

Unternehmens Update

Mid Caps/Small Caps

Outperform

Kurs am 29.04.05 EUR 41,91
Hoch/Tief (12M) 41,91/32,80
Kursziel EUR 46,70

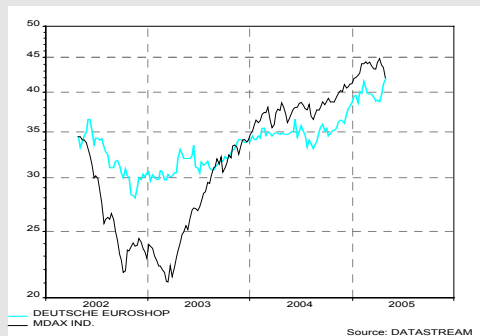
AKTIENDATEN

Reuters	DEQGn.F
Bloomberg	DEQ GR
WPK	748020
Börsenumsatz (St. Tsd.)	33,6
Free Float (%)	78,8

UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	654,8
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,6
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	20,0
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	10,0
Aktionärsstruktur	Familie Otto 21,24 %
Hauptversammlung	23-Jun-05
Q1	10-Mai-05
H1/Q2	10-Aug-05

KURS CHART



RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

	1M	1M	3M
DAX	11,3	11,3	4,9
Euro STOXX 50	12,0	12,0	5,4
ES Financ. S.	7,0	7,0	-2,0

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

Deutsche EuroShop

SHOPPINGCENTER-FOKUS TRÄGT FRÜCHTE

- **Nach einem erfolgreichen Geschäftsjahr 2004 sind die Aussichten für eine weiterhin positive Entwicklung gut.** Mit neuen Centern in Hamburg, Wetzlar und Klagenfurt verbreitert sich die Basis für eine gute Cashflow-Entwicklung.
- **Sonderkonjunktur Shoppingcenter setzt sich fort.** Wie in den Vorjahren entwickeln sich die Umsätze in den Shoppingcentern der DES besser als die anhaltende Konsumschwäche vermuten lässt.
- **Die Buy & Hold-Strategie zahlt sich aus.** Mit einem Investitionsvolumen von EUR 100-150 Mio. in 2005 setzt die DES die Strategie fort, das Portfolio ertragreich auszubauen.
- **Wir bestätigen unser Outperform-Rating mit einem erhöhten Kursziel von EUR 46,70 (bisher: EUR 44,70).** Zusammen mit einer Dividendenrendite von etwa 4,5% ergibt sich daraus weiteres Potenzial für die Value-Aktie.

	2003	2004	2005e	2006e
Umsatz (EUR Mio.)	57,9	61,4	70,5	75,3
% Veränd.	0	6,1	14,7	6,9
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	19,4	26,4	29,9	29,7
% Veränd.	n/a	36,4	13,0	-0,6
EPS reported (EUR)	1,22	1,78	2,00	1,99
% Veränd.	n/a	45,8	12,6	-0,4
EPS adjusted (EUR)	0,93	1,32	1,22	1,42
% Veränd.	n/a	41,5	-7,3	15,9
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,93	1,32	1,22	1,42
% Veränd.	n/a	41,5	-7,3	15,9
CFPS (EUR)	1,22	1,78	2,00	1,99
% Veränd.	1,6	45,8	12,6	-0,4
Dividende (EUR)	1,92	1,92	2,00	2,10
EBITA-Marge (%)	70,0	82,5	77,9	79,4
CAGR (Umsatz; 03-06e)				9,2%
CAGR (EBITA; 03-06e)				13,9%
EV/Umsatz	16,1	17,1	17,2	16,3
EV/EBITDA	23,0	20,7	22,0	20,6
EV/EBITA	23,0	20,8	22,0	20,6
EV/EBIT	23,0	20,8	22,5	20,9
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	26,0	19,8	21,0	21,0
PEG-Ratio				1,4
KCF	26,0	19,8	21,0	21,0
Div. Rendite (%)	6,1	5,5	4,8	5,0

Inhalt

- 3 Bewertung
 - 5 Exkurs: G-REITs
- 6 Langfristige Ausrichtung trägt Früchte
 - 6 Solide Miet- bzw. Umsatzentwicklung ...
 - 6 ... wird sich fortsetzen
 - 8 Deutlich höherer Ergebnisausweis nach IFRS-Umstellung
- 10 Buy & Hold-Strategie im Vordergrund
- 12 Bewertung der Objekte
- 14 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

Bewertung

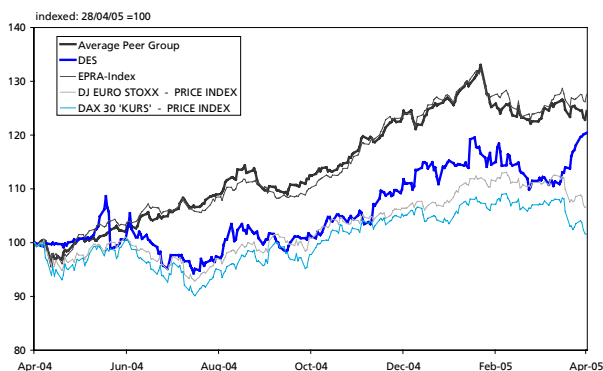
Wir stufen die Aktie der Deutsche EuroShop auch nach dem jüngsten Kursanstieg unverändert mit Outperform ein. Aufgrund der guten 2004er Zahlen und dem positiven Ausblick für das laufende Geschäftsjahr erhöhen wir unser Kursziel von bisher EUR 44,70 auf EUR 46,70. Zusammen mit der angekündigten Dividende von EUR 1,92, die im Juni ausgezahlt wird, ergibt sich u. E. weiteres Potenzial. Unsere Bewertung basiert auf einem Dividend-Discount-Modell und einer NAV-Betrachtung. Mit der Fokussierung auf die „Königsklasse“ der Immobilienarten, den Shoppingcentern, betrachten wir die Aktie nach wie vor als eine Value-Aktie innerhalb des Sektors.

Kursanstieg fundamental unterlegt

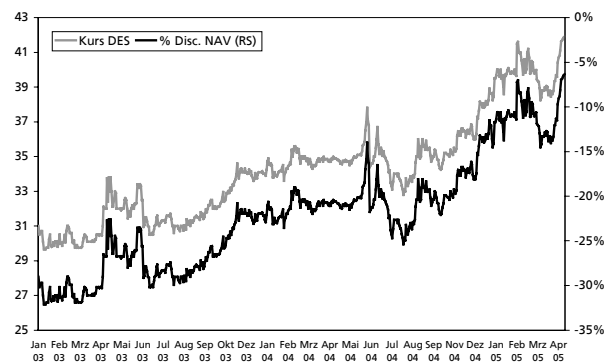
Der in den vergangenen zwei Wochen vollzogene Kursanstieg der Aktie reflektiert u. E. vor allem die gute operative Entwicklung in 2004 und die positiven Aussichten für 2005. Insgesamt bestätigt sich darin, dass das Konzept der ausschließlichen Fokussierung auf Shoppingcenter Früchte trägt. Mit den in 2004 hinzugekommenen Centern und den Mietbeiträgen aus den Eröffnungen in Wetzlar (Frühjahr 2005) und im Frühjahr 2006 in Klagenfurt ergibt sich mittlerweile ein solider Cashflow-Strom für die Deutsche EuroShop. Vor diesem Hintergrund ist der Kursanstieg seit Herbst 2004 fundamental untermauert. Die seit zwei Wochen erreichte Outperformance gegenüber den europäischen Wettbewerbern basiert ferner auf die Aufholung der vorherigen Underperformance zu den Wettbewerbern, die bis Februar deutlich stärker zugelegt hatten. Zum anderen profitierte die Aktie in der breiten Aktienmarkt-Abschwächung von der soliden Bestandsstruktur mit relativ geringem Risikoprofil.

PERFORMANCEVERGLEICH

Kursentwicklung 12 Monate



Abweichung zum Spot-NAV



Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research

Fairer Wert aus dem DDM: EUR 46,32

Anstieg der Dividende in den kommenden Jahren erwartet. In unserem Prognosemodell gehen wir von einem Anstieg der Dividende in den kommenden beiden Jahren um 4% bzw. 5% aus. Die Basis dafür liefert die Reihe neuer Shoppingcenter, die zwischen 2004 und 2006 hinzu gekommen sind bzw. kommen werden. Einschließlich 2008 unterstellen wir einen Anstieg um 3,4% und ab dem Jahr 2009 um 1,5% p. a. Dieser Anstieg basiert vor allem auf der Annahme der jährlichen Inflationsrate, da die Mietverträge hauptsächlich indexiert sind. Überproportionale Steigerungen aus dem Bewertungsergebnis bzw. aus den z. T. umsatzabhängigen Mieten sind dabei nicht berücksichtigt. Bei einem Diskontierungssatz von 6,25% ergibt sich ein fairer Wert von EUR 46,32.

Fairer Wert aus dem NAV-Vergleich: EUR 47,06

Bezüglich der Net Asset Value-Betrachtung hat sich das Delta zu den europäischen Wettbewerbern mittlerweile wie erwartet verringert. Bei Aufnahme der Coverage im September 2004 lag das Premium der europäischen Einzelhandelsimmobilien-Gesellschaften zum NAV bei 11%, während die DES-Aktie mit einem 19%igen Discount gehandelt wurde. Wie bislang von uns unterstellt wird sich die vollständige Ausrichtung auf Shoppingcenter, die sich langsam stabilisierende Konsumententwicklung im deutschen Einzelhandel sowie das stabile operative Geschäft der DES in einer Reduzierung des Deltas niederschlagen. Als fairen Wert aus der NAV-Betrachtung leiten wir EUR 47,06 ab. Daraus ergibt sich ein Premium von 7% auf den NAV 2004 bzw. ein Premium von 5% auf den NAV 2005 (HVBe).

PEERGROUP-VERGLEICH AUF NAV-BASIS

	Land	Währung	Anteil Einzelhandelsimmobilien	Free Float	Marktkap.	NAV 2004 pro Aktie	Discount (-)/Premium
Corio	NL	EUR	75%	61%	2,791	36	17%
Eurocommercial Pr.	NL	EUR	88%	100%	930	23	20%
Hammerson	GB	GBP	68%	95%	2,355	936	-9%
Klepierre	F	EUR	81%	100%	3,432	53	40%
Liberty Intl.	GB	GBP	88%	82%	3,037	1,018	-7%
Rodamco Europe	NL	EUR	86%	47%	5,244	50	17%
Vastned Retail	NL	EUR	99%	100%	847	47	8%
Median							17%
Durchschnitt							12%
Deutsche EuroShop	D	EUR	100%	79%	653	44	-5%

Quellen: Unternehmensangaben, Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research

Exkurs: G-REITs

G-REITs

In den letzten Wochen hat die Bundesregierung verlauten lassen, dass sie unverändert an den Planungen zur Einführung von REITs für Anfang 2006 festhält.

Aufgrund von Bedenken der Bund-Länder-Kommission zur steuerlichen Behandlung kamen im März verstärkt Zweifel auf, ob ein Starttermin Anfang 2006 zustande kommen wird. Ein Sprecher des Bundesfinanzministeriums sagte allerdings, dass es keine Änderung der Situation gebe. Eine Arbeitsgruppe beschäftigt sich weiter mit dem Thema, wobei eine Entscheidung allerdings noch nicht gefallen ist. Hintergrund der Diskussionen sind u. a. die Bedenken, dass es zu Steuerausfällen – insbesondere auf Länderebene – kommen könnte. Bei REITs werden Unternehmen von der Zahlung von Gewerbe- und Körperschaftsteuer befreit, sofern sie den Großteil der Gewinne ausschütten. Eine Versteuerung findet dann beim Aktionär statt. Dadurch könnte ein liquider Handel mit Immobilien stattfinden, der die Steuerausfälle mehr als kompensiert.

DES bereits mit „REIT-Status“

Aufgrund des Dividendenausschüttungs-Modells der Deutschen EuroShop handelt es sich bei der Gesellschaft bereits faktisch um einen REIT.

Die DES schüttet den Gewinn der AG nahezu komplett aus. Durch die bestehenden Verlustvorträge zahlt die Gesellschaft derzeit und in den kommenden Jahre keine cashwirksamen Steuern. Darüber hinaus sind Investoren sogar besser gestellt als bei REITs, da die Dividende für inländische Anteilseigner steuerfrei ist. Grundlage dafür ist, dass die Auszahlungen steuerlich als Eigenkapitalrückzahlung gilt („steuerliches Einlagekonto“).

Einführungszeitpunkt für DES unkritisch

Insgesamt rechnen wir mit einer Einführung von G-REITs in 2006. Zweifelsohne werden Immobilien-Aktien auf die bis dahin stattfindenden Diskussionen reagieren. Für die DES sehen wir, aufgrund der derzeitigen steuerlichen Behandlung, den Zeitfaktor allerdings als unkritisch an. Bis die Verlustvorträge in einigen Jahren aufgebraucht werden, hat sich die Anlageform in jedem Fall durchgesetzt.

Langfristige Ausrichtung trägt Früchte

Nach einem erfolgreichen Geschäftsjahr 2004 sind die Aussichten für eine weiterhin positive Geschäftsentwicklung gut. Wie in den Vorjahren entwickelten sich die Umsätze in den Shoppingcentern der Deutsche EuroShop (DES) besser als die anhaltende Konsumschwäche insbesondere in Deutschland vermuten lässt. Mit den neuen Centern in Hamburg (Eröffnung: 9/2004) und Wetzlar (2/2005) werden die Mieterlöse in 2005 weiter anziehen und u. E. zu einer guten operativen Entwicklung beitragen, die Spielraum für eine Dividendenerhöhung lässt.

Solide Miet- bzw. Umsatzentwicklung ...

Solide Mieteinnahmen

Die Umsätzerlöse aus Mieteinnahmen sind in 2004 um 6% auf EUR 61,4 Mio. gestiegen. Darin zeigt sich einmal mehr das solide Umsatz- und Ergebnispotenzial, welches sich aus der Investition in langfristig vermietete Shoppingcenter ergibt. Selbst ohne Berücksichtigung der erstmaligen Konsolidierung der Center in Pecs, Ungarn und Hamburg und der Entkonsolidierung des veräußerten Centers in Udine (Italien) ergibt sich eine Steigerung um 2,5%. Grundsätzlich profitiert die DES von indexbedingten Mietanpassungen, vereinbarten Staffelmieten und Umsatzmieten. Positiv werten wir, dass der Anteil der Umsatzmieten am Gesamtumsatz von 1,8% in 2003 auf 2,6% angestiegen ist.

Neben den Mietern profitiert auch die DES

Abkopplung der Umsatzentwicklung in den DES-Shoppingcentern vom negativen Einzelhandelstrend setzt sich fort. Der gestiegene Anteil von Umsatzmieten spiegelt wider, dass die Center der DES gut positioniert sind, einen regen Konsumentenzuspruch erfahren und letztlich die Umsätze der Einzelhändler von dem Gesamtkonzept des Shoppingcenters profitieren. Auf vergleichbarer Fläche erzielten die Mieter der inländischen Center einen Umsatzanstieg von 3,0%, während die gesamten Einzelhandelsumsätze in Deutschland um 1,6% rückläufig waren. Einschließlich der ausländischen Center ergibt sich ein Umsatzplus von 3,8%.

... wird sich fortsetzen

Der deutsche Einzelhandel – auch für 2005 gedämpfte Erwartungen

Wir unterstellen in unserem Prognosemodell nach wie vor keine signifikante Belebung im deutschen Einzelhandel in 2005 und 2006. Nach den seit 2001 rückläufigen Umsatzzahlen im deutschen Einzelhandel gehen wir für 2005 und 2006 allenfalls von einer Stabilisierung auf dem niedrigen Niveau aus.

Entwicklung der Shoppingcenter im Allgemeinen ...

Trend zu Shoppingcentern hält an. In Deutschland gab es per Ende 2004 in Deutschland 363 Shoppingcenter mit einer Mindestfläche von 10.000 m² und einer Gesamtfläche von 11 Mio. m² (EHI-Erhebung). In 2004 wurden elf neue Center mit einer Fläche von 290.000 m² eröffnet. Bis 2007/08 dürften nach derzeitigem Stand 61 Center mit einer Fläche von 1,8 Mio. m² hinzukommen. Diese

Zahlen sprechen eindeutig dafür, dass der Trend weder zu Ende, noch umkehrbar ist. Die Einzelhändler sind gezwungen, dem Trend nach einer großflächigeren Präsentation ihrer Waren zu folgen. Dabei profitieren eindeutig die Shoppingcenter in einer 1A-Lage und in Innenstadtbereichen.

... und der DES-Center
im Speziellen

Selbst mit dieser Zunahme der Centerflächen haben wir derzeit im wesentlichen aus drei Gründen keine Befürchtungen, dass der Wettbewerbsdruck für die Objekte der DES ansteigen wird bzw. die Mieteinnahmen dadurch rückläufig sein könnten.

1. Im europäischen Durchschnitt zeigt Deutschland u. E. nach wie vor keine Überversorgung mit Shoppingcenter-Flächen. In Europa liegt der Durchschnitt bei 142 m² pro 1.000 Einwohner, in Deutschland bei 136,6 m². Wesentliche Vorreiter sind Frankreich (213 m²) und die Niederlande (323 m²).
2. Die DES investiert ausschließlich in Innenstadtlagen oder an langjährig etablierten Standorten in mittelgroßen Städten, in denen kaum ein weiterer Center eröffnet wird.
3. Die 13 sich im Betrieb befindlichen Shoppingcenter der DES sind im Einzelhandel zu 100% vermietet, mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit der Mietverträge von über acht Jahren. Ferner lag der Wertberichtigungsbedarf aus Mietausfällen in 2003 und 2004 lediglich zwischen 1,4-1,6%.

Neueröffnungen
mit Umsatzbeitrag

Bedingt durch neu eröffnete Center erwarten wir für 2005 einen Umsatzanstieg um 15% und um 7% in 2006. Das Unternehmen plant mit einer Umsatzausweitung auf EUR 68-72 Mio. für 2005 (HVBe: 70,5 Mio.). Neben den unterstellten Mieterlössteigerungen durch Indexierung, Staffilverträge und Umsatzanteile, werden sich der ganzjährige Beitrag aus Hamburg und Pecs sowie der anteilige Beitrag aus Wetzlar insbesondere in 2005 positiv auswirken, die den Verkauf des Udine-Centers mehr als ausgleichen werden. In 2006 wirkt sich die volljährige Einrechnung von Wetzlar und der erstmalige Beitrag des im Bau befindlichen Centers in Klagenfurt, Österreich mietsteigernd aus. Der Bau der City-Arkaden in Klagenfurt verläuft planmäßig in Richtung der Eröffnung im Frühjahr 2006. Der Vorvermietungsstand liegt bereits jetzt bei 65%, was auf eine Vollvermietung bei Eröffnung schließen lässt.

UMSATZERLÖSE

EUR Mio.	2003	y-o-y	2004	y-o-y	2005e	y-o-y	2006e	y-o-y
Rhein-Neckar-Zentrum	14,778	18%	15,745	6,5%	16,217	3,0%	16,704	3,0%
City-Galerie Wolfsburg	7,731	0%	7,698	-0,4%	7,852	2,0%	8,048	2,5%
City-Arkaden Wuppertal	7,685	1%	7,381	-4,0%	7,529	2,0%	7,754	3,0%
Allee-Center Hamm	8,824	1%	8,894	0,8%	9,027	1,5%	9,208	2,0%
City-Point Kassel	2,889		2,851	-1,3%	2,908	2,0%	2,981	2,5%
Altmarkt-Galerie Dresden	5,725		6,042	5,5%	6,302	4,3%	6,554	4,0%
Phoenix-Center Hamburg	0		1,550		5,900	280,6%	6,095	3,3%
Forum Wetzlar	0		0		5,000		5,455	9,1%
Umsatzerlöse Inland	47,632	30%	50,161	5,3%	60,735	21,1%	62,798	3,4%
Centro Commerciale Friuli	4,443	3%	2,467	-44,5%	0		0	
Centro Commerciale Tuscia	2,553	4%	2,693	5,5%	2,828	5,0%	2,941	4,0%
Shopping Etrembieres	3,251	2%	3,473	6,8%	3,664	5,5%	3,811	4,0%
Arkad Pecs	0		2,629		3,234	23,0%	3,395	5,0%
City-Arkaden Klagenfurt							2,400	
Umsatzerlöse Ausland	10,247	3%	11,262	9,9%	9,725	-13,6%	12,547	29,0%
Umsatzerlöse Gesamt	57,879	24%	61,423	6,1%	70,461	14,7%	75,345	6,9%

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Global Markets Research

Deutlich höherer Ergebnisausweis nach IFRS-Umstellung

Umstellung auf IFRS

Mit der Umstellung des Jahresabschlusses von HGB auf IFRS hat das Unternehmen einen wesentlichen Schritt zu einer höheren Transparenz bzw. Vergleichbarkeit auf internationaler Ebene gemacht. Der größte Effekt ergibt sich aus dem unterschiedlichen Ansatz von planmäßigen Abschreibungen auf die Immobilien, die das HGB-Ergebnis um über EUR 20 Mio. belastet hatte. Nach IAS40 wird jetzt einmal jährlich die Werthaltigkeit festgestellt. Daraus resultiert ein positives oder aber negatives Bewertungsergebnis. Gegenläufig dazu wird das Zinsergebnis negativer ausfallen, da der Konsolidierungskreis sich erweitert hat und die Verrechnung der geleisteten Zinsvorauszahlungen (Disagio) periodengerecht anfällt. Zum Vergleich: aus einem HGB-Konzernfehlbetrag von EUR 0,5 Mio. wurde ein IFRS-Überschuss von EUR 19,0 Mio.

2004

Deutlich überproportionaler Ergebnisanstieg in 2004. Das EBITDA bzw. EBIT stieg um 25% auf EUR 50,7 Mio., was über unserer Schätzung von EUR 49,2 Mio. lag. Darin enthalten ist ein Veräußerungsgewinn von EUR 4,8 Mio. aus dem Verkauf des Centers in Udine. Dieser ist zwar einmalig, jedoch eindeutig operativ. Daneben wurden Erträge aus unrealisierten Wechselkursgewinnen der ungarischen Tochtergesellschaft verbucht. Bereinigt um die Wechselkurs bedingten Effekt ist das EBIT um 14% gegenüber 2003 angestiegen.

2005 und 2006

EBIT-Anstieg auch für die kommenden Jahre erwartet. Zwar wird das EBIT aufgrund des fehlenden Udine-Effekts in 2005 leicht unterproportional wachsen, jedoch erwarten wir deutlich positive Ergebnisbeiträge aus den neu eröffneten Centern. Unsere Prognose von EUR 54,9 Mio. für 2005 liegt innerhalb der vom Unternehmen gegebenen Guidance von EUR 53-56 Mio. und bedeutet einen Zuwachs um 8,4%. Bereinigt um das Währungsergebnis entspricht das einer Steigerung um 13,3% und exklusive des einmaligen Udine-Effekts einer Steigerung um 26%. Für 2006 unterstellen wir eine nochmalige Steigerung um 9% auf EUR 59,8 Mio., was einer EBIT-Marge von 79,4% entspricht.

HVBe: Dividendenanstieg ab 2005

Dividende für 2004: EUR 1,92 – Anstieg in 2005 wahrscheinlich. Während die DES für 2004 die Dividende auf dem Niveau der Vorjahre halten wird, erwarten wir für die kommenden Jahre einen Anstieg. Wir erwarten für 2005 einen Anstieg um 4% auf EUR 2,00 und für 2006 einen weiteren Zuwachs auf EUR 2,10. Basis dafür bildet der regelmäßig zu erwartende Cashflow aus den Mieterlösen, die durch die neu eröffneten Center gestärkt werden.

Buy & Hold-Strategie im Vordergrund

EUR 100-150 Mio.
Investitionsvolumen

Nach EUR 154 Mio. in 2004 plant die DES im laufenden Jahr etwa EUR 100-150 Mio. zu investieren. Damit wurde das bisherige Unternehmensziel, der Erwerb von 2-3 Shoppingcenter-Objekten pro Jahr, modifiziert. Den Hintergrund dafür dürften u. E. verschiedene Punkte bilden. Zum einen halten wir es für möglich, dass innerhalb der bestehenden Center Erweiterungsmöglichkeiten bestehen oder Beteiligungsquoten erhöht werden könnten. Zum anderen könnte das ein Hinweis darauf sein, dass im Laufe des Jahres ein größeres Objekt übernommen wird. Nach unserem Verständnis ist die Planbarkeit in Bezug auf die Anzahl der tatsächlichen Objekt-Transaktionen kaum gegeben.

Buy & Hold-Strategie

Grundsätzlich wird die DES an der etablierten Buy & Hold-Strategie festhalten. Die beiden Haupt-Anlageziele der Gesellschaft bleiben unverändert: **1)** Die Erzielung eines hohen Liquiditätsüberschusses aus der langfristigen Vermietung, der durch Dividenden ausgeschüttet wird und **2)** die Erzielung einer nachhaltigen Wertsteigerung des Portfolios. Nach der Aufstockung des Portfolios auf 14 Shoppingcenter hat die DES mittlerweile die Basis zur Erreichung der Ziele gelegt und bereits Beweise geliefert. Wir gehen davon aus, dass die DES auch in Zukunft nur in seltenen Fällen die Buy & Hold-Strategie durch Verkäufe von ganzen Objekten ändern wird.

Investitionen ab 2006
mit Eigenkapital-
Stärkung möglich

Nach Abzug der geplanten Dividendenausschüttung verbleibt dem Unternehmen aus dem Verkauf des Udine-Centers eine Liquiditätsposition von knapp über EUR 30 Mio. Wir gehen davon aus, dass entsprechende Objekt-Transaktionen mit dieser Restliquidität und Fremdfinanzierungen möglich sind, ohne dass bereits eine Kapitalerhöhung in 2005 durchgeführt werden müsste. Grundsätzlich kann die DES aufgrund der jährlichen Dividende von mindestens EUR 30 Mio. organisch nur bedingt wachsen. Nach unserem Verständnis wird dieses „Dividendenausschüttungs-Modell“ auch in Zukunft nicht in Frage gestellt. Zum einen bedeutet das einen wesentlichen Eckpfeiler der Strategie und zum anderen ist mit einer solchen Summe kaum ein Objekt vollständig zu finanzieren. Nach unseren Schätzungen wird erst nach der vollständigen Investition der angekündigten Mittel in 2005 und dem Anstehen neuer Objekte ab 2006 das Thema in den Fokus rücken. Das Unternehmen sieht als wesentliche Voraussetzung dafür, dass die Investitionen dann mindestens eine Rendite in Höhe des bestehenden Portfolios erbringen müssen, was einer Verwässerung entgegen wirken würde.

50% EK-Quote – jetzt
und in Zukunft

Auch zukünftig solide Finanzierung zu erwarten. Für einen Investor in Immobilien ist die DES u. E. solide finanziert. Dem Anlagevermögen von EUR 1,2 Mrd. und den liquiden Mitteln von EUR 150 Mio. steht ein Eigenkapital von EUR 684 Mio. gegenüber. Die Eigenkapitalquote liegt bei 50% und dürfte auch in Zukunft in einer ähnlichen Größenordnung liegen. Ferner sind 71% der Bankverbindlichkeiten mindestens bis 2013 zu einem Effektivzinssatz von 5,54% festgelegt. Auch diese Planungssicherheit entspricht der langfristig ausgelegten Strategie des Unternehmens, die sich ebenso in der Laufzeitenstruktur der Mietverträge wider spiegelt.

Das Risiko einer Zinserhöhung sehen wir aufgrund der Laufzeitenstruktur der Verbindlichkeiten und des gewählten Leverages als moderat an. Darüber hinaus profitiert die DES von Zinssteigerungen, da diese der Theorie nach auch in höheren Inflationsraten und damit Indexmieten bzw. Umsatzmieten resultieren sollten.

Laufzeitenstruktur der Bankverbindlichkeiten	über 5 Jahre	1 bis 5 Jahre	bis 1 Jahr
EUR Mio.	547,0	50,6	6,7
Anteil	91%	8%	1%
Durchschnittlicher Effektivzinssatz 5,66%			
Laufzeitenstruktur der Mietverträge	2010ff	2006-2009	2005
Anteil	86%	12%	2%
Durchschnittliche Restmietlaufzeit > 8 Jahre			

Quelle: Deutsche EuroShop, Stand: 31.12.2004

Bewertung der Objekte

„Sehr gutes“ Investitionsrating auch für die neuen Center

Dass die bisherige Strategie der ausschließlichen Fokussierung auf Shoppingcenter Sinn macht lässt sich auch in der Bewertung der Objekte ablesen. Mit der Umstellung der Rechnungslegung auf IFRS sind die, bislang zwar im berichteten NAV ablesbaren, jedoch über stille Reserven gebildeten Bewertungen der Objekte, direkt aus der Bilanz ablesbar. Die Marktwerte der als Finanzinvestitionen gehaltenen Center werden nach IAS40 von externen Gutachtern bewertet. Zum 31. Dezember 2004 sind elf der vierzehn Center bewertet worden. Die neuen Center in Hamburg und Wetzlar werden in 2005 bewertet, der im Bau befindliche Center in Klagenfurt in 2006. Das Investitionsrating der Objekte nach dem Gutachter Feri ist im Durchschnitt für das Gesamtportfolio unverändert „sehr gut“, wobei auch die neuen Center in Breslau und Pecs dieses Rating erhielten.

Leicht gestiegener NAV

In Summe stieg der Net Asset Value um 1%, was zu einem NAV pro Aktie von EUR 43,96 führt. Bei vier inländischen Objekten wurde eine Abwertung von EUR 6,3 Mio. durchgeführt, die aus einem höheren Diskontierungsfaktor von 6,53% (bisher: 6,30%) resultiert. Bei gleichbleibenden Ertragseinschätzungen spiegeln sich hier die höheren makroökonomischen Standortrisiken wider. Dem stehen höhere Bewertungen bei zwei inländischen und ausländischen Objekten, sowie die Erstbewertung von Pecs in Höhe von insgesamt EUR 15,7 Mio. gegenüber. In erster Linie handelt es sich dabei um bessere Ertragsaussichten der Objekte. Bei den Beteiligungen Main-Taunus und Breslau, die als Minderheitsbeteiligung nicht konsolidiert werden, ergab sich ein Ertrag aus der Bewertung von EUR 2,4 Mio.

Positives Bewertungsergebnis in 2004 ...

Wie erwartet positives Bewertungsergebnis in 2004. Als Summe der oben genannten Marktwertveränderungen und der Einbeziehung des Investitionsaufwands der Objekte von EUR 3,8 Mio. in 2004 ergab sich ein Bewertungsergebnis von EUR 8,0 Mio. nach EUR 5,5 Mio. in 2003. Auch in Zukunft wird das Bewertungsergebnis das Konzernergebnis schwankungsanfälliger werden lassen. Wir erwarten allerdings auch für die Zukunft positive Effekte aus den Ertragseinschätzungen der Objekte, da die Qualität der Objekte als hoch einzuschätzen ist. Ebenso werden die neuen Objekte u. E. jeweils mit einer Aufwertung bei einer erstmaligen Bewertung versehen sein, da die DES auch bislang regelmäßig eine gute Einkaufsqualität unter Beweis gestellt hat. Weniger prognostizierbar ist zweifelsohne der Bewertungseffekt aus den makroökonomischen Standortfaktoren.

... und für 2005 und 2006 erwartet

Ergebnis wird schwankungsanfälliger, verdeutlicht jedoch auch eine gute Einkaufspolitik. In 2004 entfielen beim EPS EUR 0,46 auf das positive Bewertungsergebnis, in 2003 EUR 0,29. Das „operative“ EPS lag bei EUR 1,32, nach EUR 0,93 in 2003. Wir fokussieren bei unseren Prognosen zwar auf das operative Ergebnis, die Bewertungen der Center sind allerdings ein wesentlicher Baustein der Unternehmensstrategie, so dass diese, wenn positiv, zu Recht eine positive Auswirkung haben werden. Für 2005 haben wir einen Beteiligungsertrag von EUR 13,5 Mio. unterstellt. Dieser resultiert vor allem aus einer positiven Erstbewertung Hamburg und Wetzlar, bei gleichzeitig geringerem Investitionsaufwand im Geschäftsjahr. Bezüglich dem Abschreibungsrisiko aus Makrofaktoren sehen wir die derzeit bereits relativ geringe Bewertung für den deutschen Markt als bereits weitgehend reflektiert an. Das Zinserhöhungsrisiko besteht zwar, jedoch sollte es lediglich zu moderaten Steigerungen kommen, die sich auf der anderen Seite dann in einem

leicht positiveren Konjunkturmilieu widerspiegeln müssten. Insgesamt führt das Bewertungsergebnis zu einem Gesamt-EPS von EUR 2,00. Das laufende Ergebnis je Aktie schätzen wir mit EUR 1,22 in 2005 und EUR 1,42 in 2006.

BERECHNUNG NET ASSET VALUE

		2003	2004	2005e	2006e
Anlagevermögen	EUR Mio.	1.095	1.203	1.267	1.297
Umlaufvermögen	EUR Mio.	145	167	139	131
Gesamtvermögen	EUR Mio.	1.240	1.370	1.405	1.428
Langfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	477	598	620	630
Kurzfristige Verbindlichkeiten	EUR Mio.	25	36	37	37
Nettovermögen	EUR Mio.	739	736	748	760
EK-Anteil Minderheitsgesellschafter	EUR Mio.	56	49	49	49
Nettovermögen Deutsche EuroShop = NAV	EUR Mio.	683	687	699	711
Anzahl der Aktien	Mio.	15,625	15,625	15,625	15,625
NAV pro Aktie	EUR	43,68	43,96	44,74	45,52
<i>y-o-y</i>	%		0,6%	1,8%	1,7%

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Global Markets Research

Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2003	2004	2005e	2006e
Umsatzerlöse	EUR Mio.	57,9	61,4	70,5	75,3
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,0	-1,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,4</i>	<i>1,3</i>
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,0	9,3	1,0	1,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,8</i>	<i>15,2</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-17,6	-19,3	-15,6	-15,6
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>30,5</i>	<i>31,4</i>	<i>22,1</i>	<i>20,8</i>
EBITDA	EUR Mio.	40,5	50,7	54,9	59,8
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>70,0</i>	<i>82,5</i>	<i>78,0</i>	<i>79,4</i>
EBIT	EUR Mio.	40,5	50,7	54,9	59,8
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>70,0</i>	<i>82,5</i>	<i>78,0</i>	<i>79,4</i>
Bewertungsergebnis	EUR Mio.	5,8	8,0	13,5	10,0
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	3,5	4,8	5,0	5,1
Zinsergebnis	EUR Mio.	-22,0	-25,3	-31,3	-32,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-38,0</i>	<i>-41,2</i>	<i>-44,4</i>	<i>-42,5</i>
Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit	EUR Mio.	27,9	38,2	42,1	42,9
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>48,2</i>	<i>62,2</i>	<i>59,7</i>	<i>56,9</i>
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0
Ergebnis vor EE-Steuern	EUR Mio.	27,9	38,2	42,1	42,9
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>48,2</i>	<i>62,2</i>	<i>59,7</i>	<i>56,9</i>
EE-Steuern	EUR Mio.	-7,4	-10,8	-11,2	-12,2
<i>EE-Steuerquote</i>	%	<i>27,8</i>	<i>29,0</i>	<i>27,3</i>	<i>29,2</i>
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-1,1	-1,0	-1,0	-1,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,8</i>	<i>1,6</i>	<i>1,4</i>	<i>1,3</i>
Jahresüberschuss	EUR Mio.	19,4	26,4	29,9	29,7
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>33,5</i>	<i>43,0</i>	<i>42,4</i>	<i>39,4</i>
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	19,4	26,4	29,9	29,7
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>33,5</i>	<i>43,0</i>	<i>42,4</i>	<i>39,4</i>
Anteile Dritter	EUR Mio.	-0,4	1,3	1,4	1,5
Ergebnis nach Anteilen Dritter	EUR Mio.	19,0	27,7	31,2	31,1
EPS reported	EUR	1,22	1,78	2,00	1,99
EPS adjusted (exkl. Bewertungsergebnis)	EUR	0,93	1,32	1,22	1,42

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/Ihres 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.