Sowohl die Aufnahme in den MDAX, als auch die zunehmende Kapitalmarktorientierung sind vor dem Hintergrund der Finanzierung von weiteren Expansionsschritten enorm wichtig. Eine vom Unternehmen für 2005 oder 2006 avisierte Kapitalerhöhung könnte durch diese Rahmenbedingungen auf reges Interesse stoßen. Ziel des Unternehmens ist es, mittel- bis langfristig weitere Objekte in das Portfolio aufzunehmen, deren Rentabilität so hoch ist, dass keine verwässernden Effekte für die bisherigen Aktionäre auftreten.

Stabile Aktionärsstruktur und hoher Free Float

Stabile Aktionärsstruktur

Wir gehen davon aus, dass die derzeitige Aktionärsstruktur mittel- bis langfristig Bestand haben sollte. Die Deutsche Bank hat sich aufgrund der Trennung von Industrie- und Nicht-Kerngeschäfts-Beteiligungen im letzten Jahr von der verbliebenen 44,8%-Beteiligung getrennt. Die Durchführung erfolgte in drei außerbörslichen Privatplatzierungen. Dadurch hat sich der Streubesitz auf 78,77% erhöht. Wesentlicher Gesellschafter bleibt mit 21,23% die Familie Otto. Wir sehen diese Beteiligung als langfristig an, zumal der u. a. für die DES tätige Centermanager ECE ebenfalls zur Otto-Familie gehört.

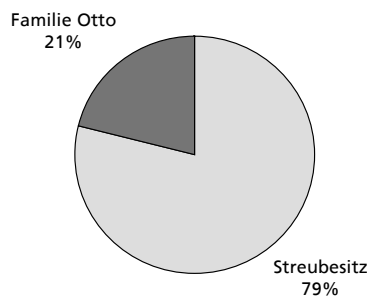
Fast ausschließlich inländische Investoren

Interesse ausländischer Investoren könnte durch IAS-Umstellung steigen. Der bislang sehr geringe Auslandsanteil im Anteilsbesitz ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen, die sich aber allesamt im Wandel befinden. Wichtig wird die Umstellung auf IAS/IFRS, mit der die Vergleichbarkeit zu den europäischen Wettbewerbern steigt. Die Diskussion der REITs-Einführung in anderen europäischen Ländern lässt deren Immobiliengesellschaften stärker im Fokus der Immobilieninvestoren stehen. Eine Diskussion in Deutschland ist bereits in vollem Gange.

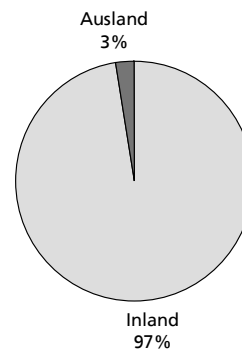
Mit jedem weiteren Objekt sollte DES auch europaweit ein höheres Gewicht erlangen. Mit der Aufnahme in den Immobilien-Index EPRA im Januar und der Aufnahme in den MDAX im September sollte das Interesse von ausländischen Immobilien-Investoren steigen.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Hoher Streubesitz-Anteil und solider Festanteil



Bisher fast ausschließlich inländische Investoren



Quelle: Deutsche EuroShop

Bestand wird sich (solide) erhöhen

Bei unserer Beurteilung der Strategie orientieren wir uns an den vom Unternehmen avisierten zwei bis drei Beteiligungserwerben pro Jahr. Diese entsprechen u. E. auch den gegebenen Managementkapazitäten und Finanzierungsmöglichkeiten. Sowohl für die Ausschüttungspolitik als auch für die Wertentwicklung des Portfolios wird nach den Anfangsinvestitionen der letzten drei Jahre zunehmend das Portfolio-Management wichtiger.

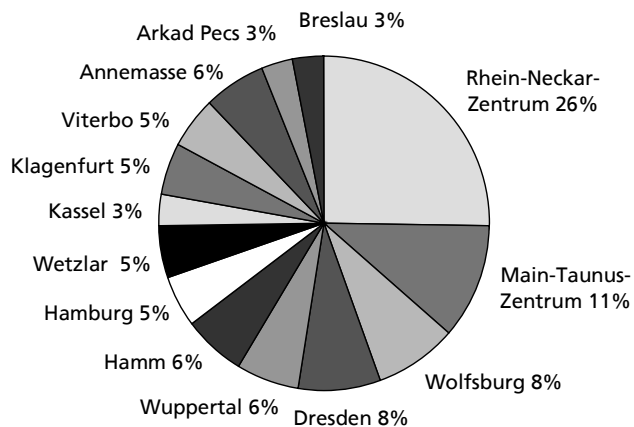
Erste Phase in 2003 abgeschlossen – Eigenkapital investiert

Mittel aus KE 2000
ausgeschöpft

Im letzten Geschäftsjahr wurden drei Shoppingcenter erworben. Mit den Beteiligungen am Phoenix-Center in Hamburg, am Forum Wetzlar und an der Galeria Dominikanska in Breslau wurden die aus der Kapitalerhöhung in 2000 stammenden Finanzmittel von EUR 600 bis auf einen Restbetrag von EUR 3 Mio. ausgeschöpft. Damit kann sich das Unternehmen auf die strategische Optimierung des Portfolios konzentrieren.

VERTEILUNG DES INVESTIERTEN EIGENKAPITALS AUF DIE CENTER

Investiertes
Eigenkapital:
EUR 553 Mio.



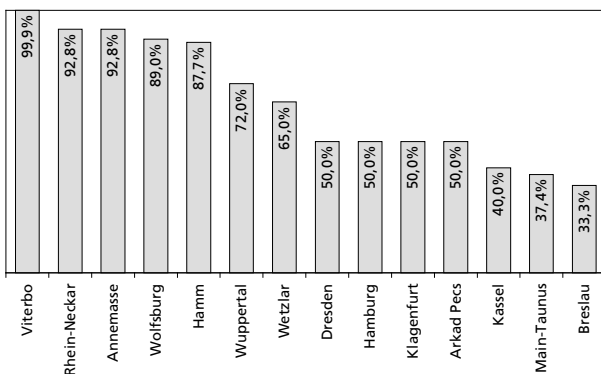
Quelle: Deutsche EuroShop

Phoenix-Center und
Forum Wetzlar im Plan

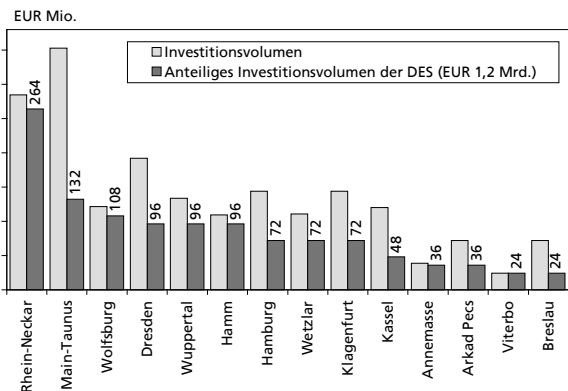
Center in Hamburg und Wetzlar im Plan. Die beiden in 2003 erworbenen, noch im Bau befindlichen Objekte in Hamburg und Wetzlar werden nach Unternehmensangaben planmäßig Ende September bzw. vor Ostern 2005 eröffnet. Der Vorvermietungsstand lässt bei beiden Objekten auf eine 100%-Vermietung zur Eröffnung schließen. Dabei wurden, wie üblich, die geplanten Investitionskosten eingehalten.

BETEILIGUNGS- UND INVESTITIONSSTRUKTUR

Höhe der Beteiligung an den Shoppingcentern in %



Anteiliges Investitionsvolumen an den Shoppingcentern



Quelle: Deutsche EuroShop

Zweite Phase läuft bereits – Portfolio-Optimierungen

Zunächst Zwischenfinanzierung bzw. Finanzierung aus Desinvestition

Das Unternehmensziel ist, auch über den Bestand der derzeitigen Beteiligungen hinaus, pro Jahr zwei bis drei neue Shoppingcenter in das Portfolio aufzunehmen.

Dabei bestehen zwei Möglichkeiten der Finanzierung. Zum einen kann eine Zwischenfinanzierung erfolgen, zum anderen können Desinvestitionen aus dem bisherigen Bestand erfolgen. Im laufenden Geschäftsjahr wurde bisher die zweite Variante gewählt. Auf der einen Seite trennte sich das Unternehmen von der Beteiligung in Italien und gab auf der anderen Seite den Erwerb einer neuen Beteiligung an den City-Arkaden in Klagenfurt, Österreich, bekannt. Für das vierte Quartal erwarten wir einen weiteren Erwerb. Dieser sollte, je nach Größenordnung der Beteiligung und des Objekts, aus der noch vorhandenen Liquidität von etwa EUR 30 Mio. aus dem Verkauf in Italien finanziert werden können.

Verkauf in Italien war zu erwarten

Mitte Juli hat DES im Rahmen der Portfolio-Optimierung das Center im italienischen Udine an die SEB Immobilien-Investment GmbH für EUR 62 Mio. (EUR 57,5 Mio. für den 92,8%-Anteil) verkauft. Aus diesem Verkauf wird im dritten Quartal ein Buchgewinn vor Steuern von EUR 3,5 Mio. anfallen. In Aufrechnung der vereinnahmten Mieterlöse mit der in 2003 und 2004 erfolgten Dachsanierung, die mit etwa EUR 4 Mio. das Ergebnis belastete, trennte sich DES mit einem insgesamt lediglich ausgeglichenen Ergebnis von dem nach Unternehmensangaben schwächsten Center im Bestand. Die schwache Rendite ist vor allem auf den zu hohen Kaufpreis zurückzuführen.

Klagenfurt als neues
Auslandsobjekt

Die liquiden Mittel aus dem Verkauf des Centers in Italien wurden zum Teil in die City-Arkaden im österreichischen Klagenfurt reinvestiert. Erfreulich ist dabei, dass es sich um ein ausländisches Objekt in der Region Zentraleuropa handelt, die eine regionale Diversifikation für die DES darstellt. Der Baubeginn des Anfang August erworbenen Objekts ist Mitte September erfolgt, die Eröffnung der City-Arkaden soll im Frühjahr 2006 erfolgen. Der Vorvermietungsstand liegt bereits bei über 50% und lässt auf eine Vollvermietung bei Eröffnung schließen. Insgesamt liegt die Investitionssumme bei EUR 170 Mio., EUR 20 Mio. entfallen auf Mieterausbauten, je EUR 75 Mio. werden durch ECE und DES finanziert. Von den EUR 75 Mio. wurden EUR 30 Mio. (d. h. 40%) mit Eigenkapital finanziert.

Weiteres Objekt
bis Jahresende
wahrscheinlich

Nach den Transaktionen in Italien und Klagenfurt verfügt die DES derzeit über eine Liquidität von etwa EUR 30 Mio. Nach Aussagen des Managements soll diese wahrscheinlich im vierten Quartal in ein weiteres Objekt angelegt werden. Zielgebiete sind dabei Tschechien, Polen, Ungarn oder Österreich. Aufgrund der starken Wettbewerbssituation in Frankreich und Italien sind diese Märkte für weitere Objekte weniger interessant. Jedoch handelt es sich bei jedem Zukauf in hohem Maße auch um die Frage der Gelegenheit, die sich ergibt. Daher ist die Einkaufspolitik zu einem großen Teil opportunitätsgetrieben.

Weitere Portfolio-Optimierungen kurzfristig
unwahrscheinlich

Mit der Investition in das zum Jahresende avisierte Objekt stellt sich die Frage, ob weitere Verkäufe aus dem bisherigen Bestand wahrscheinlich sind. Nach dem Verkauf in Italien halten wir das kurzfristig für unwahrscheinlich. Für diese These sprechen eine Reihe von Gründen:

- Das Geschäftsmodell basiert auf einer Buy-and-Hold-Strategie, d. h. es ist kein gewerbemäßiger Immobilienhandel angestrebt, der zur Zahlung von Gewerbesteuern führen würde.
- Die Objekte in Deutschland unterliegen einer steuerlichen Spekulationsfrist von zehn Jahren. Die ersten deutschen Objekte wurden erst Ende 2000 erworben.
- Die inländischen Objekte dienen als Basis für das Bestands-Portfolio.
- Im Ausland ist ein Verkauf unter steuerlichen Gesichtspunkten möglich, jedoch wurden die Objekte entweder erst vor kurzem erworben oder weisen eine ausreichend hohe Rentabilität (Italien, Frankreich) auf.
- Ein Blick auf die im Frühjahr von externen Gutachtern erstellten Ratings der bisherigen Objekte zeigt wenig Veranlassung für einen Komplettverkauf eines Centers, vielmehr könnte die DES punktuell versuchen, die Ratings in dem einen oder anderen Center durch entsprechende Maßnahmen zu verbessern.

Gute Rating-Qualität
der Center

Ratings zeigen nur wenig Anpassungsbedarf auf. Das Investitions-Rating setzt sich aus den Komponenten Objekt-Rating (Makro- und Mikrostandort, Wettbewerbssituation, Objektqualität, Mieterrisiko) und Wirtschaftlichkeit (Verhältnis der objektspezifischen risikogerechten Rendite zur Investitionsrendite) zusammen. Die bewerteten Objekte von DES erhielten dabei in der zehnstufigen Rating-Skala in Summe die drittbeste Bewertung A, die ein sehr gutes Investitions-Rating bedeutet.

INVESTITIONS-RATING DER DES-OBJEKTE (2003)

Gewichtungsfaktor	Investitions-Rating	Objekt-Rating 50,00%	Wirtschaftlichkeit 50,00%
Inlandsobjekte			
Main-Taunus-Zentrum	A	A	AA
Altmarkt-Galerie-Dresden	A	A	AA
Rhein-Neckar-Zentrum	A	A	AA
Allee-Center Hamm	A	A	AA
City-Galerie Wolfsburg	A	B+	AA
City-Point Kassel	A	B+	A
City-Arkaden Wuppertal	B+	B+	A
Auslandsobjekte			
Centro Commerciale Tuscia	A	A	AA
Shopping Etrembières	A	B+	A
Centro Commerciale Friuli*	C	B+	C
gewogener Durchschnitt	A	A	A

* bereits verkauft

Quellen: Deutsche EuroShop, Feri Research GmbH

Dritte Phase wird folgen – Mittelaufnahme ohne Verwässerung

Kapitalerhöhung erst nach dem Kauf von weiteren Objekten

Mit weiteren Objekten sollten die dann zunächst zwischenfinanzierten Projekte von einer Kapitalerhöhung abgelöst werden. Da ein Erwerb bzw. ein Verkauf i.d.R. mehrere Monate Kapazitäten des Managements in Anspruch nimmt, erwarten wir eher eine zeitlich gestaffelte Abfolge der einzelnen Projekte als eine dichte Ballung der Transaktionen. Insofern sollte frühestens nach mehreren neuen Objekten in 2005 das Thema Kapitalerhöhung wieder aktuell werden. Voraussetzung für eine anschließende Finanzierung über Eigenkapital ist die Gewährleistung einer angemessenen Eigenkapital-Verzinsung der Beteiligungen. Ziel des Unternehmens muss es sein, mindestens eine Rendite in Höhe der bisherigen Beteiligungen sicherzustellen. Dadurch kann auch mittelfristig die avisierte Dividendenrendite von etwa 5% erreicht werden. In Abhängigkeit vom jeweiligen Investitionsvolumen, das, wie gesagt, in hohem Maße opportunitätsgetrieben ist, erwarten wir eine mögliche Kapitalerhöhung jedoch nicht vor Ende 2005. Ähnlich wie bei den bisherigen Beteiligungen erwarten wir das investierte Eigenkapital bei den zukünftigen Objekten in einem Volumen zwischen EUR 20 Mio. und EUR 50 Mio. Demnach könnten zunächst drei bis fünf Objekte zugekauft bzw. zwischenfinanziert werden, bevor eine Kapitalerhöhung über z. B. EUR 100 Mio. durchgeführt wird. Das Unternehmen beabsichtigt nach unserer Kenntnis nicht, Kapital zu generieren, ohne entsprechende Objekte bereits gekauft oder geplant zu haben, da die Mittel ansonsten niedrig verzinslich angelegt werden müssten.

ENTWICKLUNG DES SHOPPINGCENTER-PORTFOLIOS

	2001				2002				2003				2004				2005			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
Centro Commerciale Friuli, Udine	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	Ver- kauf				
Shopping Etrembières, Annemasse	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Rhein-Neckar-Zentrum Viernheim	▨	▨	▨	▨	▨	▨	▨	▨	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Main-Taunus-Zentrum Sulzbach	▨	▨	▨	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
City-Arkaden Wuppertal	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
City-Galerie Wolfsburg	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
City-Point Kassel	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Altmarkt-Galerie Dresden		■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Centro Commerciale Tuscìa, Viterbo		Kauf	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Allee-Center Hamm				Kauf	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Árkád Pécs								Kauf	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Phoenix-Center Hamburg											Kauf	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Forum Wetzlar											Kauf	■	■	■	■	■	■	■	■	■
Galeria Dominikanska, Breslau													Kauf	■	■	■	■	■	■	■
City-Arkaden Klagenfurt															Kauf	■	■	■	■	■
Neue Beteiligung in 2004 erwartet																Kauf	■	■	■	■

- Betrieb
- Bau
- ▨ Umbau
- offen

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Equity Research

SWOT-Analyse

- Stärken**
- Klare Fokussierung auf Shoppingcenter und damit ein Pure Play im Immobilienbereich.
 - Nach dem Udine-Verkauf weisen alle Shoppingcenter im Bestand eine gute Objektlage, einen hohen Vermietungsstand mit ausreichend langen Mietzeiten und eine gutes Rating auf.
 - Der Erfolg eines Shoppingcenters wird maßgeblich von einem starken Centermanager bestimmt, der in dem europäischen Marktführer ECE gefunden wurde.
 - Die als Dividendenausschüttungs-Modell konzipierte Gesellschaft setzt auf eine hohe, steuerfreie und sichere Dividende.
 - Die schlanken Strukturen in der AG führen zu kurzen Entscheidungswegen und geringen Verwaltungskosten.
 - Die seit Mitte 2003 deutlich forcierte Kapitalmarktorientierung führt zu einem stetig wachsenden Investoreninteresse.
- Schwächen**
- Sowohl beim Centermanagement als auch bei der Suche nach weiteren Objekten könnte eine zu starke Ausrichtung auf die ECE zu einer Abhängigkeit führen. U. E. überwiegen die Vorteile aber eindeutig.
 - In einem schwachen Konsumumfeld kann es auch in Shoppingcentern zu Insolvenzen von Einzelhändlern und damit zu Wertberichtigungen auf Mieterlöse kommen.
 - Weitere Objekte können nur durch externe Mittel (Fremdfinanzierung, Kapitalerhöhung) finanziert werden, solange keine Bestandsobjekte verkauft werden.
 - Bislang insgesamt verhaltenes Investoreninteresse an Immobilien-AGs.
- Chancen**
- Mit einer Belebung des Einzelhandels könnte der Anteil der umsatzabhängigen Mieterlöse steigen.
 - Nach der Aufnahme in den EPRA und den MDAX sollte das Investoreninteresse weiter zunehmen und die Rahmenbedingungen für das externe Wachstum verbessern.
 - Die gute Positionierung im Markt für Shoppingcenter und die Beziehung zu ECE bilden eine gute Grundlage, um attraktive Objekte angeboten zu bekommen.
- Risiken**
- Bei im Bau befindlichen Centern können immobilienpezifische Risiken z. B. in Bezug auf Baukosten, Baugrund, Bauzeit entstehen.
 - Das Konzept von Shoppingcentern könnte durch andere Trendentwicklungen bei den Einkaufsgewohnheiten überholt werden.
 - Die Mietentwicklung hängt neben dem Centermanagement auch von externen Variablen, wie der Entwicklung der Konjunktur bzw. des Einzelhandels oder der Standortentwicklung, ab.

Grundlagen der Finanzdarstellung

Zur Beurteilung der wirklichen Ertragskraft des Unternehmens diskutieren wir zunächst einige Besonderheiten der Finanzdarstellung. DES wurde als Dividendenausschüttungs-Modell konzipiert. Ziel bei Gründung war es, die Eigenkapitalausstattung von EUR 600 Mio. mit 5% zu verzinsen und steuerfrei an die Aktionäre auszuschütten. Ziel sind nicht möglichst hohe Konzerngewinne, sondern möglichst hohe Liquiditätsausschüttungen nach Steuern. Diese bilden die Basis für die Dividendenzahlungen. Trotz Ausschüttungen bereits in der Investitionsphase wurden nach Ableitung des veröffentlichten Net Asset Value in den ersten drei Jahren EUR 108 Mio. Unternehmenswert geschaffen. Dies verdeutlicht, dass das Konzept der DES aufgeht. Basierend auf unseren Prognosen wird in 2004 erstmals die Dividende vollständig aus dem operativen Geschäft generiert. Die DES wird mit dem Jahresabschluss 2004 die Rechnungslegung von HGB auf IAS umstellen. Damit wird das bisher erklärungsbedürftige Konzept deutlich transparenter.

Als Dividendenausschüttungs-Modell konzipiert

Zielrendite 5%

Die DES wurde als Dividendenausschüttungs-Modell konzipiert. Ziel bei Gründung war die Eigenkapitalausstattung von EUR 600 Mio. zu 5% zu verzinsen und steuerfrei an die Aktionäre auszuschütten. Dazu sollten Immobilien gekauft werden, deren Mieteinnahmen einen Liquiditätsüberschuss generieren. Aus den 5% resultieren pro Jahr EUR 30 Mio. (auf EUR 600 Mio.) bzw. EUR 1,92 (auf Ausgabekurs von EUR 38,40) an Dividende, die in den ersten drei Jahren ausgezahlt wurden. Eine alternative Thesaurierung hätte lediglich zu einem Erwerb von 1-2 Objekten geführt und keine attraktive Dividende über drei Jahre geboten. Damit war nach Vorstellung der Initiatoren und des Unternehmens kein Investoreninteresse zu wecken.

Verluste im Konzern sind steuerlich wirksam

Ziel sind nicht möglichst hohe Konzerngewinne, sondern möglichst hohe Liquiditätsausschüttungen nach Steuern. In der Investitionsphase entstanden naturgemäß Verluste im Konzern, die jetzt über einen längeren Zeitraum mit zukünftigen Gewinnen verrechnet werden können. Dazu wurden alle steuerlich möglichen Ansätze gewählt:

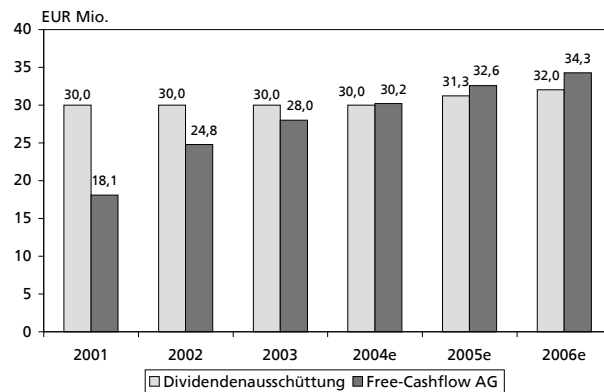
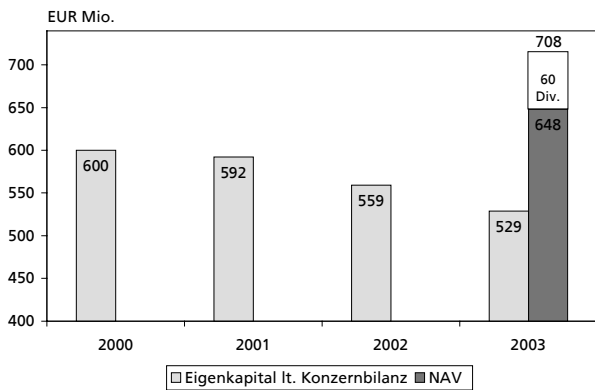
1. Bei Objekten im Bau wird 10-15% der Investitionskosten als direkt abzugsfähiger Aufwand gebucht. Alternativ hätten 50% der Aufwendungen auch ergebnisneutral aktiviert werden können.
2. Mit dem Höchstmaß an Abschreibungen wurden die Buchwerte der Immobilien planmäßig reduziert. Dabei wurden die höheren Abschreibungssätze bei Shoppingcentern genutzt.
3. Als konservativer Ansatz wurden Rückstellungen für latente Steuern zur bilanziellen Vorsorge für mögliche Zahlungen bei einem eventuellen Verkauf einer Immobilie gebildet.

Ohne diese konservativen Ansätze wäre das Ergebnis deutlich höher ausgefallen.

ENTWICKLUNG DES NAV UND DES AUSSCHÜTTUNGSFÄHIGEN FREE-CASHFLOW

Wertschaffung von EUR 108 Mio. erreicht

Ab 2004 wird Free-Cashflow vollständig aus Liquiditätsüberschüssen generiert



Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Equity Research

Es wurde Unternehmenswert geschaffen

Basis für die Dividendenpolitik ist das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der AG, den DES als ausschüttungsfähigen Free-Cashflow bezeichnet.

Dabei handelt es sich im Wesentlichen um die Erträge aus den Beteiligungsgesellschaften. Wichtig hierbei ist, dass in diesen Personengesellschaften die Anschaffungskosten der Immobilien um steuerliche Abschreibungen gemindert werden. Dadurch wird der Konzerngewinn gemindert, der Abschreibungsgegenwert wird aber von den Gesellschaften an die AG ausgeschüttet. Insgesamt verbesserte sich der ausschüttungsfähige Free-Cashflow der AG zwischen 2001 und 2003 von EUR 18 auf EUR 28 Mio. Daraus erfolgte eine Zuführung zu den latenten Steuerrückstellungen. Um in den drei Jahren jeweils EUR 30 Mio. Dividende zahlen zu können, wurden insgesamt EUR 30 Mio. der Kapitalrücklage entnommen. Dieser Verringerung des Eigenkapitals standen jedoch keine Minderungen der Verkehrswerte gegenüber. Vielmehr hat die Berechnung des Net Asset Value zum letzten Bilanzstichtag gezeigt, dass durch die vorgenommenen Abschreibungen auf die Buchwerte erhebliche stille Reserven in der Bilanz aufgebaut wurden. Das bestätigt eindeutig zwei Dinge, die Voraussetzungen für das Konzept sind. Erstens handelt es sich bei der Kapitalrückzahlung nicht um einen Substanzverlust. Zweitens werden die ausgeschütteten Abschreibungen nicht zum Werterhalt der Shoppingcenter benötigt. Mit der Umstellung auf IAS wird dieses Konzept wesentlich transparenter, da in der Bilanz dann die Verkehrswerte angesetzt werden müssen und die planmäßigen Abschreibungen das Konzernergebnis nicht mehr belasten. Die obige Grafik verdeutlicht die Wertschaffung des eingesetzten Kapitals. Aus dem 2000er- Eigenkapital von EUR 600 Mio. wurden zwar planmäßig Reserven entnommen, diesen steht aber eine Steigerung des Verkehrswertes auf EUR 648 Mio. nach Steuern in 2003 gegenüber. Zusätzlich wurden bis Ende 2003 EUR 60 Mio. ausgeschüttet, die ebenfalls eine Wertsteigerung bedeuten. Damit hat das Unternehmen in drei Jahren EUR 108 Mio. Unternehmenswert geschaffen.

ÜBERLEITUNGSRECHNUNG ZWISCHEN KONZERN UND AG

EUR Mio.	2000	2001	2002	2003	2004e	2005e	2006e
Nettoergebnis des Konzerns	6,974	-16,777	-3,002	-2,263	0,318	3,825	5,288
zzgl. Abschreibungen AV	0,003	11,852	21,603	22,393	22,848	23,003	23,468
zzgl. Aufwand der Investitionsphase	0	23,196	2,451	2,588	2,000	1,500	1,500
zzgl. Entnahme/abzgl. Zuführung zu Liquiditätsreserven der Objektgesellschaften	0	-0,285	-0,750	0,233	-0,042	-0,207	0
abzgl. Anteile Dritter	0	-1,137	-2,327	-2,350	-2,776	-3,700	-4,553
zzgl./abzgl. Ausschüttungsüberhang	0	-2,498	0,293	-0,045	0	0	0
Nettoergebnis der AG	6,976	14,351	18,268	20,556	22,348	24,420	25,703
Steuern	0	3,720	6,546	7,414	7,852	8,140	8,568
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit AG	0	18,071	24,814	27,970	30,200	32,560	34,271

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG DER AG

EUR Mio.	2000	2001	2002	2003	2004e	2005e	2006e
Erträge aus Beteiligungen	9,099	12,570	23,139	26,534	29,550	33,160	35,670
Zinsergebnis	2,275	6,876	4,476	3,241	2,500	1,400	0,800
Übrige Aufwendungen und Erträge	-0,482	-1,375	-2,801	-1,805	-1,850	-2,000	-2,200
Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	10,892	18,070	24,814	27,970	30,200	32,560	34,270
Steuern	3,918	3,720	6,546	7,414	7,852	8,140	8,568
Jahresüberschuss	6,974	14,350	18,268	20,556	22,348	24,420	25,703
Gewinnvortrag	0	6,624	0	0	0	0	0
Entnahmen aus der Kapitalrücklage	0	9,743	12,645	9,465	7,652	6,830	6,329
Einstellung in die Gewinnrücklage	-0,349	-0,718	-0,913	-0,020	0	0	0
Bilanzgewinn	6,625	30,000	30,000	30,000	30,000	31,250	32,031

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Equity Research

Dividendenerhöhung ab 2005 möglich

Ausschüttung wird ansteigen

Für 2004 rechnen wir damit, dass erstmals das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit ausreichen wird, um die Dividendensumme von voraussichtlich nochmals EUR 30 Mio. auszuschütten. Ab dem kommenden Jahr sollte vor allem aufgrund der höheren Beteiligungserträge bzw. des höheren Ergebnisses eine Dividendenerhöhung möglich sein. Wir erwarten für 2005 (bzw. 2006) einen Anstieg auf EUR 2,00 bzw. EUR 2,05.

Dividende bleibt vorerst steuerfrei

Wie bereits in den letzten drei Jahren gehen wir davon aus, dass auch in den kommenden Jahren die Dividenden steuerfrei ausgezahlt werden können. Der Grund dafür liegt im Einkommensteuergesetz. Demnach fallen für in Deutschland ansässige Aktionäre keine Einkommen- oder Körperschaftsteuern an, sofern die Dividendenzahlung als Eigenkapitalrückzahlung gilt. Aus steuerrechtlicher Sicht stellt die Ausschüttung keine Gewinnverwendung dar. Die tatsächlich zufließenden Mittel können demnach steuerfrei ausgezahlt werden. Nach der derzeitigen Unternehmensplanung wird die Dividende aufgrund der hohen Verlustvorträge noch einige Jahre steuerfrei ausgeschüttet werden.

Überleitung HGB – IAS

Ausgewiesenes Konzernergebnis steigt

Umstellung auf IAS mit positiven Auswirkungen auf das ausgewiesene Ergebnis und die Transparenz, jedoch ohne Implikationen für den ausschüttungsfähigen FCF. Im Geschäftsjahr 2004 stellt die Gesellschaft die Rechnungslegung von HGB auf IAS/IFRS um. Die Quartalsberichte in 2004 basieren noch auf HGB, da Vergleichszahlen für 2003 fehlen. Wir erwarten mit der Vorlage des Jahresabschlusses erstmals einen IAS/IFRS-Bericht. Bereits Anfang 2005 sollte ein vergleichbarer 2003er-Abschluss geliefert werden. Wir erwarten vor allem positive Auswirkungen in Bezug auf die Transparenz und Vergleichbarkeit zu den europäischen Immobilienunternehmen, die bereits nach IAS berichten. Die Ergebnis-Auswirkungen sollten insgesamt positiv sein. Ein positiver Effekt wird sich durch den Wegfall der planmäßigen Abschreibungen ergeben. Durch die unterschiedliche Behandlung bei der Verrechnung von Disagios sollte es zu leicht höheren Zinsaufwendungen kommen. Der Umsatz im Konzern wird um etwa 20% höher liegen, da die bisher nicht konsolidierten Beteiligungen mit ihren quotalen Anteilen (außer Main-Taunus und Breslau) einfließen werden. Auf der anderen Seite verringert sich dadurch das Beteiligungsergebnis im Konzern, so dass insgesamt der Effekt neutral sein wird. Die Auswirkungen aus den Verkehrswertänderungen sind kaum planbar, so dass wir auch vom Unternehmen keine Einschätzung dazu erhalten haben. Wir gehen allerdings nicht von starken Abweichungen zur erst Anfang des Jahres durchgeführten NAV-Berechnung aus, zumal die meisten Objekte jüngeren Datums sind.

Transparenz erhöht

Unsere Prognosen beziehen sich auf HGB

Aufgrund des im November zur Veröffentlichung anstehenden Q3-Berichts legen wir den Schwerpunkt bei der Darstellung auf einen HGB-Ausweis. Eine Berechnung nach IAS lässt sich aus unserem Planungsmodell ableiten, auf eine detaillierte Darstellung verzichten wir aufgrund der Übersichtlichkeit allerdings.

Solide operative Entwicklung

Nach einer guten Entwicklung der Umsatzerlöse und Beteiligungserträge sollte das zweite Halbjahr im Fokus einer deutlichen Ergebnisverbesserung stehen. Wir prognostizieren für das Gesamtjahr, dass das operative Ergebnis erstmals vollständig die Dividendenausschüttung generiert. Für die beiden Folgejahre, für die wir ein detailliertes Prognosemodell erstellt haben, erwarten wir einen weiteren Anstieg sowohl der Ergebnisse als auch der Dividende.

1. Halbjahr 2004 durch Baumaßnahme Wetzlar tangiert

Umsatz +4,9%
Beteiligungserträge
+40%

Im ersten Halbjahr 2004 profitierte der Konzern von einem Anstieg der Umsatzerlöse um 4,9% auf EUR 25,5 Mio., womit sich die konsolidierten Center von der allgemeinen Konsumzurückhaltung abgekoppelt haben. Positiv wirkte sich dabei die Modernisierung im Rhein-Neckar-Zentrum in 2003 und Neuvermietungen im italienischen Center in Viterbo aus. Bei den Beteiligungen wirken sich höhere Erträge in Kassel und Dresden sowie die erstmaligen Beiträge aus Breslau und Pécs aus. Die gesamten Erträge aus Beteiligungen stiegen dadurch um 40% auf EUR 5,1 Mio.

Höhere Investitionskosten und Zinsbelastungen

Dieser positiven Entwicklung standen um EUR 2 Mio. höhere betriebliche Aufwendungen als im Vorjahr gegenüber. Davon betrafen EUR 0,550 Mio. den Bauvorgang im Forum Wetzlar (Eröffnung für Frühjahr 2005) und EUR 1,6 Mio. die Dachsanierung im mittlerweile veräußerten Center in Udine. Zusätzlich stieg die Zinsbelastung um EUR 2,6 Mio. Das Zinsergebnis wurde sowohl vom geringeren Zinsertrag (erhöhte Investitionen) als auch vom höheren Zinsaufwand (Bauzeitinsen wegen Forum Wetzlar) negativ tangiert, wobei diese Entwicklung als planmäßig anzusehen ist. Als Resultat war das EBT um EUR 1,6 Mio. auf EUR 4,4 Mio. rückläufig. Mit EUR 1,4 Mio. war der Großteil auf die Baumaßnahme in Wetzlar zurückzuführen.

2. Halbjahr mit deutlicher Ergebnisverbesserung erwartet

Buchgewinn aus
Verkauf Udine

Selbst ohne Buchgewinn höheres Ergebnis zu erwarten. Im dritten Quartal wird ein Buchgewinn von EUR 3,5 Mio. vor Steuern aus dem Verkauf des Centers in Udine verbucht, der für einen deutlichen Ergebnisschub sorgen wird. Dabei handelt es sich im Rahmen eines aktiven Portfolio-Managements zwar um ein einmaligen, jedoch dem operativen Geschäft zuzurechnenden Effekt, der dem Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit zu einem deutlichen Schub verhelphen wird. Diesem Ertrag stehen pro Quartal etwa EUR 1,1 Mio. geringere Mieteinnahmen aus dem Center und der Wegfall der Abschreibungen gegenüber. Zu

dem werden die Zinseinnahmen durch die kurzfristige Anlage der Liquidität ansteigen. Selbst ohne diesen Effekt erwarten wir für die zweite Jahreshälfte eine Ergebnisverbesserung – sowohl gegenüber dem ersten Halbjahr als auch gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum.

Umstrukturierung in Wuppertal

Umsatz und Ergebnis dürften im dritten Quartal von der Insolvenz eines Großmieters bei der 72%igen Beteiligung in Wuppertal tangiert werden. Dabei wurden aus den Liquiditätsreserven der Objektgesellschaft EUR 1,8 Mio. für eine Aufteilung der bisher über drei Ebenen verteilten Fläche entnommen. Als negative Ergebnisauswirkung für DES erwarten wir etwa EUR 0,8 Mio. Der Centermanager ECE hat innerhalb kürzester Zeit ein Umstrukturierungskonzept entwickelt. Resultat ist eine Verringerung der relevanten Fläche um 10%. Bezogen auf die Gesamtfläche des Centers entspricht das allerdings lediglich knapp 2%. Der Mietausfall dürfte sich damit in Grenzen halten. Im Gegenzug hat ECE mit Zara (Textilanbieter), Voswinkel (Sport) und dm (Drogerie) bereits für eine qualitativ anspruchsvolle Nachvermietung ab Herbst gesorgt.

Phoenix-Center

Beteiligungserträge aus dem Phoenix-Center Hamburg im vierten Quartal erwartet. Als zusätzlicher Ergebniseffekt wird im vierten Quartal der Beteiligungsertrag aus dem Ende September eröffneten Phoenix-Center in Hamburg-Harburg einfließen. Wir unterstellen hierbei EUR 0,4 Mio.

Weitere Beteiligung zum Jahresende in Aussicht

Nach dem Erwerb in Klagenfurt ist ein weiteres Objekt im vierten Quartal realistisch. In unserem Prognosemodell haben wir dafür allerdings keine Annahmen getroffen, da weder der Zeitpunkt, noch die Größenordnung genau abschätzbar ist. Wir halten allerdings eine weitere Beteiligung bei einem Objekt in Osteuropa mit einem Volumen von bis zu EUR 30 Mio. für realistisch. Damit wäre das Unternehmen zum Jahresende wieder vollständig investiert.

2004 – Dividende erstmals vollständig durch FCF generiert

Prognose 2004:

Für das Geschäftsjahr 2004 erwarten wir weiter steigende Beteiligungserträge.

Umsatz +2%

Zum einen sind die bestehenden Objekte voll vermietet. Zum anderen wirken sich die neuen Objekte positiv auf den Zahlungsstrom aus. Das Shoppingcenter in Pécs wurde am 31.03.2004 eröffnet, der Phoenix-Center folgt Ende September. Damit kommen Mieterlöse für drei bzw. ein Quartal hinzu. Gegenläufig wirkt der Verkauf in Italien (fünf Monate weniger). Insgesamt erwarten wir einen Umsatzanstieg im Konzern um 2% auf EUR 50,2 Mio. und einen Anstieg der Beteiligungen um 56% auf EUR 10,2 Mio. Bei unterstellten Abschreibungen von EUR 22,8 Mio. und einem Zinsergebnis von EUR -17,4 Mio. erwarten wir eine Verbesserung des operativen Ergebnisses auf EUR 11,1 Mio. (nach EUR 6,5 Mio. im Vorjahr).

Beteiligungserträge +56%

Free-Cashflow reicht, die Dividende zu generieren

Zielerreichung eines Free-Cashflow von EUR 30 Mio. erscheint realistisch. Auf Basis unserer Schätzungen erwarten wir für das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der AG EUR 30,2 Mio. Damit wird die Dividendensumme, die wir bei unverändert EUR 30 Mio. bzw. EUR 1,92 sehen, erstmals vollständig durch die Miet- und Beteiligungserlöse generiert.

UMSATZERLÖSE AUS MIETEINNAHMEN (EUR MIO.)

	2001	2002	y-o-y	2003	y-o-y	2004e	y-o-y	2005e	y-o-y	2006e	y-o-y
Rhein-Neckar-Zentrum	8,991	12,537	39%	14,778	18%	16,108	9%	16,752	4%	17,255	3%
City-Galerie Wolfsburg	2,746	7,704	181%	7,731	0%	8,079	5%	8,321	3%	8,571	3%
City-Arkaden Wuppertal	1,984	7,587	282%	7,685	1%	7,700	0%	8,008	4%	8,248	3%
Allee-Center Hamm		8,704		8,824	1%	9,442	7%	9,725	3%	10,017	3%
Forum Wetzlar								7,400		8,073	9%
Umsatzerlöse Inland	13,721	36,532	166%	39,018	7%	41,329	6%	50,207	21%	52,163	4%
Centro Commerciale Friuli	4,139	4,293	4%	4,443	3%	2,644	-41%				
Centro Commerciale Tuscia	1,765	2,465	40%	2,553	4%	2,796	10%	2,935	5%	3,053	4%
Shopping Etrembières	3,099	3,201	3%	3,251	2%	3,446	6%	3,618	5%	3,763	4%
Umsatzerlöse Ausland	9,003	9,959	11%	10,247	3%	8,885	-13%	6,554	-26%	6,816	4%
Umsatzerlöse Gesamt	22,724	46,491	105%	49,265	6%	50,214	2%	56,760	13%	58,979	4%

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Equity Research

ERTRÄGE AUS BETEILIGUNGEN (EUR MIO.)

	2001	2002	y-o-y	2003	y-o-y	2004e	y-o-y	2005e	y-o-y	2006e	y-o-y
Rhein-Neckar-Zentrum (inkl. Friuli, Etrembières)	7,454	9,397	26%	10,409	11%	9,700	-7%	9,500	-2%	10,000	5%
City-Galerie Wolfsburg	1,050	3,031	189%	2,921	-4%	3,200	10%	3,200	0%	3,200	0%
City-Arkaden Wuppertal	0,468	2,141	357%	1,908	-11%	1,600	-16%	1,700	6%	1,800	6%
Allee-Center Hamm		2,280		2,769	21%	2,800	1%	2,800	0%	2,800	0%
Centro Commerciale Tuscia	0,785	1,741	122%	2,012	16%	2,100	4%	2,150	2%	2,180	1%
Forum Wetzlar								1,800		2,000	11%
Konzerngesellschaften	9,757	18,590	91%	20,019	8%	19,400	-3%	21,150	9%	21,980	4%
Main-Taunus-Zentrum	2,813	2,809	0%	3,483	24%	3,800	9%	3,850	1%	3,900	1%
Altmarkt-Galerie Dresden		0,771		2,027	163%	2,600	28%	2,680	3%	2,750	3%
City-Point Kassel		0,969		1,005	4%	1,050	4%	1,080	3%	1,100	2%
Galeria Dominikanska Breslau						1,200		1,300	8%	1,320	2%
Árkád Pécs						1,100		1,300	18%	1,320	2%
Phoenix-Center Hamburg						0,400		1,800	350%	2,000	11%
City-Arkaden Klagenfurt										1,300	
Beteiligungsgesellschaften	2,813	4,549	62%	6,515	43%	10,150	56%	12,010	18%	13,690	14%
Erträge aus Beteiligungen	12,570	23,139	84%	26,534	15%	29,550	11%	33,160	12%	35,670	8%

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Equity Research

SONSTIGE BETRIEBLICHE AUFWENDUNGEN (EUR MIO.)

	2001	2002	y-o-y	2003	y-o-y	2004e	y-o-y	2005e	y-o-y	2006e	y-o-y
Grundstücksbetriebskosten	4,214	4,726	12%	5,457	15%	5,750	5%	6,000	4%	6,300	5%
Geschäftsbesorgung/ Centermanagement	1,392	2,309	66%	2,535	10%	2,650	5%	2,800	6%	2,930	5%
Finanzierungskosten/ Infrastrukturkosten	1,994	0	-100%	0,903		0,700	-22%	0,750	7%	0,800	7%
Wertberichtigungen auf Mietforderung	0,067	0,501	648%	0,758	51%	0,950	25%	0,900	-5%	0,800	-11%
Vermietungskosten	1,965	1,336	-32%	0,695	-48%	0,750	8%	0,800	7%	0,850	6%
Geschäftsbesorgung DB Real Estate Mgmt. GmbH	1,865	1,765	-5%	0,358	-80%						
Projektcontrolling DB Real Estate Mgmt. GmbH	1,790										
Spenden	0	0,506		0,006							
Abbruchkosten	0,875	0,004		0							
Sonstige	2,312	1,755	-24%	2,127	21%	1,893	-11%	2,000	6%	2,000	0%
Gesamt Sonstige betr. Aufwendungen	16,474	12,902	-22%	12,839	0%	12,693	-1%	13,250	4%	13,680	3%

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Equity Research

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2002	2003	2004e	2005e	2006e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	46,5	49,3	50,2	56,8	59,0
Bestandsveränderungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Aktivierete Eigenleistungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Gesamtleistung	EUR Mio.	46,5	49,3	50,2	56,8	59,0
Materialaufwand	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,5	-0,8	-0,9	-1,0	-1,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,1</i>	<i>1,5</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>	<i>1,9</i>
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,3	0,7	4,5	0,7	0,7
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0,6</i>	<i>1,5</i>	<i>8,9</i>	<i>1,2</i>	<i>1,2</i>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-12,9	-12,8	-12,7	-13,3	-13,7
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>27,8</i>	<i>26,1</i>	<i>25,3</i>	<i>23,3</i>	<i>23,2</i>
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,9</i>	<i>1,8</i>	<i>2,0</i>	<i>1,8</i>	<i>1,7</i>
EBITDA	EUR Mio.	32,5	35,5	40,2	42,2	43,9
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>69,9</i>	<i>72,1</i>	<i>80,0</i>	<i>74,4</i>	<i>74,4</i>
Abschreibungen (ohne Goodwill)	EUR Mio.	-21,6	-22,4	-22,8	-23,0	-23,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>46,5</i>	<i>45,5</i>	<i>45,5</i>	<i>40,5</i>	<i>39,8</i>
EBITA	EUR Mio.	10,9	13,1	17,3	19,2	20,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>23,4</i>	<i>26,6</i>	<i>34,5</i>	<i>33,9</i>	<i>34,6</i>
Goodwillabschreibungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
EBIT	EUR Mio.	10,9	13,1	17,3	19,2	20,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>23,4</i>	<i>26,6</i>	<i>34,5</i>	<i>33,9</i>	<i>34,6</i>
Abschreibungen auf FAV und UV	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	4,5	6,5	10,2	12,0	13,7
Zinsergebnis	EUR Mio.	-11,4	-14,1	-17,4	-18,5	-19,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-24,6</i>	<i>-28,6</i>	<i>-34,6</i>	<i>-32,6</i>	<i>-32,2</i>
Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	4,9	6,5	11,1	13,7	16,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>10,5</i>	<i>13,1</i>	<i>22,1</i>	<i>24,2</i>	<i>27,3</i>
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Ergebnis vor EE-Steuern	EUR Mio.	4,0	5,6	10,1	12,7	15,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>8,6</i>	<i>11,3</i>	<i>20,1</i>	<i>22,5</i>	<i>25,6</i>
EE-Steuern	EUR Mio.	-7,0	-7,8	-9,8	-8,9	-9,8
<i>EE-Steuerquote</i>	%	<i>175,1</i>	<i>140,7</i>	<i>96,8</i>	<i>70,0</i>	<i>65,0</i>
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-3,0	-2,3	0,3	3,8	5,3
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-6,5</i>	<i>-4,6</i>	<i>0,6</i>	<i>6,7</i>	<i>9,0</i>
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	-3,0	-2,3	0,3	3,8	5,3
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-6,5</i>	<i>-4,6</i>	<i>0,6</i>	<i>6,7</i>	<i>9,0</i>
Anteile Dritter	EUR Mio.	0,1	1,7	2,3	1,5	1,0
Ergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	-2,9	-0,5	2,6	5,3	6,3
EPS reported	EUR	-0,18	-0,03	0,17	0,34	0,40
EPS adjusted	EUR	-0,18	-0,03	0,17	0,34	0,40
Goodwillabschreibungen je Aktie	EUR	0	0	0	0	0
EPS adjusted vor Goodwill	EUR	-0,18	-0,03	0,17	0,34	0,40

Cashflow-Entwicklung

		2002	2003	2004e	2005e	2006e
Jahresüberschuss	EUR Mio.	-3,0	-2,3	0,3	3,8	5,3
Abschreibungen auf Anlagevermögen	EUR Mio.	21,6	22,4	22,8	23,0	23,5
Veränderung der langfristigen sonstigen Rückstellungen	EUR Mio.	-2,9	4,9	5,6	6,9	6,9
- Veränderung der Forderungen aus Lieferung und Leistung	EUR Mio.	0,1	0,4	0	0	0
- Veränderung der Forderungen und sonstigen Vermögensgegenstände	EUR Mio.	8,6	-2,4	-2,4	-1,0	-1,0
- Veränderung der aktiven RaP / latenten Steuern	EUR Mio.	0	-1,9	1,9	0	0
Veränderung d. Verbindlichkeiten aus Lieferung u. Leistung	EUR Mio.	-1,9	0,8	-0,2	0	0
Veränderung der sonstigen Verbindlichkeiten ohne passivierte Anzahlungen	EUR Mio.	-0,2	4,1	-4,8	0	0
Veränderung der passiven RaP / latente Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,5	0,2	0	0
Mittelzu-/abfluss aus laufender Geschäftstätigkeit = operativer Cashflow	EUR Mio.	22,1	25,5	23,4	32,7	34,6
Abgänge des Anlagevermögens ohne Leasing	EUR Mio.	7,3	0	60,0	0	0
Investitionen in das Anlagevermögen	EUR Mio.	-120,5	-43,2	-40,0	-30,0	0
Investitionen in Finanzanlagen	EUR Mio.	-17,7	-23,4	-46,0	-40,0	-30,0
Bereinigungsgrößen	EUR Mio.	-13,4	-4,6	18,0	0	0
Mittelzu-/abfluss aus der Investitionstätigkeit = investiver Cashflow	EUR Mio.	-144,2	-71,1	-8,0	-70,0	-30,0
Free-Cashflow	EUR Mio.	-122,2	-45,6	15,4	-37,3	4,6
Veränderung der Bankverbindlichkeiten (verzinslichen Verbindlichkeiten)	EUR Mio.	111,6	-0,8	26,4	0	0
Ausschüttungen an Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	-4,0	-2,3	0	0	0
abzüglich der Dividendenzahlung für das vorherige Geschäftsjahr	EUR Mio.	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0	-31,3
Mittelzu-/abfluss aus der Finanzierungstätigkeit = Finanz-Cashflow	EUR Mio.	77,6	-33,1	-3,6	-30,0	-31,3
Wechselkurs-, Konsolidierungskreis- und sonstige Effekte	EUR Mio.	-3,3	13,4	4,5	6,2	8,1
Anfangsbestand liquide Mittel am Beginn der Periode	EUR Mio.	201,7	153,9	88,6	104,8	43,7
Veränderung der liquiden Mittel aus Cashflow-Rechnung	EUR Mio.	-47,8	-65,3	16,2	-61,1	-18,6
Endbestand der liquiden Mittel am Ende der Periode	EUR Mio.	153,9	88,6	104,8	43,7	25,2

Konzernbilanz

		2002	2003	2004e	2005e	2006e
AKTIVA						
Anlagevermögen	EUR Mio.	814,7	851,8	858,9	905,9	912,4
Immaterielle Vermögensgegenstände	EUR Mio.	0,4	0,4	0,3	0,3	0,2
Sachanlagen	EUR Mio.	670,9	691,6	648,8	655,8	632,3
Finanzanlagen	EUR Mio.	143,4	159,8	209,8	249,8	279,8
Umlaufvermögen	EUR Mio.	185,6	127,0	127,7	67,5	50,0
Vorräte	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Forderungen	EUR Mio.	2,4	2,0	2,0	2,0	2,0
Sonstige Vermögensgegenstände	EUR Mio.	29,3	36,4	20,8	21,8	22,8
Wertpapiere und flüssige Mittel	EUR Mio.	153,9	88,6	104,8	43,7	25,2
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0	1,9	0	0	0
Bilanzsumme	EUR Mio.	1.000,3	980,7	986,6	973,4	962,4
PASSIVA						
Eigenkapital	EUR Mio.	556,8	535,7	510,4	490,4	472,5
Gezeichnetes Kapital	EUR Mio.	20,0	20,0	20,0	20,0	20,0
Kapitalrücklagen	EUR Mio.	528,5	497,9	469,5	447,4	427,4
Gewinnrücklagen	EUR Mio.	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0
Bilanzgewinn	EUR Mio.	8,9	8,9	12,1	13,0	13,1
Unterschiede aus Währungsumrechnung	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	EUR Mio.	-2,5	6,9	6,9	8,0	10,0
Sonderposten mit Rücklagenanteil	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Rückstellungen	EUR Mio.	22,6	27,5	33,2	40,0	46,9
Pensionsrückstellungen	EUR Mio.	0	0	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	EUR Mio.	22,6	27,5	33,2	40,0	46,9
Verbindlichkeiten	EUR Mio.	420,0	417,1	442,5	442,5	442,5
Verb. gg. Kreditinstituten	EUR Mio.	409,4	408,6	435,0	435,0	435,0
Verb. aus L. u. L.	EUR Mio.	0,9	1,7	1,5	1,5	1,5
Sonstige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	9,7	6,8	6,0	6,0	6,0
Rechnungsabgrenzungsposten	EUR Mio.	0,8	0,3	0,5	0,5	0,5
Bilanzsumme	EUR Mio.	1.000,3	980,7	986,6	973,4	962,4

Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten - je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition - für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:

Dieser Bericht ist für Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bestimmt, die professionelle Marktteilnehmer („market counterparties“) oder institutionelle Kunden („intermediate customers“) (jeweils gemäß der Definition der Financial Services Authority – „FSA“) sind und nicht zur Nutzung durch irgendeine andere Person vorgesehen, insbesondere nicht für Privatkunden gemäß der Definition der Regeln der FSA. Dieser Bericht stellt keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren dar. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch können wir deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf unserer heutigen Einschätzung und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Wir und/oder andere Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können bezüglich der in dieser Publikation erörterten Wertpapiere Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen. Wir und/oder Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können als Investment- und/oder Geschäftsbank für Emittenten der genannten Wertpapiere tätig sein, in den Organen ihrer Emittenten vertreten sein und/oder als „Market Maker“ für diese Wertpapiere fungieren. Die Bank und ihre verbundenen Unternehmen können ggf. auch für ein hier erwähntes Unternehmen als Berater tätig sein.

Die in diesem Bericht diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und ihrer finanzielle Verhältnisse für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Investoren sollten vor einem Investment den Rat ihrer Bank/ihrer Brokers einholen.

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG London unterliegt der Aufsicht der FSA.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA:

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sind ausschließlich für institutionelle Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, New York Branch („HypoVereinsbank“) und HVB Capital Markets, Inc. („HVB Capital“ und, zusammen mit HypoVereinsbank, „HVB“) in den Vereinigten Staaten bestimmt und dürfen von anderen Personen nicht benutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren gemäß US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in der jeweils gültigen Fassung oder anderen in den USA geltenden bundes- oder einzelstaatlichen Gesetzen, Verordnungen und Regelungen, dar. Die hier diskutierten Wertpapieranlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen, ihrer Risikobereitschaft und ihren finanziellen Verhältnissen für bestimmte Anleger ungeeignet sein.

In Gerichtsbarkeiten, in denen die HVB nicht für den Handel mit Wertpapieren, Waren oder anderen Finanzprodukten eingetragen oder zugelassen ist, dürfen Transaktionen nur gemäß der geltenden Gesetze und gesetzlichen Bestimmungen durchgeführt werden, die sich von einer Gerichtsbarkeit zur anderen unterscheiden und erfordern können, dass Transaktionen gemäß geltender Ausnahmen von Eintragungs- und Zulassungsanforderungen durchgeführt werden.

Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die HVB deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der HVB zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Die HVB kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Die HVB und alle ihre verbundenen Unternehmen können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere: a) Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen; b) als Investment- und/oder Geschäftsbank für die Emittenten dieser Wertpapiere tätig sein; c) als Market Maker für die betreffenden Wertpapiere fungieren; d) in den Organen der Emittenten dieser Wertpapiere vertreten sein; und e) als bezahlter Berater für einen Emittenten tätig sein.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Zu den Faktoren, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse und Finanzlage eines Unternehmens sich anders als erwartet entwickeln, gehören unter anderem: politische Unsicherheit, Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, die sich negativ auf die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken, Änderungen auf den Devisenmärkten, Änderungen auf internationalen und nationalen Finanzmärkten und im Wettbewerbsumfeld sowie andere damit verbundene Faktoren. Alle Vorbehalte zu in die Zukunft gerichteten Aussagen in diesem Bericht sind durch diese Warnung vollständig abgedeckt.