

# Deutsche EuroShop

EUR 44,51

(Reuters: DEQn.F; Bloomberg: DEQ GR; WPK: 748020)

**Outperform****Andre Remke, CFA, +49 (0) 89 378-18202**

andre.remke@hvb.de

## Nach einer Verschnaufpause wieder auf Outperform hochgestuft – Portfoliotransaktionen kurzfristig erwartet

Performance (07.10.05)	1W	1M	3M
Absolut (%)	-3,4	-3,4	-9,2
Relativ zum Euro STOXX 50 (%)	-1,8	-1,8	-10,0

### Anlageurteil

Neu: Outperform	Alt: Outperform
-----------------	-----------------

### Kursziel

Neu: EUR 50,00	Alt: EUR 50,00
----------------	----------------

Marktkap. (EUR Mio.)	695,5
----------------------	-------

Free Float (%)	78,8
----------------	------

Gezeichnetes Kap. (EUR Mio.)	20,0
------------------------------	------

Anzahl der Aktien (Mio.)	15,6
--------------------------	------

Aktionärsstruktur	Familie Otto 21,24 %
-------------------	----------------------

Hauptversammlung	22-Jun-06
------------------	-----------

9M/Q3	10-Nov-05
-------	-----------

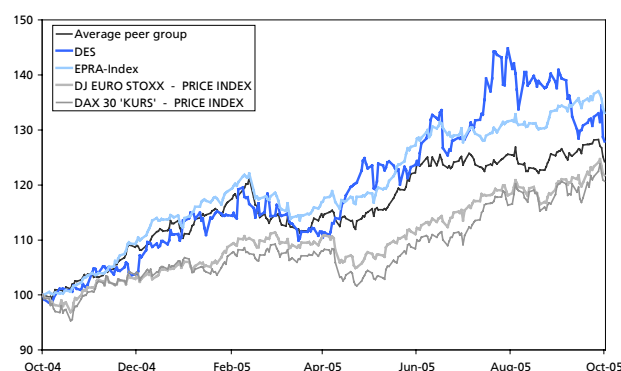
BPK, AK	Apr-06
---------	--------

	2004	2005e	2006e
Umsatz (EUR Mio.)	61,4	71,2	76,5
EBITDA (EUR Mio.)	50,7	56,0	60,6
EBITA (EUR Mio.)	50,7	56,0	60,6
EBIT (EUR Mio.)	50,7	56,0	60,6
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	26,4	33,0	31,0
EPS reported (EUR)	1,78	1,94	1,99
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	1,32	1,11	1,41
KGV (EPS reported)	19,8	22,9	22,4
EV/Umsatz	17,1	17,7	16,7
EV/EBITDA	20,7	22,5	21,1
EV/EBITA	20,8	22,5	21,1
Dividende (EUR)	1,92	2,00	2,10
Div. Rendite (%)	5,5	4,5	4,7

**Nach Kursrückgang Hochstufung auf Outperform.** Wir hatten die Aktie der Deutsche EuroShop am 11. August von Outperform auf Neutral zurückgestuft. Nach Erreichen des Allzeithochs von EUR 52,20 und einer Performance von 35% (40% inkl. Dividende) seit Jahresanfang hat die Aktie nach dem Kursrückgang der letzten beiden Monate auf aktuell EUR 44,50 mittlerweile wieder ein interessantes Bewertungsniveau erreicht. Daraus ergibt sich ein Potenzial von etwa 12% auf unser unverändertes Kursziel von EUR 50,00. Darüber hinaus schätzen wir eine Dividende von EUR 2,00 für 2005, was einer Dividendenrendite von 4,5% entspricht. Insgesamt rechtfertigt sich daraus eine Hochstufung von Neutral auf Outperform.

**Keine harte Fakten für den Kursrückgang.** Abgesehen von den erwarteten Gewinnmitnahmen bei der DES-Aktie und einer ebenso erwarteten Verschnaufpause bei den meisten deutschen Immobilienwerten sehen wir keine fundamentalen Gründe für den Kursrückgang. Allenfalls könnte die Nichtankündigung von Portfoliotransaktionen, die für September avisiert wurden, zur Kursschwäche beigetragen haben. Die Transaktionen rücken u. E. jedoch näher.

### PERFORMANCEVERGLEICH

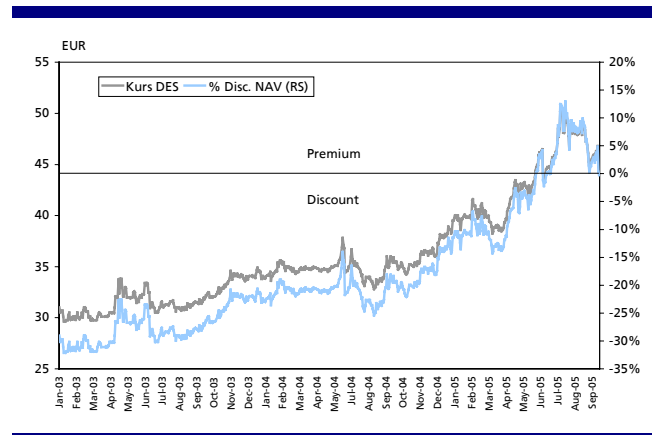
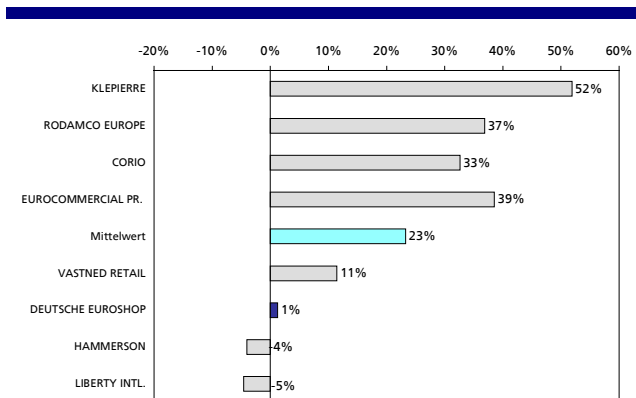


Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research

**Portfolio-Transaktionen rücken näher und erhöhen den Newsflow.** Zum Halbjahresbericht Anfang August wurde bekräftigt, dass bis zum Jahresende eine Erweiterung des Portfolios von derzeit 14 Shoppingcentern um EUR 100-150 Mio. stattfinden soll. Die bis Ende September in Aussicht gestellte erste Transaktion wird sich u. E. auf Oktober/November verschieben, was wir aufgrund der i.d.R. mehrmonatigen Verhandlungen/Prüfungen jedoch nicht negativ werten. Wir gehen davon aus, dass es sich eher um eine Verschiebung als um eine Absage handelt. Wir erwarten unverändert zwei bis drei verschiedene Transaktionen noch in 2005. Damit wäre eine einjährige Pause auf der Investitions- bzw. Akquisitionseite beendet. Unsere Erwartungen in Bezug auf mögliche Transaktionen hatten wir im letzten Unternehmens Update vom 11. August skizziert. Im wesentlichen hat die DES drei Optionen: Übernahme eines bestehenden Shoppingcenters, Neuentwicklung eines Centers oder Erhöhung der Beteiligungsquote an einem Center. Mindestens zwei Varianten sollten eintreten.

**Bewertung eröffnet wieder Kurspotenzial.** Dem Kursrückgang der DES-Aktie stand in den letzten acht Wochen eine Seitwärtsbewegung der europäischen Vergleichswerte gegenüber. Dadurch hat sich das Delta zwischen dem Premium zum NAV der Peergroup und dem der DES wieder von 15%-Punkten auf 22% ausgeweitet. Wir halten an unserer Annahme für einen u. E. gerechtfertigten Abschlag zum Mittelwert der Peergroup (23%) von 5%-Punkten fest. Daraus ergibt sich ein fairer Wert von EUR 51,98. Unser Kursziel von EUR 50 basiert auf dem Mittelwert der NAV-Bewertung und dem Dividenden-Discount-Modell (EUR 47,63).

#### PEERGROUP-VERGLEICH : NAV – PREMIUM/DISCOUNT



Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research

#### Die neben der Bewertung wesentlichen Gründe für das Outperform-Rating sind:

- Kurzfristig wird sich der **Newsflow** durch die erwarteten Transaktionen deutlich erhöhen.
- Wir erwarten, dass das **Neunmonats-Ergebnis** (Bericht am 10. November) wiederum eine solide Entwicklung aufweisen wird.
- Die bisherige **operative Entwicklung** lässt das Erreichen der oberen Bandbreite der bisherigen Jahresprognosen realistisch erscheinen.
- **Cashflow-orientiertes Portfolio** mit 14 Shoppingcentern
- Solide und kontinuierliche **Dividendenpolitik**
- Einer der wenigen **liquiden** Immobilienwerte in Deutschland

Diese Analyse wurde erstellt von Herrn Andre Remke, CFA und erstmals am 10.10.2005 veröffentlicht  
 Für die Erstellung verantwortlich: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Am Tucherpark 16, 80538 München  
 Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgialle 12, 60439 Frankfurt

Hinweis gem. § 4 Abs.4 Punkt 4 Fin AnV:

Unternehmen	Datum	Produkt	Anlageurteil	Kursziel
Deutsche EuroShop	11.08.05	UU	Neutral	50,00
Deutsche EuroShop	02.05.05	UU	Outperform	46,70
Deutsche EuroShop	31.01.05	CF	Outperform	44,70
Deutsche EuroShop	28.09.04	UA	Outperform	40,00

CF: Company Flash, BA: Branchen Analyse, EV: E-Valuation, GD: German Daily, LP: Local Product, MSC: Mid Caps/Small Caps, UA: Unternehmens Analyse, UU: Unternehmens Update, SF: Sector Flash, SP: Sector Preview, WP: Company Weekly Preview

**Sonstige wichtige Hinweise:**

- Key 1a: An der Gesellschaft hält die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG eine Beteiligung in Höhe von mindestens 5% des Grundkapitals.
- Key 1b: Die analysierte Gesellschaft hält an der Bayerischen Hypo und Vereinsbank AG bzw. an einem mit ihr verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 AktG eine Beteiligung in Höhe von mindestens 5% des Grundkapitals.
- Key 2: Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG gehörte einem Konsortium an, das in den letzten 12 Monaten vor Veröffentlichung dieser Analyse Finanzinstrumente der analysierten Gesellschaft platziert hat.
- Key 3: Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG bzw. ein mit ihr verbundenes Unternehmen im Sinne von § 15 AktG betreut die von der analysierten Gesellschaft emittierten Finanzinstrumente an der Börse oder am Markt durch Stellen von Kauf- und Verkaufsaufträgen.
- Key 4: Zwischen dem analysierten Unternehmen und der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bzw. einem mit ihr verbundenen Unternehmen in Sinne von § 15 AktG bestand in den letzten 12 Monaten eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking Geschäften für die die Bank eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielt.
- Key 5: Zwischen dem analysierten Unternehmen und der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bzw. einem mit ihr verbundenen Unternehmen im Sinne von § 15 AktG besteht eine Vereinbarung über die Erstellung von Analysen.

Gesellschaft	Key
-	-

**Bedeutende finanzielle Interessen:**

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG und mit ihr verbundene Unternehmen handeln regelmäßig Aktien der analysierten Gesellschaft. Darüber hinaus können sonstige bedeutende finanzielle Interessenskonflikte seitens der Bayerischen Hypo und Vereinsbank AG oder einem mit ihr verbundenen Unternehmen bestehen. Analysen können sich auf ein oder mehrere Unternehmen und auf von diesen emittierte Finanzinstrumente beziehen. Die Entlohnung des Verfassers hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit der Empfehlung oder den Sichtweisen die in dieser Studie geäußert werden, zusammen. Die analysierten Emittenten haben u. U. aktiv Informationen zu dieser Analyse geliefert. Zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten hat die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG die gesetzlich und aufsichtsrechtlich erforderlichen organisatorischen Einrichtungen geschaffen, deren Einhaltung durch ihre Compliance-Organisation überwacht wird.

**Bei den in der Analyse verwendeten Kursen handelt es sich um die Schlusskurse des Systems Xetra bzw. um die Schlusskurse des amtlichen Handels der Frankfurter Wertpapierbörse, bzw. um Schlusskurse der jeweiligen lokalen Börsen. Bei nicht börsengehandelten Werten handelt es sich um durchschnittliche Marktkurse auf Basis verschiedener wichtiger Maklerquellen (OTC-Markt).**

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. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.** Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten können – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht geeignet sein. Es werden insbesondere die mit der Anlage in den diskutierten Finanzinstrumenten verbundenen Risiken nicht vollständig erläutert. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich für eine individuelle Aufklärung und Beratung an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

**Hinweis Bewertungsgrundlagen Aktien:**

Im Rahmen der Bewertung von Unternehmen werden die folgenden Bewertungsmethoden verwendet: Multiplikatoren Modelle (Kurs/Gewinn, Kurs/Cashflow, Kurs/Buchwert, EV/Umsatz, EV/EBIT, EV/EBITA, EV/EBITDA), Peer Group Vergleiche, historische Bewertungsansätze, Diskontierungsmodelle (DCF, DVAM, DDM), Break up Value Ansätze oder Substanz Bewertungsansätze verwendet. Zudem wird für Empfehlungen auch der Economic-Profit-Ansatz verwendet. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die Anlageurteile beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 6 bis 9 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

**Hinweis Bewertungsgrundlagen verzinsliche Wertpapiere:**

Bei Handlungsempfehlungen für festverzinsliche Wertpapiere wird überwiegend auf den sog. Credit Spread (Renditedifferenz des festverzinslichen Wertpapiers zur entsprechenden Bundesanleihe bzw. des Swapsatzes) und die Ratingmeinung- und methodologien der anerkannten Agenturen (S&P, Moody's, Fitch) fokussiert. Je nach Investorentyp kann der Zeitraum des Anlageurteiles kurzfristig sein oder sich auch auf einen Zeitraum von bis zu 6-9 Monaten beziehen. 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.

Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research