

Deutsche EuroShop

EUR 40,10

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

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

andre.remke@hvb.de

Positiver Newsflow erwartet – Kursziel von EUR 40,00 auf EUR 44,70 erhöht

Performance (28.01.05)	1W	1M	3M
Absolut (%)	3,9	3,9	4,8
Relativ zum Euro STOXX 50 (%)	3,4	3,4	4,8

Anlageurteil

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

Kursziel

Neu: EUR 44,70	Alt: EUR 40,00
----------------	----------------

Marktkap. (EUR Mio.)	626,6
Free Float (%)	78,8
Gezeichnetes Kap. (EUR Mio.)	20,0
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,6
Aktionärsstruktur	Familie Otto 21,24 %

Hauptversammlung	23-Jun-05
BPK, AK	18-Apr-05
Q1	10-Mai-05

	2004e	2005e	2006e
Umsatz (EUR Mio.)	48,0	55,1	57,3
EBITDA (EUR Mio.)	38,8	40,9	42,4
EBITA (EUR Mio.)	17,3	18,5	19,6
EBIT (EUR Mio.)	17,3	18,5	19,6
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	0,9	5,1	6,2
EPS reported (EUR)	0,29	0,34	0,40
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,29	0,34	0,40
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	122,2	119,3	100,2
EV/Umsatz	13,93	13,92	13,22
EV/EBITDA	17,3	18,8	17,9
EV/EBITA	38,8	41,5	38,6
Dividende (EUR)	1,92	2,00	2,05
Div. Rendite (%)	5,5	5,0	5,1

Nachdem die Aktie der Deutsche EuroShop unser Kursziel von EUR 40,00 erreicht hat, behalten wir unser Outperform-Rating mit einem erhöhten Kursziel von EUR 44,70 aufrecht. Zusätzlich ist die als gesichert anzusehende Dividendenzahlung von EUR 1,92 im Juni zu berücksichtigen.

Wir erwarten ein sich verstärkenden Newsflow über die kommenden Monate. Am 18. April wird erstmals ein Abschluss nach IAS/IFRS vorgestellt. Die deutlichsten Auswirkungen werden sich in höheren Umsatzzahlen – durch die Hinzurechnung der Mieterlöse der bisherigen Beteiligungsobjekte – und einem höheren Ergebnisausweis zeigen, da die Abschreibungen auf Konzernebene nicht mehr planmäßig vorgenommen werden. Der für die Dividendenzahlung entscheidende Free-Cashflow ist davon unberührt.

Ferner erwarten wir in den kommenden Monaten wieder verstärkte Aktivitäten in Bezug auf die Portfolio-optimierung. Bereits im November hat der Vorstand einen leichten Strategiewechsel signalisiert. Ein für Q4 geplantes neues Objekt wurde nicht erworben, so dass sich der Fokus auf 2005 verschoben hat. Die derzeit zur Verfügung stehende Restliquidität von etwa EUR 30 Mio. muss u. E. nicht zwangsläufig für ein komplett neues Objekt herangezogen werden, sondern könnte auch für weitere kleinere Optimierungen im bestehenden Portfolio verwandt werden. Diesbezüglich könnte die Beteiligungsquote bei einem oder mehreren Objekten angehoben werden. Der Vorteil hier ist, dass die DES das Objekt bereits kennt und somit ein geringeres Investitionsrisiko besteht.

Ausländische Objekte interessant, aber begehrt – Fokus auf dem Heimatmarkt Deutschland wird bleiben. Die u. E. begrenzte Anzahl von attraktiven Investitionsmöglichkeiten in den Zielmärkten Polen, Ungarn und Tschechien trifft derzeit auf reges Interesse der Investoren und Fonds, die unter Renditegesichtspunkten Umschichtung von Deutschland in Auslandsmärkte vornehmen müssen. Diesen Zwang sehen wir bei der DES nur bedingt. Die mittlerweile erworbene Kompetenz auf dem deutschen Markt für Shoppingcenter und die Konzentration auf Oberzentren und Innenstadtlagen in mittelgroßen Städten sollte für interessante In-

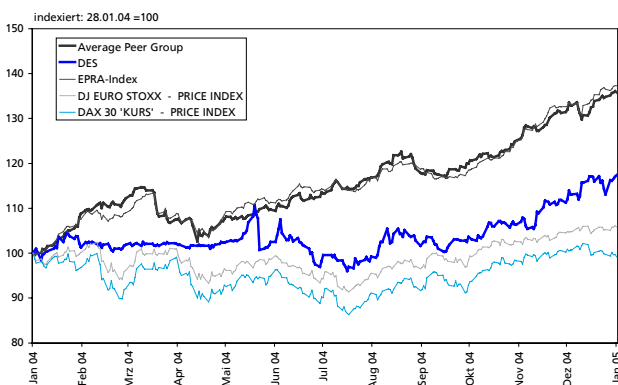
vestitionsmöglichkeiten im Heimatmarkt sorgen. Zumal die Abgabe von deutschen Objekten seitens der Immobilienfonds nach wie anhalten sollte. Der Effekt daraus ist, dass sich die DES im Inland unter mehreren möglichen Objekten um das attraktivste bewerben kann, ohne Abstriche bei den Qualitätsanforderungen bzw. Renditeerwartungen machen zu müssen. Im Gegensatz dazu haben wir den Eindruck, dass in Osteuropa mittlerweile Preise gezahlt werden, die dem Westniveau nahe kommen, worunter die langfristige Rendite leiden wird.

Am 16. Februar wird das Forum Wetzlar in Mittelhessen eröffnet. Es sind 100% der Einzelhandelsflächen vermietet. Wir erwarten den ersten Umsatzbeitrag bereits für das erste Quartal. Wie bei allen Objekten kam es auch in Wetzlar zu keinerlei Verschiebungen des Zeitplans, was zusammen mit der nahezu vollständigen Vermietung von einem hervorragenden Zusammenwirken zwischen der ECE als Projekt- und Centermanager und der DES als Investor spricht.

Gute Entwicklung bei Einzelhandelsimmobilien und speziell bei Shoppingcentern wird anhalten. Bei den Märkten für Einzelhandelsflächen hat sich die divergierende Entwicklung zwischen innerstädtischen 1a-Lagen und Stadtteil-/Nebenlagen fortgesetzt. Dies spricht u. E. für eine gute Wertentwicklung der Objekte der DES, die sich ausschließlich in Innenstadt- bzw. langjährig etablierten Lagen befinden.

Der Kursanstieg in den letzten zwei Monaten seit dem Neunmonatsbericht Mitte November (s. Company Flash vom 16.11.04) ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Zum einen folgte die DES-Aktie der guten Kursentwicklung der europäischen Wettbewerber im Markt für Einzelhandelsimmobilien (s. Chart). Zum anderen sollte sich das Interesse vor allem der institutionellen Investoren aufgrund mehrerer Faktoren – gestiegenes Interesse an deutschen Immobilienwerten, REIT-Diskussion, verstärkte Kapitalmarktorientierung, MDAX-Aufnahme, Bestätigung der hohen Dividende, erhöhte Coveragedichte – verstärkt haben.

12-MONATS-KURSENTWICKLUNG IM VERGLEICH



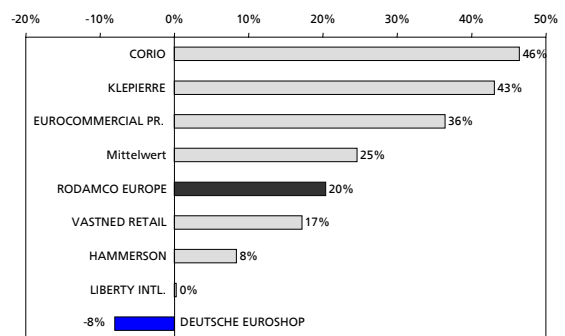
Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research

Kursziel von EUR 40,00 auf EUR 44,70 angehoben.

Die Erhöhung des Kursziels auf EUR 44,70 basiert neben dem erwarteten positiven Newsflow in den kommenden Monaten auf zwei Faktoren. In unserem Dividend-Discount-Modell erwarten wir ab 2005 steigende Dividenden, die auf den Ergebnisbeitrag mehrerer neuer Objekte zurückzuführen sind. Zwischen 2004 und 2008 unterstellen wir ein CAGR von 2,75% der Dividende, anschließend von 1,25%. Insgesamt ergibt sich daraus ein fairer Wert von EUR 43,74.

Bezüglich der Net Asset Value-Betrachtung hat sich das Delta zu den europäischen Wettbewerbern sogar erhöht. Bei Aufnahme der Coverage im September wurde die DES-Aktie mit einem Discount von 19% zum NAV gehandelt, die Wettbewerber im Durchschnitt mit einem Premium von 11%. Mittlerweile errechnet sich für die DES ein Abschlag von 8%, für die Wettbewerber ein Aufschlag von 25%. Dieser dürfte die Erwartung von weiter steigenden NAV's reflektieren, was wir auch für die DES unterstellen. Hintergrund hier ist die erstmalige Bewertung der Shoppingcenter in Pecs, Ungarn und Breslau, Polen, die sich u. E. gut entwickeln. Zum Jahresende 2005 sollten die Center in Hamburg und Wetzlar geratet werden, die ebenfalls voll vermietet sind.

ABWEICHUNG AKTUELLER KURS ZUM NAV



Quellen: Thomson Financial Datastream, Unternehmensberichte

Als Mittelwert aus DDM und NAV kommen wir zu einem Kursziel von EUR 44,70. Unter Zugrundelegung der veröffentlichten NAV haben wir bislang für die DES einen Abschlag von 10% auf EUR 43,56 angenommen. Zwar ist dieser mittlerweile unterschritten worden, jedoch rechtfertigt sich u. E. aufgrund der guten Kursentwicklung der Wettbewerber und der erhöhten Nachfrage nach Immobilien(-Aktien) ein leichter Aufschlag von 5%. Damit nehmen wir unverändert ein Delta von 20% zu der Vergleichsgruppe an. Hintergründe dafür sind die niedrigeren Renditen und die schwächere Einzelhandelsentwicklung im Inland. Diesbezüglich erwarten wir jedoch im Jahresverlauf eine leichte Aufhellung, so dass langfristig ein geringerer Discount bzw. weiteres Kurspotential besteht. Bis dahin errechnet sich ein fairer Wert von EUR 45,74 nach der NAV-Bewertung.

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.

Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research