

11. August 2005

## HVB Equity Research

Unternehmens Update

Mid Caps/Small Caps

Neutral

**Kurs am 10.08.05** EUR 48,80  
Hoch/Tief (12M) 50,40/32,80  
**Kursziel** EUR 50,00

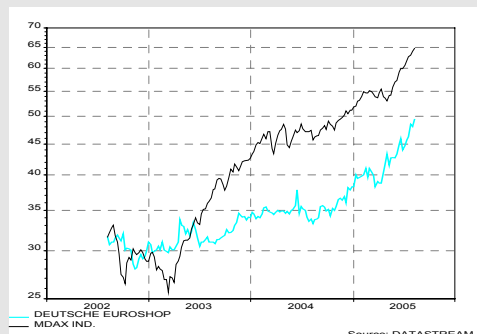
## AKTIENDATEN

Reuters	DEQGn.F
Bloomberg	DEQ GR
WPK	748020
Börsenumsatz (St. Tsd.)	40,1
Free Float (%)	78,8

## UNTERNEHMENS DATEN

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	762,5
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,6
Gezeichnetes Kapital (EUR Mio.)	20,0
Genehmigtes Kapital (EUR Mio.)	10,0
Aktionärsstruktur	Familie Otto 21,24 %
Hauptversammlung	22-Jun-06
9M/Q3	10-Nov-05
BPK, AK	Apr-06

## KURS CHART



## RELATIVE PERFORMANCE (% VER.)

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

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

## Deutsche EuroShop

## NACHFRAGE NACH SHOPPINGCENTERN HÄLT AN

- **Die neuen Shoppingcenter sorgen für Schwung.** Diese führten im ersten Halbjahr wie erwartet für einen kräftigen Schub bei Umsatz und Ergebnis.
- **Im zweiten Halbjahr erfolgen die avisierten Portfolio-Transaktionen.** Bereits in Kürze steht der Erwerb eines neuen Centers an. Die finanziellen Auswirkungen sind derzeit jedoch kaum planbar.
- **Aufgrund der guten operativen Entwicklung und des noch immer relativ hohen Abstands zur NAV-Bewertung der Wettbewerber erhöhen wir unser Kursziel von EUR 46,70 auf EUR 50,00.**
- **Infolge der guten Kursentwicklung und der bereits erreichten Bewertung nehmen wir unser Rating jedoch von Outperform auf Neutral zurück.**

	2003	2004	2005e	2006e
Umsatz (EUR Mio.)	57,9	61,4	71,2	76,5
% Veränd.	n/a	6,1	15,9	7,5
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	19,4	26,4	33,0	31,0
% Veränd.	n/a	36,4	24,7	-5,9
EPS reported (EUR)	1,22	1,78	1,94	1,99
% Veränd.	n/a	45,8	9,4	2,2
EPS adjusted (EUR)	0,93	1,32	1,11	1,41
% Veränd.	n/a	41,5	-15,9	27,3
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,93	1,32	1,11	1,41
% Veränd.	n/a	41,5	-15,9	27,3
CFPS (EUR)	1,22	1,78	1,94	1,99
% Veränd.	1,6	45,8	9,4	2,2
Dividende (EUR)	1,92	1,92	2,00	2,10
EBITA-Marge (%)	70,0	82,5	78,7	79,2
CAGR (Umsatz; 03-06e)				9,8%
CAGR (EBITA; 03-06e)				14,4%
EV/Umsatz	16,1	17,1	18,6	17,6
EV/EBITDA	23,0	20,7	23,7	22,2
EV/EBITA	23,0	20,8	23,7	22,2
EV/EBIT	23,0	20,8	24,1	22,5
KGW (EPS adj. vor Goodwill)	26,0	19,8	25,1	24,6
PEG-Ratio				1,7
KCF	26,0	19,8	25,1	24,6
Div. Rendite (%)	6,1	5,5	4,1	4,3

## **Inhalt**

- 3 Bewertung
  - 3 Performance
  - 4 NAV-Bewertung
  - 5 Peergroup-Bewertung
  - 6 Dividenden-Discount-Modell
- 7 Neue Center sorgen wie erwartet für Schwung
- 10 Portfolio-Erweiterung im zweiten Halbjahr
- 12 Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

## Bewertung

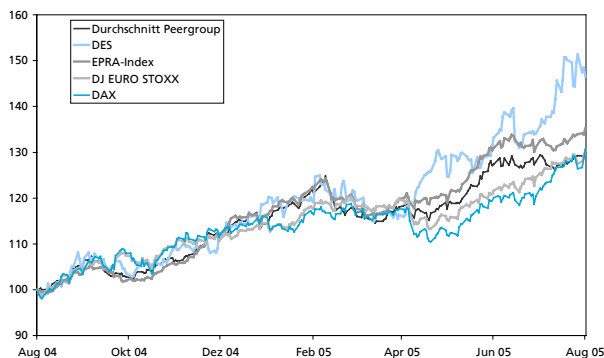
Aufgrund der starken Kursentwicklung in den letzten zwölf Monaten bzw. vor allem in den letzten Wochen ist unser bisheriges Kursziel von EUR 46,70 überschritten worden. Für diese Entwicklung gibt es gute Gründe. Vor allem die gute Entwicklung bei Shoppingcentern und das hervorragend positionierte Bestandsportfolio der DES zählen sich aus. Aufgrund der auch weiterhin positiven, langfristigen Zukunftsaussichten des Unternehmens erhöhen wir unser Kursziel auf EUR 50,00. Nichtsdestotrotz ergibt sich daraus nur noch ein geringes Kurspotenzial. Bei einem aktuellen Kurs liegt dieses, selbst unter Einrechnung der Dividende von EUR 2,00 (HVBe) für 2005 bei etwa 7%. Damit erwarten wir für die kommenden Monate eine marktkonforme Entwicklung der Aktie. Wenngleich das Unternehmen langfristig den eingeschlagenen soliden Weg fortsetzen wird und die Nachfrage nach bzw. in Shoppingcentern zulegen wird, stufen wir die Aktie von Outperform auf Neutral zurück.

## Performance

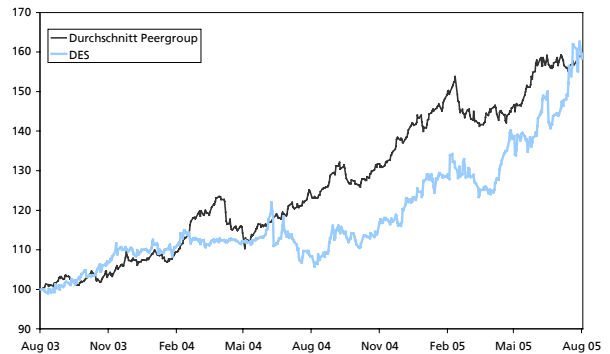
Kursentwicklung hat gute Gründe

Seit Aufnahme der Coverage im September 2005 hat die Aktie der DES einen 40%igen bzw. inklusive der Dividendenzahlung einen 45%igen Anstieg verzeichnet. Die Gründe für diesen Anstieg sind mannigfaltig. Neben der zunehmenden Kapitalmarktorientierung, der hilfreichen Umstellung auf IFRS, der allgemeinen Nachfrage nach Immobilienwerten, der Entdeckung des deutschen Immobilien-AG-Marktes und der REIT-Phantasie, ist es vor allem die gute operative Entwicklung der Deutsche EuroShop. Deren Konzentration auf die „Königsklasse“ der Immobilien, verbunden mit einer guten strategischen Positionierung (Innenstadtlagen in mittelgroßen Städten), wurde zunehmend erkannt und honoriert.

Vergleich 12-Monate



Vergleich 24-Monate



Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research

## NAV-Bewertung

Vom Discount  
zum Premium

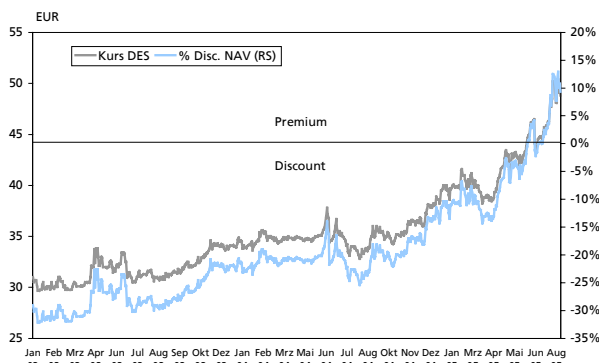
**Discount zum Net Asset Value wurde mittlerweile in ein Premium von 11% gedreht.** Bei Aufnahme der Coverage im September 2004 lag das Premium der europäischen Immobilien-Gesellschaften mit Schwerpunkt im Einzelhandels-Markt bei 11%, während die DES-Aktie mit einem knapp 20%igen Discount gehandelt wurde. Wie erwartet hat sich das Delta zwischenzeitlich verringert und liegt derzeit bei 15%. Wir halten an unserer Annahme für einen u. E. gerechtfertigten Abschlag zur Peergroup von 5%-Punkten fest. Daraus ergibt sich weiteres Kurspotenzial auf EUR 53,20. Damit würde die Aktie mit einem 21%igen Premium zum NAV 2004 bzw. mit einem 19%igen Premium zum NAV des laufenden Jahres (HVBe) bewertet.

Leichte Erhöhung des  
NAV 2005-2007

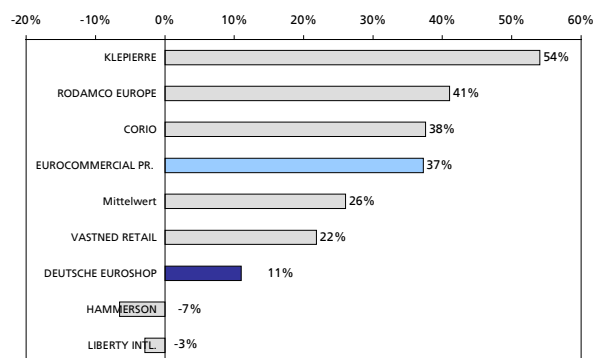
**Wir unterstellen einen jeweils etwa 2%igen Anstieg des NAV zwischen 2005 und 2007.** Die Frage ist, in welcher Höhe der NAV zum Jahresende 2005 ausfallen wird. Wir haben einen knapp 2%igen Anstieg auf EUR 45,34 unterstellt. Das entspricht einer Erhöhung um EUR 14,5 Mio. in 2005, nach einem Bewertungsergebnis von EUR 8 Mio. in 2004. Positiv wird sich v. a. die erstmalige Bewertung der Center in Hamburg und Wetzlar auswirken, die sich nach Aussagen des Vorstandes sehr gut entwickeln. Grundsätzlich sehen wir nur ein begrenztes Risiko für eine notwendige Abwertung der Center zum Jahresende, da der Diskontierungssatz für die externe Bewertung der Center mit 6,5% relativ hoch angesetzt ist. Insbesondere gegenüber den NAV-Ansätzen der europäischen Wettbewerber besteht hierin u. E. noch ein weiteres Aufwertungspotenzial. Ob und wann Diskontierungssätze geändert werden bleibt jedoch offen.

### ENTWICKLUNG NAV/KURS

Abweichung zum Spot-NAV im Zeitablauf



Abweichung zum Spot-NAV der Peergroup



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

## PEERGROUP-VERGLEICH

	Land	Währung	Anteil Einzelhandelsimmobilien	Free Float	Marktkap. (Mio.)	NAV 2004 pro Aktie	Discount (-) / Premium
CORIO	NL	EUR	75%	61%	3.291	36	38%
EUROCOMMERCIAL PR.	NL	EUR	88%	100%	1.084	23	37%
HAMMERSON	GB	GBP	68%	89%	2.481	936	-7%
KLEPIERRE	F	EUR	81%	100%	3.769	53	54%
LIBERTY INTL.	GB	GBP	88%	82%	3.178	1.018	-3%
RODAMCO EUROPE	NL	EUR	86%	57%	6.337	50	41%
VASTNED RETAIL	NL	EUR	99%	100%	967	47	22%
<b>Mittelwert</b>							<b>26%</b>
DEUTSCHE EUROSHOP	D	EUR	100%	79%	763	44	11%

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

## Peergroup-Bewertung

Auf Multiplikatorenbasis mittlerweile teuer

**Die Betrachtung der Bewertungen der Peergroup-Unternehmen veranschaulicht, dass die Bewertung der DES-Aktie mittlerweile nicht mehr günstig ist.** In Bezug auf die Multiplikatoren EV/EBITDA und KGV wird die Aktie höher bewertet als die Peergroup-Unternehmen. Dabei ist zu beruckichtigen, dass die Center in Wetzlar in 2005 und Klagenfurt in 2006 noch relativ geringe Ergebnisbeiträge liefern. Diesbezüglich erwarten wir für 2007 einen deutlicheren Ergebnisanstieg. Insgesamt begründet sich durch diese Ertragswertbetrachtung auch der gerechtfertigte Discount in der NAV-, d. h. Substanzwertbetrachtung.

## BEWERTUNGSVERGLEICH

	Kurs 10.08.05	Währung	EV/EBITDA		KGV		Dividendenrendite	
			2005e	2006e	2005e	2006e	2004	2005e
CORIO	48,94	EUR	14,4	13,6	15,8	15,2	4,9%	5,0%
EUROCOMMERCIAL PR.	31,00	EUR	20,9	20,2	18,8	17,6	4,8%	n/a
HAMMERSON	875,00	GBP	17,2	15,8	27,8	26,2	1,6%	2,2%
KLEPIERRE	81,65	EUR	16,0	14,1	31,0	26,9	2,8%	3,1%
LIBERTY INTL.	988,00	GBP	11,6	10,8	32,7	29,6	1,6%	2,8%
RODAMCO EUROPE	70,70	EUR	18,0	17,1	15,9	14,8	2,7%	4,4%
VASTNED RETAIL	57,20	EUR	14,6	13,9	14,7	14,4	6,5%	6,7%
<b>Median</b>			<b>16,0</b>	<b>14,1</b>	<b>18,8</b>	<b>17,6</b>	<b>2,8%</b>	<b>3,7%</b>
<b>Mittelwert</b>			<b>16,1</b>	<b>15,1</b>	<b>22,4</b>	<b>20,7</b>	<b>3,6%</b>	<b>4,0%</b>
DEUTSCHE EUROSHOP	48,80	EUR	21,7	20,1	25,1	24,6	3,9%	4,1%
<b>Fairer Wert auf Basis Mittelwert</b>		<b>EUR</b>	<b>36,17</b>	<b>36,67</b>	<b>43,48</b>	<b>41,03</b>		

Quellen: Thomson Financial Datastream, I/B/E/S, HVB Global Markets Research

## Dividenden-Discount-Modell

Fairer Wert aus  
DDM: EUR 46,56

Das neben der NAV-Bewertung zweite Standbein unserer Bewertung bildet das Dividenden-Discount-Modell. Wir haben auf Basis der bestätigten Prognosen für das Gesamtjahr lediglich marginalen Anpassungsbedarf und sehen unsere Annahme von steigenden Dividenden in den kommenden Jahren bestätigt. Unsere Detailannahmen haben wir im folgenden Modell dargestellt.

Kursziel: EUR 50,00

Unser erhöhtes Kursziel von EUR 50,00 (bisher: EUR 46,70) ergibt sich als Mittelwert auf dem NAV-Modell mit EUR 53,20 (bisher: EUR 47,06) und dem DDM mit EUR 46,56 (bisher: EUR 46,32). Dabei orientiert sich das erste Modell zwangsläufig auch an das Marktsentiment für Immobilienwerte, während das DDM eher die Untergrenze der Bewertungsspanne darstellt.

### DIVIDENDEN-DISCOUNT-MODELL

		2001	2002	2003	2004	2005e	2006e	2007e	2008e
Dividende	EUR	1,92	1,92	1,92	1,92	2,00	2,10	2,15	2,20
y-o-y	%		0	0	0	4,2	5,0	2,4	2,5
Beta						0,4			
Risikoloser Zinssatz	%					3,4			
Risikoprämie	%					5,0			
Diskontierungsfaktor	%					6,2			
CAGR Dividende 2004-2008e	%					3,5			
Langfristige Wachstumsrate Dividende ab 2009e	%					1,7%			
Barwerte Dividende	EUR					1,88	1,86	1,80	1,73
Barwert Terminal Value	EUR					39,28			
Wert des Eigenkapitals	EUR					46,56			

### SENSITIVITÄTSANALYSE

Diskontierungssatz	CAGR Dividende ab 2009				
	0,70%	1,20%	1,70%	2,20%	2,70%
5,2%	48,25	53,36	59,95	68,73	81,05
5,4%	45,68	50,20	55,93	63,42	73,65
5,7%	43,38	47,39	52,41	58,87	67,49
5,9%	41,29	44,88	49,31	54,93	62,29
6,2%	39,40	42,62	46,56	51,48	57,82
6,4%	37,67	40,58	44,09	48,44	53,96
6,7%	36,08	38,72	41,88	45,74	50,58
6,9%	34,63	37,02	39,87	43,33	47,60

Quelle: HVB Global Markets Research

## Neue Center sorgen wie erwartet für Schwung

Insbesondere aufgrund der neuen Shoppingcenter der Deutsche EuroShop stieg die Umsatzbasis im ersten Halbjahr kräftig an. Dieser Effekt sorgte auch beim Ergebnis für einen kräftigen Schub. Insgesamt lagen die Halbjahreszahlen im Rahmen der Erwartungen und sorgen dafür, dass die bestätigten Jahresprognosen mehr als realistisch erscheinen.

Organisches Umsatzwachstum bei 1%

Die Halbjahreszahlen stehen vor allem im Zeichen der gegenüber dem Vorjahr veränderten Anzahl der betriebenen Shoppingcenter. Neu hinzugekommen waren die Center in Pecs, Ungarn (Eröffnung 3/2004), Hamburg (9/2004) und Wetzlar (2/2005). Diese trugen im ersten Halbjahr mit etwa 20 %-Punkten zum Umsatzanstieg bei. Der im Juli 2004 verkaufte Center in Udine, Italien, sorgte für etwa 7 %-Punkte weniger Umsatzbeitrag. Insgesamt konnte der Umsatz in H1 um 14% ansteigen. Wie im ersten Quartal lag das „organische“ Miet- bzw. Umsatzwachstum, d. h. auf vergleichbarer Basis, bei 1%.

### ENTWICKLUNG DER KERNZAHLEN

EUR Mio.	H1/2005	H1/2004	y-o-y	Q2/2005	Q2/2004	y-o-y	H1/2005 HVBe	Abw.
Umsatz	35,2	30,7	14%	17,8	15,9	12%	35,0	1%
EBIT	28,4	24,3	17%	14,5	11,1	31%	27,6	3%
EBIT-Marge (%)	81	79		82	70		79	
EBIT exkl. Währungseffekte	28,6	23,1	24%	14,6	11,7	25%		
EBT	14,5	12,2	20%	7,5	3,9	91%	14,3	1%
EBT-Marge (%)	41	40		42	25		41	
Nettoergebnis	9,0	8,3	8%	4,6	2,4	90%	9,6	-6%
Nettoergebnis exkl. Währungseffekte	9,2	7,1	30%	4,7	3,0	55%		

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Global Markets Research

Solide Ergebnisentwicklung in H1

Wie erwartet wurde der v. a. währungsbedingte Ergebnisrückgang aus dem ersten Quartal im Halbjahr mehr als kompensiert. Das operative Ergebnis (EBIT) stieg um 17% und das Nettoergebnis vor Anteile Dritter um 22%. Bedingt durch die den anderen Gesellschaftern (35% bei Wetzlar) zustehenden Gewinne stieg das Nettoergebnis leicht unterproportional um 8%.

Ohne FX-Einflüsse sogar noch besser

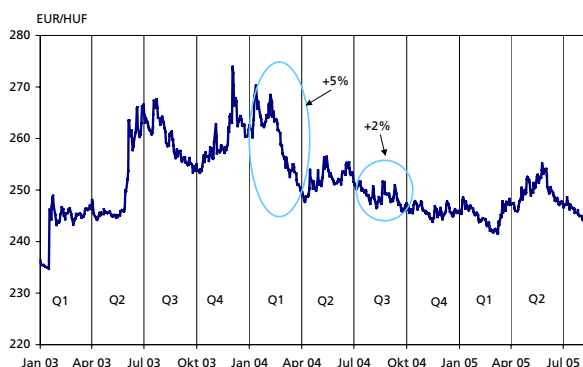
Die operativen Steigerungen werden ohne Berücksichtigung der Währungseffekte aus der Beteiligung in Pecs, Ungarn, noch deutlicher. Währungsbereinigt lag das EBIT um 24% und das Nettoergebnis sogar um 30% über dem Vorjahreswert.

FX-Einfluss durch Ungarn-Beteiligung hoch, ebbt jedoch ab

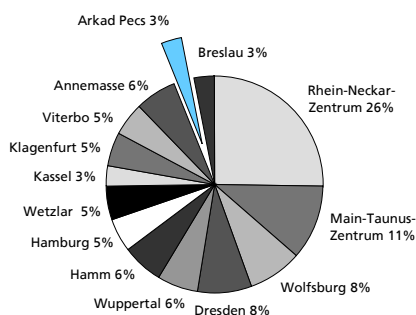
**Die DES stellt ihre Prognosen auf das währungsbereinigt Ergebnis ab.** Nichtsdestotrotz wirken sich die Schwankungen des ungarischen Forint auf den Ergebnisbeiträge aus der Beteiligung in Pecs auf das Konzernergebnis aus. Insbesondere auf Quartalsbasis kommt es auf Ebene der Vergleichszahlen zu erheblichen Abweichungen. In Q1 wirkte sich der Währungsgewinn im Vorjahr in einem deutlich niedrigeren Ergebnis im Jahresvergleich aus. Während der Effekt in Q2 relativ gering war, könnte es insbesondere in Q3 wieder zu einer im Vergleich zu Vorjahr schwächeren Ergebnisentwicklung kommen. In Q3/2004 kam es nochmals zu einem Währungsgewinn für die DES (HVBe: EUR 0,7 Mio.), was während der Q3-Berichterstattung wieder für Unruhe sorgen könnte. Insgesamt bewerten wir diese Schwankungen jedoch nicht über, da sich der ungarische Forint in diesem Jahr zumindest in engeren Spannen bewegt. Der größte Effekt trat bereits in Q1 auf (s. Chart).

## FREMDWÄHRUNGSEINFLUSS DES FORINT

Entwicklung ungarischer Forint



Limitierter Anteil am investierten Kapital



Quellen: Thomson Financial Datastream, Deutsche EuroShop, HVB Global Markets Research

Prognosen für 2005 bestätigt

**Der Halbjahresbericht bestätigt die Erreichbarkeit der Unternehmensprognosen.** Auf der operativen Seite macht das Unternehmen wie erwartet seinen Weg. Zum Halbjahr wurden die bisherigen Jahresprognosen bestätigt. Die etwas bessere Umsatz- und Ergebnisentwicklung lässt das Erreichen der oberen Bandbreite realistisch werden. Nach EUR 28 Mio. EBIT in H1, sollte dieser Wert auch in H2 erreichbar sein, da wir keine wesentlichen Risiken im operativen Geschäft sehen. Die Guidance bezieht sich dabei jedoch auf die Zahlen ohne Währungs- und Bewertungseinflüsse.



## GUIDANCE DER DES VS. HVB-SCHÄTZUNGEN

EUR Mio.	2003	2004	2005e		2006e	2007e
			DES	HVB	HVB	HVB
Umsatz	57,9	61,4	68-72	71,2	76,5	80,3
<i>y-o-y (%)</i>		<i>6</i>	<i>11-17</i>	<i>16</i>	<i>8</i>	<i>5</i>
EBIT	40,5	50,7		56,0	60,6	63,8
<b>EBIT – währungsbereinigt</b>	<b>42,7</b>	<b>48,6</b>	<b>53-56</b>	<b>56,0</b>	<b>60,6</b>	<b>63,8</b>
<b>EBT – währungsbereinigt</b>	<b>24,5</b>	<b>28,2</b>	<b>28-30</b>	<b>29,5</b>	<b>33,3</b>	<b>36,3</b>
Bewertungsergebnis	5,6	8,0		14,5	10,0	11,5
EBT inkl. Bewertungsergebnis	27,9	38,2		44,0	43,3	47,8

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Global Markets Research

Leichte Adjustierungen  
unserer Prognosen

**Wir heben unsere Umsatz- und EBIT-Prognosen leicht an.** Aufgrund höher als von uns unterstellten Anteilen Dritter, die wir für H2 fortschreiben, haben wir unsere Schätzung für das Nettoergebnis bzw. das EPS 2005 leicht gesenkt. Das Bewertungsergebnis, welches bereits auf EBT-Ebene eingerechnet ist, schätzen wir mit EUR 14,5 Mio. Bedingt durch den Währungsgewinn und den Buchgewinn aus dem Verkauf des Centers in Udine in 2004, wird das EPS ohne Beteiligungsergebnis in 2005 um 16% rückläufig sein. Das berichtete Ergebnis (inklusive Bewertungsergebnis) erwarten wir mit plus 9%.

## VERÄNDERTE HVB-PROGNOSEN

EUR Mio.	2005e		2006e		2007e
	neu	alt	neu	alt	neu
Umsatz	71,2	70,5	76,5	75,3	80,3
<i>y-o-y (%)</i>	<i>16</i>	<i>15</i>	<i>8</i>	<i>7</i>	<i>5</i>
EBIT	56,0	54,9	60,6	59,8	63,8
<i>y-o-y (%)</i>	<i>10</i>	<i>8</i>	<i>8</i>	<i>9</i>	<i>5</i>
EBT	44,0	42,2	43,3	42,9	47,8
<i>y-o-y (%)</i>	<i>15</i>	<i>11</i>	<i>-2</i>	<i>2</i>	<i>11</i>
Nettoergebnis	30,4	31,2	31,0	31,1	34,4
<i>y-o-y (%)</i>	<i>9</i>	<i>12</i>	<i>2</i>	<i>0</i>	<i>11</i>
EPS berichtet	1,94	1,99	1,99	1,99	2,20
EPS ohne Bewertungsergebnis	1,11	1,22	1,41	1,42	1,54

Quelle: HVB Global Markets Research

# Portfolio-Erweiterung im zweiten Halbjahr

## Erweiterung des Portfolios bereits in Kürze

**In Kürze neues Shoppingcenter-Investment erwartet.** Wie bereits vermutet, hat die Deutsche EuroShop im Zuge des Halbjahresberichts bestätigt, dass im Jahresverlauf die eine oder andere Transaktion erfolgen wird. Für das Gesamtjahr 2005 wurde bislang in Aussicht gestellt, ein Investitionsvolumen von EUR 100-150 Mio. einzusetzen. In der Telefonkonferenz zeigte sich der Vorstand zuversichtlich, sogar das obere Ende der Bandbreite ausnutzen zu können. Eine Akquisition soll bereits in Kürze, d. h. in Q3 erfolgen. Damit wäre die einjährige Pause auf der Investitions- bzw. Akquisitionsseite – abgesehen von den laufenden Projekten – beendet. Im August 2004 wurde das Projekt Klagenfurt angekündigt, dessen Eröffnung im Frühjahr 2006 erfolgen wird.

## Deutschland derzeit im Fokus

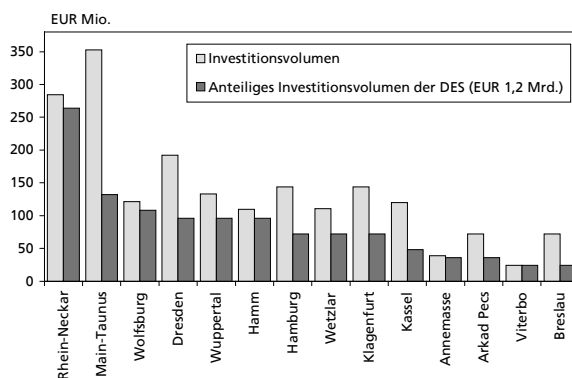
**Objekt wird wahrscheinlich in Deutschland liegen.** Wie vermutet bestätigte der Vorstand, dass es sich bei allen derzeitigen Verhandlungen um Transaktionen in Deutschland handelt. Der Wettbewerb um interessante Objekte ist unverändert hoch, die Nachfrage nach Auslandsobjekten dürfte jedoch höher sein. Insofern halten wir den Schritte, sich im Heimatmarkt zu verstärken, für sinnvoll. Die Mietrendite sollte aufgrund des wahrscheinlich geringeren Kaufpreises höher ausfallen. Wir rechnen mit einer anfänglichen Mietrendite zwischen 6-7%, was auch der Schnitt der bisherigen deutschen Objekte darstellen sollte. Erstmals könnte die DES u. E. ein Center vollständig, d. h. als 100%-Beteiligung übernehmen. Ferner könnte es erstmals ein bestehendes Center sein, das sofort Umsatz- und Ergebnisbeiträge liefert.

## Investitionsstrategie

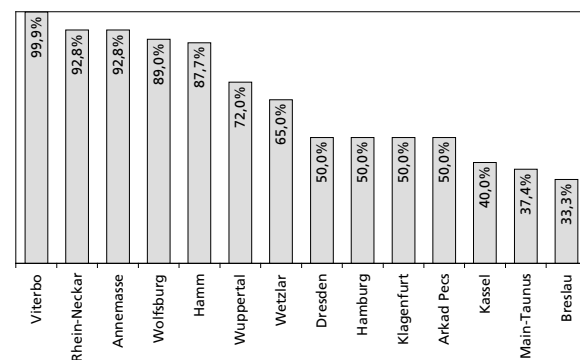
**Wir gehen davon aus, dass die DES an der bisher bewährten Investitionsstrategie festhalten wird.** Dabei wird ausschließlich in Innenstadtlagen oder an langjährig etablierten Standorten in mittelgroßen Städten investiert, in denen kaum ein weiteres Center eröffnet wird. Auch bei einem neuen, bereits im Betrieb befindlichen Center gehen wir von einer Vollvermietung der Einzelhandelsfläche aus.

## BISHERIGE INVESTITIONEN

Investitionen nach Shoppingcentern



Beteiligungsquoten nach Shoppingcentern



Quelle: Deutsche EuroShop

Auswirkungen auf GuV  
und NAV

**Die finanziellen Auswirkungen bleiben abzuwarten.** Eine Integration in das Prognosemodell kann selbstverständlich erst dann vorgenommen werden, wenn Einzelheiten bekannt sind. Insbesondere die Frage, ob es sich um eine Neuentwicklung oder ein bestehendes Center handelt ist von entscheidender Bedeutung. Bei einer günstigen Kaufpreisgestaltung könnte es sogar zu einem positiven NAV-Beitrag zum Jahresende kommen, den wir allerdings für gering halten. Ein positiver Effekt ergibt sich aus dem derzeit niedrigen Zinsniveau, welches die Zinsbelastung unterproportional zum bisherigen Durchschnitt ansteigen lassen sollte. Zum Jahresende 2004 lag der durchschnittliche Effektivzinssatz bei 5,66%. Mit der nächsten Akquisition sollte dieser Durchschnitt leicht gesenkt werden.

Vorstand komplettiert

**Mit Wirkung vom 1. Oktober wird der Vorstand wieder vervollständigt.** Mit Olaf G. Borkers wird der bisherige Finanzvorstand der TAG Tegernsee schwerpunktmäßig für den Bereich Finanzen verantwortlich sein. Insbesondere im Hinblick auf den dann anstehenden Jahresabschluss ist es positiv zu werten, dass die fünf Monate dauernde Periode mit einem Vorstand damit beendet wird.

## Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung (Quartalsüberblick)

		Q1/05	Q2/05	H1/05	Q3/05e	9M/05e	Q4/05e	2005e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>17,4</b>	<b>17,8</b>	<b>35,2</b>	<b>17,9</b>	<b>53,1</b>	<b>18,1</b>	<b>71,2</b>
<i>Umsatzwachstum</i>	%	16,9	12,1	14,4	n/a	n/a	n/a	15,9
<b>Gesamtleistung</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>17,4</b>	<b>17,8</b>	<b>35,2</b>	<b>17,9</b>	<b>53,1</b>	<b>18,1</b>	<b>71,2</b>
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,4	-0,3	-0,7	-0,3	-1,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	1,1	1,2	1,2	1,6	1,3	1,7	1,4
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	0,5	0,4	0,9	0,4	1,3	0,2	1,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	2,8	2,3	2,6	2,2	2,4	1,1	2,1
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-3,9	-3,4	-7,3	-3,6	-10,9	-4,8	-15,7
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	22,1	19,2	20,7	20,1	20,5	26,6	22,0
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>13,6</b>	<b>14,4</b>	<b>28,0</b>	<b>14,3</b>	<b>42,2</b>	<b>13,0</b>	<b>55,2</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	78,3	80,8	79,6	79,5	79,5	71,8	77,6
Abschreibungen (ohne Goodwill)	EUR Mio.	0	0	0	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	0	0	0	0	0	0	0
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>14,</b>	<b>14</b>	<b>28</b>	<b>14</b>	<b>42</b>	<b>13</b>	<b>55</b>
<i>EBIT-Wachstum</i>	%	4,7	30,9	16,7	n/a	n/a	n/a	10,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	78,3	80,8	79,5	79,5	79,5	71,8	77,5
Bewertungsergebnis	EUR Mio.	-0,2	-0,6	-0,7	-0,1	-0,8	14,5	14,5
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	1,0	1,3	2,4	1,3	3,6	1,3	5,0
Zinsergebnis	EUR Mio.	-7,7	-7,8	-15,5	-7,9	-23,4	-8,0	-31,4
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	-44,1	-44,0	-44,1	-44,1	-44,1	-44,3	-44,1
<b>Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>7,0</b>	<b>7,5</b>	<b>14,5</b>	<b>7,7</b>	<b>22,3</b>	<b>21,0</b>	<b>44,0</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	40,5	42,1	41,3	43,2	41,9	116,1	61,9
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor EE-Steuern	EUR Mio.	7	7	14	8	22	21	43
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	39,3	41,0	40,1	42,1	40,8	115,0	60,7
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-0,2	-0,2	-0,4	-0,2	-0,6	-0,2	-0,8
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	1,2	1,1	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1
EE-Steuern	EUR Mio.	-1,8	-1,9	-3,7	-2,0	-5,7	-4,6	-10,3
<i>EE-Steuerquote</i>	%	26,6	25,9	26,2	25,9	26,1	22,2	23,8
<b>Nettoergebnis</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>	<b>10,4</b>	<b>5,6</b>	<b>16,0</b>	<b>16,2</b>	<b>33,0</b>
<i>Nettoergebnis-Wachstum</i>	%	-17,6	117,6	21,5	n/a	n/a	n/a	24,7
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	28,8	30,4	29,6	31,2	30,1	89,5	46,3
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	5,0	5,4	10,4	5,6	16,0	16,2	33,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	28,8	30,4	29,6	31,2	30,1	89,5	46,3
Anteile Dritter	EUR Mio.	-1	-1	-1	-1	-2	-1	-3
<b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>9,0</b>	<b>5,0</b>	<b>14,0</b>	<b>15,6</b>	<b>30,4</b>

## Konzern-Gewinn- und Verlustrechnung

		2003	2004	2005e	2006e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>57,9</b>	<b>61,4</b>	<b>71,2</b>	<b>76,5</b>
Gesamtleistung	EUR Mio.	57,9	61,4	71,2	76,5
Personalaufwand	EUR Mio.	-0,8	-0,8	-1,0	-1,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,3</i>	<i>1,3</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>
Sonstige betriebliche Erträge	EUR Mio.	1,0	9,3	1,5	1,1
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,8</i>	<i>15,2</i>	<i>2,1</i>	<i>1,5</i>
Sonstige betriebliche Aufwendungen	EUR Mio.	-17,6	-19,3	-15,7	-15,9
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>30,5</i>	<i>31,4</i>	<i>22,0</i>	<i>20,8</i>
<b>EBITDA</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>39,5</b>	<b>49,7</b>	<b>55,2</b>	<b>59,7</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>68,2</i>	<i>80,9</i>	<i>77,6</i>	<i>78,1</i>
Abschreibungen (ohne Goodwill)	EUR Mio.	0	0	0	0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
<b>EBIT</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>40,5</b>	<b>50,7</b>	<b>56,0</b>	<b>60,6</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>70,0</i>	<i>82,5</i>	<i>78,7</i>	<i>79,2</i>
Bewertungsergebnis	EUR Mio.	5,8	8,0	14,5	10,0
Beteiligungsergebnis	EUR Mio.	3,5	4,8	5,0	5,1
Zinsergebnis	EUR Mio.	-22,0	-25,3	-31,4	-32,5
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>-38,0</i>	<i>-41,2</i>	<i>-44,1</i>	<i>-42,5</i>
<b>Erg. d. gew. Geschäftstätigkeit</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>27,9</b>	<b>38,2</b>	<b>44,0</b>	<b>43,3</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>48,2</i>	<i>62,2</i>	<i>61,9</i>	<i>56,5</i>
A. o. Ergebnis lt. Geschäftsbericht	EUR Mio.	0	0	0	0
<b>Ergebnis vor EE-Steuern</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>26,8</b>	<b>37,2</b>	<b>44,0</b>	<b>43,3</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>46,3</i>	<i>60,6</i>	<i>61,9</i>	<i>56,5</i>
Sonstige Steuern	EUR Mio.	-1,1	-1,0	-0,8	-0,9
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>1,8</i>	<i>1,6</i>	<i>1,1</i>	<i>1,2</i>
EE-Steuern	EUR Mio.	-7,4	-10,8	-10,3	-11,3
<i>EE-Steuerquote</i>	%	<i>27,8</i>	<i>29,0</i>	<i>23,8</i>	<i>26,8</i>
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>19,4</b>	<b>26,4</b>	<b>33,0</b>	<b>31,0</b>
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>33,5</i>	<i>43,0</i>	<i>46,3</i>	<i>40,5</i>
Bereinigungspositionen	EUR Mio.	0	0	0	0
Ergebnis vor Drittanteilen	EUR Mio.	19,4	26,4	33,0	31,0
<i>in % der Gesamtleistung</i>	%	<i>33,5</i>	<i>43,0</i>	<i>46,3</i>	<i>40,5</i>
Anteile Dritter	EUR Mio.	-0,4	1,3	-2,6	0
<b>Ergebnis nach Anteilen Dritter</b>	<b>EUR Mio.</b>	<b>19,0</b>	<b>27,7</b>	<b>30,4</b>	<b>31,0</b>
<b>EPS reported</b>	<b>EUR</b>	<b>1,22</b>	<b>1,78</b>	<b>1,94</b>	<b>1,99</b>
<b>EPS adjusted</b>	<b>EUR</b>	<b>0,93</b>	<b>1,32</b>	<b>1,11</b>	<b>1,41</b>

Diese Analyse wurde erstellt von Herrn Andre Remke, CFA und erstmals am 11.08.2005 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	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 im 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
-	-

In der Regel werden Teile der Analysen vor Veröffentlichung dem analysierten Unternehmen zur Verfügung gestellt und anschließend geändert.

#### 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 Handelsempfehlungen 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.