



# Deutsche Euroshop

Immobilien

Kaufen Kursziel: 57,00 €

Start Coverage

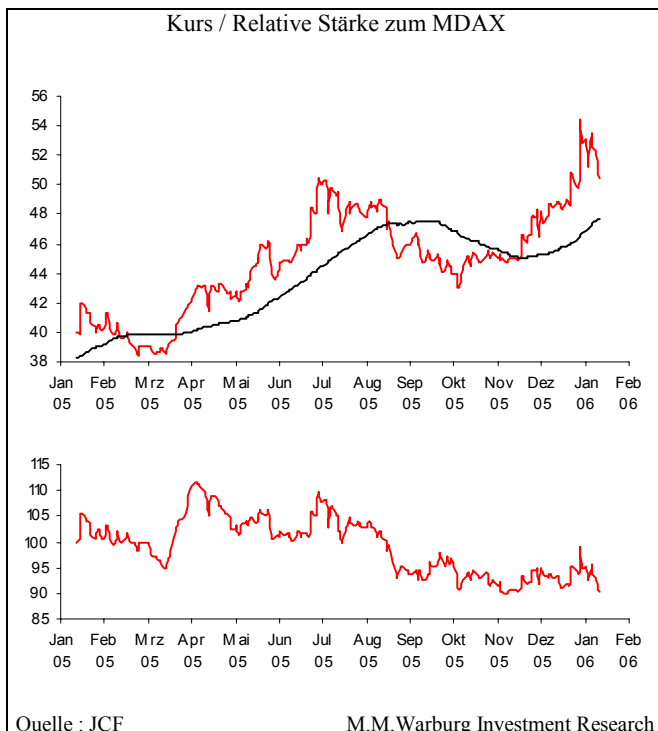
Reuters Symbol: DEQGn.DE  
ISIN: DE0007480204

Kurs am 08.02.2006: 50,50 €  
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 54,41/38,40 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	867,8 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	20.04.2006 :	Ergebnis 2005
Anzahl Aktien	17,2 Mio	Familie Otto	St. 19,3%	15.05.2006 :	Q1 2006
Gez. Kapital	22,0 Mio €			22.06.2006 :	HV
				11.08.2006 :	Q2
				14.11.2006 :	Q3

- **Qualitativ hochwertige Immobilieninvestments**
- **Weiteres Wachstum vorgezeichnet**
- **Kursziel 57 €**

RALF DIBBERN  
Senior Analyst  
Tel.: +49 (0) 40 / 3282 -2486  
rdibbern@mmwarburg.com



in €	2005e	2006e	2007e	2008e
<b>EPS (neu)</b>	<b>2,82</b>	<b>2,29</b>	<b>2,36</b>	<b>2,56</b>
EPS (alt)	---	---	---	---
CFPS	1,01	1,63	1,76	1,97
Dividende	2,00	2,10	2,20	2,30
in Mio €	2005e	2006e	2007e	2008e
Umsatz	71,8	90,6	94,2	99,6
EBITDA	58,8	75,2	78,8	84,2
EBIT	58,8	75,2	78,8	84,1
Jahresüberschuß	44,5	39,3	40,5	44,0
Cash flow	16,0	28,0	30,3	33,8
ROCE (EBIT/CE)	4,4%	5,1%	5,0%	5,0%
	2005e	2006e	2007e	2008e
KGV	15,5	22,1	21,4	19,7
KCFV	43,2	31,0	28,7	55,0
Div. rendite	4,6%	4,2%	4,4%	4,6%
EV/Umsatz	17,66	16,89	17,19	27,27
EV/EBITDA	21,6	20,3	20,5	32,3



## Inhalt

<b>1</b>	<b>SWOT-Profil</b>	<b>3</b>
<b>2</b>	<b>Investmentidee</b>	<b>4</b>
<b>3</b>	<b>Bewertung</b>	<b>4</b>
3.1	Peer-Group-Vergleich	4
3.2	Diskontierungsmodell	4
<b>4</b>	<b>Das Unternehmen</b>	<b>6</b>
4.1	Historie und Aktionärsstruktur	6
4.2	Management	7
4.3	Strategie	7
4.4	Erfolgsfaktoren	9
<b>5</b>	<b>Der Markt</b>	<b>11</b>
5.1	Schwaches Konsumklima	11
5.2	Shoppingcenter mit Sonderkonjunktur	12
5.3	Renditestarke Investitionen in Shoppingcenter	13
<b>6</b>	<b>Finanzdiskussion</b>	<b>13</b>
6.1	Die operative Entwicklung	13
6.2	Die Gewinne vor und nach Steuern	14
6.3	Der Cashflow und die Investitionen	16
6.4	Die Bilanzstruktur	16
6.5	Net Asset Value	17
<b>7</b>	<b>Sonderthema REITs in Deutschland</b>	<b>18</b>

## 1 SWOT-Profil

### **Stärken:**

- Deutsche Euroshop (DES) ist ein Pure Play im Immobilienbereich mit einer klaren Fokussierung auf gut geführte Shoppingcenter.
- In den vergangenen Jahren wurde ein erstklassiges Portfolio von Shoppingcentern akquiriert, die Diversifikation hinsichtlich Standorten, Mieter- und Branchenmix läßt auch in den kommenden Jahren eine solide Ertragsentwicklung erwarten.
- Für das Management steht neben einer kontinuierlichen und qualitätsorientierten Investitionspolitik die langfristige Erzielung hoher Liquiditätsüberschüsse im Vordergrund. Diese bilden die Grundlage für eine kontinuierliche und attraktive Dividendenpolitik.
- Die schlanken Verwaltungsstrukturen der DES Holding erlauben schnelle Entscheidungen und verursachen geringe Kosten. Das Centermanagement wird überwiegend von der sehr erfahrenen ECE durchgeführt.

### **Schwächen:**

- Weitere Investitionen können nur durch Fremdkapital, Verkäufe von Beteiligungsobjekten und Kapitalerhöhungen finanziert werden, denn der positive operative Cash-flow wird vollständig in Form von Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet.
- Die Umsatz- und Ergebnisentwicklung der DES ist stark vom jeweiligen Centermanagement abhängig.
- Sollte das Konsumumfeld in Deutschland weiter schwach bleiben, sind auch negative Einflüsse auf die Beteiligungserträge der DES nicht ausgeschlossen.

### **Chancen:**

- Die DES ist bereits heute ein „Quasi“-REIT. Das Unternehmen wäre ohne Umstrukturierungen in die neue Unternehmensform zu transformieren, wenn die entsprechenden Rahmenbedingungen in Deutschland geschaffen werden.
- Die Immobilienpreise in Deutschland sind im internationalen Vergleich günstig und haben Steigerungspotential. Dies würde den Net Asset Value und damit das Kurspotential der Aktie positiv beeinflussen.
- Eine konjunkturelle Erholung in Deutschland und Europa sollte auch das Konsumklima wieder verbessern. Die Shoppingcenter der DES könnten hiervon überproportional profitieren.
- Die Mietverträge mit den Einzelhändlern in den Shoppingcentern sind dynamisch gestaltet. Höhere Umsätze führen damit zu steigenden Mieten. Zudem ist das Mietniveau an die Inflationsrate gekoppelt und nach unten fixiert. Hieraus ergibt sich ein günstiges Chancen/Risiko-profil hinsichtlich der zukünftigen Umsatzentwicklung der DES.
- DES und ECE sind insbesondere im deutschen Markt für Shoppingcenter gut positioniert, so daß sich auch in Zukunft weitere interessante Investitionsmöglichkeiten ergeben sollten.

### **Risiken:**

- Eine deutliche Reduktion des Mietniveaus für Einzelhandelsimmobilien oder die Insolvenz wichtiger Mieter hätte einen negativen Einfluß auf die Umsatz- und Ertragsentwicklung der DES.
- Die DES AG besteht personell derzeit nur aus den beiden Vorständen und fünf Mitarbeitern. Hieraus ergibt sich ein gewisses personenbezogenes Risiko. Da das operative Geschäft jedoch von den Beteiligungsgesellschaften durchgeführt wird, halten wir das Risiko für überschaubar.
- Negative Einflüsse aus sich verändernden Einkaufsgewohnheiten der Konsumenten und damit eine Abkehr von den Shoppingcentern kann nicht ausgeschlossen werden, wenngleich eine solche Entwicklung aus unserer Sicht eher unwahrscheinlich ist.

## 2 Investmentidee

Mit dieser Studie nehmen wir die Aktie der Deutschen Euroshop (DES) in unser Research-Universum auf. Die erste Empfehlung für den Titel lautet „Kaufen“, mit einem Kursziel von 57 €. Die DES-Aktie wird derzeit in etwa wie die europäische Peergroup bewertet, aufgrund der klaren und bisher sehr erfolgreichen Strategie billigen wir ihr allerdings ein Premium zu. Die Ableitung des Kursziels erfolgt auf der Basis eines Dividendendiskontierungsmodells und eines Peer-Group Vergleiches. Die DES Aktie ist im MDAX gelistet sowie Mitglied im EPRA-Index und besitzt derzeit eine Marktkapitalisierung von 868 Mio €. Der Streubesitz liegt bei 81%. Die wichtigsten Investmentargumente sind:

- Die Deutsche Euroshop (DES) verfolgt eine klare und transparente Unternehmensstrategie. Sie investiert ausschließlich in gut geführte Shoppingcenter (Schwerpunkt Deutschland), die trotz der mehrjährigen Konsumflaute in Deutschland solide Umsatzzuwächse verzeichnen. Seit 2000 wurden rund 1,4 Mrd € in 16 Center investiert. In den vergangenen Jahren wurde der Unternehmenswert durch diese Investitionspolitik kontinuierlich gesteigert.
- Die DES ist als Dividendenausschüttungsmodell konzipiert, das die steuerfreie Auszahlung der Liquiditätsüberschüsse in Form von Dividenden vorsieht. Angestrebt wird dabei eine steuerfreie Rendite von mindestens 5% auf das eingezahlte Kapital.
- Der derzeitige Immobilienbestand bietet eine gute Basis für weitere Ergebnisverbesserungen. Die Beteiligungsobjekte sind zu über 99% vermietet, die Mieter- und Branchenstruktur in den Shoppingcentern ist gut diversifiziert. Das Mietniveau ist zudem nach unten fixiert, nach oben sind die Mieten an die Inflationsrate und an steigende Umsätze gekoppelt.
- Das Centermanagement obliegt erfahrenen externen Dienstleistern. In Deutschland ist dies überwiegend der Marktführer im Centermanagement, die ECE.
- Seit 2003 veröffentlicht die DES den NAV der Aktie. Grundlage des NAV sind die Verkehrswerte der Shoppingcenter, die gemäß internationalen Standards von externen Gutachtern einmal pro Jahr ermittelt werden.
- Die DES-Aktie ist eine Substanzwert-Aktie, deren Attraktivität sich in erster Linie aus ihrer stabilen Dividendenrendite (2006e: 4,2%) ergibt. Die Substanz ist am NAV meßbar, der Ende 2005 bei 45,70 € je Aktie lag. Ende 2006 rechnen wir mit einem Wert von 46,30 €, weil wir erneut von einer positiven Bewertungsdifferenz ausgehen.

## 3 Bewertung

Zur Bewertung der DES ziehen wir zwei unterschiedliche Ansätze heran: Zum einen vergleichen wir das Bewertungsniveau anhand ausgewählter Kennziffern mit anderen Unternehmen. Darüber hinaus errechnen wir den fairen Wert aus einem Diskontierungsmodell auf Basis der erwarteten Dividenden.

### 3.1 Peer-Group-Vergleich

In der Peer-Group (*siehe Abb.1 und Abb.18 im Anhang*) haben wir die DES den europäischen Unternehmen gegenübergestellt, die dem Unternehmen aus unserer Sicht am ehesten vergleichbar sind. Hierbei handelt es sich um Immobilienunternehmen mit einer aus unserer Sicht ähnlichen Geschäftsstruktur.

#### **KGV, EV/EBITDA und Kurs/NAV auf dem Niveau der Wettbewerber**

Das KGV von 22,1 (2006e) und 21,4 (2007e) liegt bei DES leicht über dem Niveau des Vergleichswertes der Peer-Group von 21,8 (2006e) bzw. 18,7 (2007e). Ebenso verhält es sich mit der Kennzahl EV/EBITDA. In der Gegenüberstellung bedienen wir uns hinsichtlich der Peer-Group der Konsensdaten von JCF Quant, die DES Zahlen beruhen auf unseren eigenen Schätzungen. Auch die Kennzahl Kurs/NAV liegt in etwa auf dem Niveau der Peergroup. Wie die Branche notiert die DES-Aktie derzeit mit einem 10%igen Aufschlag auf den NAV, der unserer Ansicht nach in Anbetracht der zu erwartenden weiteren positiven Entwicklung der Beteiligungen auch gut zu rechtfertigen ist. Letztlich zeigt auch ein Blick auf die zu erwartende Dividendenrendite, daß die DES mit einem Wert von 4,2% (2006e) ebenfalls leicht unter dem Durchschnittwert der Peer-Group liegt. Auffällig ist allerdings auch, daß zwischen den Werten der Peergroup eine relativ große Streuung liegt. Hinsichtlich des NAV beispielsweise werden bei einigen Werten deutliche Aufschlägen gezahlt, während andere mit einem Discount gehandelt werden. In Anbetracht der sehr überzeugenden Strategie und der Transparenz der DES halten wir für das Unternehmen eher die obere Bandbreite der Bewertung für gerechtfertigt.

### 3.2 Diskontierungsmodell

In Anbetracht des besonderen Geschäftsmodells der DES halten wir für die Bewertung der langfristigen Perspektiven eher ein Dividendendiskontierungsmodell als ein Diskontierungsmodell auf Basis der Free Cashflows für zielführend. Der Grund hierfür liegt einerseits in der Zielsetzung des Unternehmens, aus den Liquiditätsüberschüssen stabile Dividenden zu zahlen. Zum anderen reichen die operativen Cashflows derzeit gerade aus, die Dividenden zu zahlen. Neuinvestitionen in Shopping Center werden weitestgehend mit Fremdkapital und frischem Eigenkapital aus Kapitalerhöhungen finanziert. Der Free Cashflow ist insofern negativ

**Abb. 1: Peer-Group Vergleich**

Unternehmen	Kurs in € am 08.02.2006	Marktkap. in Mio €	KGV 2006e	KGV 2007e	EV/EBITDA 2006e	EV/EBITDA 2007e	Kurs/Buch 2006e	Dividende 2006e (€)	Div. rendite 2006e	Kurs/NAV 2006e
Rodamco Europe	72,20	6.472	17,6	14,1	19,8	18,2	1,2	3,32	4,6%	1,16
Hammerson	15,43	4.394	35,8	30,8	25,5	25,5	1,0	0,30	1,9%	0,96
Klepierre	85,50	3.947	27,7	23,6	16,1	15,3	1,2	2,90	3,4%	1,16
Corio	49,87	3.354	15,4	11,2	19,5	18,2	1,2	2,55	5,1%	1,24
Eurocommercial Prop.	30,46	1.075	18,4	17,0	17,6	11,4	1,0	1,69	5,5%	1,03
Vastned Retail	57,10	965	15,8	15,6	16,5	16,1	1,1	3,62	6,3%	1,11
<b>Durchschnitt</b>			<b>21,8</b>	<b>18,7</b>	<b>19,2</b>	<b>17,4</b>	<b>1,1</b>		<b>4,5%</b>	<b>1,1</b>
<b>DES</b>	<b>50,50</b>	<b>868</b>	<b>22,1</b>	<b>21,4</b>	<b>20,5</b>	<b>20,7</b>	<b>1,2</b>	<b>2,10</b>	<b>4,2%</b>	<b>1,1</b>

Quelle: Factset

M.M. Warburg Investment Research

(und wird auf absehbare Zeit auch negativ bleiben), zumal gem. IFRS keine regelmäßigen Abschreibungen auf die Beteiligungen vorgenommen werden müssen (statt dessen regelmäßige Impairment Tests).

Eine Diskontierung der zukünftig zu erwartenden Dividenden weist auf einen fairen Wert der DES Aktie von 56-57 € hin. Wir haben hierbei folgende Parameter unterstellt:

- Wir gehen in einem 2-Phasen-Modell vor. Für die Jahre 2006-2008 orientieren wir uns an unseren detaillierten Schätzungen. Dementsprechend unterstellen wir für das Jahr 2006 eine Dividende von 2,10 €, die bis zum Jahr 2008 auf 2,30 € ansteigt. Wir halten diesen Anstieg für realistisch, weil in den kommenden Jahren zusätzliche Shoppingcenter Beteiligungserträge generieren werden und die existierenden Center sich positiv entwickeln sollten.
- Für die zweite Phase ab 2009 unterstellen wir ein jährliches Wachstum der Dividende von 1% p.a.
- Den Diskontierungszinssatz setzen wir mit 5,5% an. Dieser Satz ergibt sich als WACC aus der derzeitigen Kapitalstruktur, wobei wir als risikofreien Zins die Rendite der langfristigen Bundesanleihen (3,5%) und einen Risikoaufschlag von 2,0% angesetzt haben.
- Unter den getroffenen Annahmen ergibt sich für die DES ein fairer Unternehmenswert von knapp 1 Mrd € oder 56,58 € je Aktie.

**Abb. 2: Dividendendiskontierungsmodell**

Jahr	Dividende in €	diskontiert in €
2002	1,92	
2003	1,92	
2004	1,92	
2005e	2,00	
2006e	2,10	1,99
2007e	2,20	1,98
2008e	2,30	1,96
Wachstum 2009 ff	1,0%	50,7
<b>Summe</b>		<b>56,58</b>

M.M. Warburg Investment Research

## 4 Das Unternehmen

### 4.1 Historie und Aktionärsstruktur

Die Deutsche Euroshop AG (DES), Hamburg, nahm ihre Geschäftstätigkeit im Jahr 2000 auf und hat ihre Basis in den Shoppingcenter Investments der DB Real Estate (Deutsche Bank), die seinerzeit in die DES eingebracht wurden. Das Ziel des neuen Unternehmens bestand darin, das existierende Shoppingcenter-Portfolio weiter auszubauen. Hierzu wurde die DES mit einem Eigenkapital in Höhe von 600 Mio € ausgestattet, auf das eine Rendite von mindestens 5% erzielt werden sollte. Das Kapital wurde in den folgenden 5 Jahren relativ zügig in verschiedene Beteiligungen investiert. Die Story des Unternehmens – klare Strategie mit der Konzentration auf Investments in rentable Shoppingcenter und eine transparente Unternehmenskommunikation – wurde von den Investoren honoriert. Für die Zukunft rechnen wir mit einer Fortsetzung dieses Kurses. Die Standorte der DES-Beteiligungen sind aus Abb. 3 ersichtlich. Die DES AG fungiert als Holdinggesellschaft, die Beteiligungen an den operativen Gesellschaften (Personengesellschaften) hält. Diese wiederum betreiben die Shoppingcenter. Die Meilensteine in der Unternehmensentwicklung lassen sich wie folgt skizzieren:

- September 2000: Die DES nimmt ihre Geschäftstätigkeit auf. Es erfolgt eine Kapitalerhöhung auf 20 Mio € und eine Einzahlung von 580 Mio € in die Kapitalrücklage durch die Aktionärin DB Real Estate. Aus diesen Mitteln erfolgt der Erwerb eines Shoppingcenter-Beteiligungsportfolios der DB Real Estate mit Objekten im In- und Ausland.

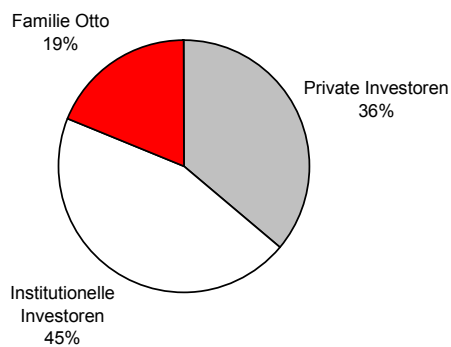
- November 2001: Die Hamburger Unternehmerfamilie Otto wird Großaktionär.
- Juli 2003: Die DES-Aktie wird in den SDAX aufgenommen.
- Januar 2004: Aufnahme der DES-Aktie in den EPRA-Index.
- September 2004: Aufnahme in den deutschen MDAX.
- November 2005: Erste erfolgreiche Kapitalerhöhung um 1,5 Mio Aktien zur Fortsetzung der Akquisitionsstrategie.

Die heutige Aktionärsstruktur wird vom Streubesitz dominiert, der aktuell bei knapp 81% liegt. Nach dem kompletten Ausstieg der Deutschen Bank im Rahmen ihrer Konzentration auf das Kerngeschäft sind heute Angehörige der Hamburger Unternehmerfamilie Otto mit einem Anteil von gut 19% der einzige Großaktionär. Wir erwarten hier keinen Verkauf des Anteils, weil die deutsche Euroshop im Centermanagement eng mit der ECE kooperiert, die im Besitz der Otto-Familie steht. Regional liegen derzeit 86% der Aktien im Inland, 14% werden von ausländischen Investoren gehalten. Im Zuge eines wachsenden Interesses ausländischer Anleger am deutschen Immobilienmarkt (auch im Zuge einer möglichen REIT-Einführung in Deutschland) könnte der Anteil ausländischer Investoren unserer Einschätzung nach in Zukunft steigen. In Anbetracht der soliden Substanz des Unternehmens und der wertorientierten Wachstumsstrategie halten wir die Positionierung des Unternehmens im MDAX für ungefährdet.

Abb. 3: Standorte der DES-Beteiligungen



Abb. 4: Aktionärsstruktur



M.M. Warburg Investment Research

## 4.2 Management

### Langjährige Immobilienerfahrung

Vorstandsvorsitzender der DES AG ist seit Oktober 2001 Claus-Matthias Böge (47). Vor seiner Tätigkeit bei der DES war Herr Böge für 8 Jahre bei der ECE Projektmanagement G.m.b.H. & Co. KG in Hamburg beschäftigt und war hier zuständig für die Konzeption, Finanzierung sowie laufende Ergebnis-Optimierung von Immobilieninvestitionen. ECE ist der europäische Marktführer in der Entwicklung, Realisierung, Vermietung und dem Langzeitmanagement von Einkaufszentren. Zur seiner Ausbildung zählte neben einem Betriebswirtschaftsstudium auch eine Banklehre.

Seit Oktober 2005 ist zudem Olaf Borkers (41) als CFO im Vorstand der DES vertreten. Bevor er zur DES wechselte war Herr Borkers Vorstandsmitglied der TAG Tegernsee Immobilien und Beteiligungs-AG, wo er bis September 2005 für insgesamt 6 Jahre die Bereiche Finanzen und Investor Relations verantwortete. Immobilienerfahrung sammelte Herr Borkers zudem 3 Jahre lang bei der RSE Grundbesitz und Beteiligungs AG, wo er als Vorstandsassistent beschäftigt war. Zur Ausbildung zählt neben einer Banklehre bei der Deutschen Bank ein Betriebswirtschaftsstudium.

## 4.3 Strategie

### Konzentration auf Shoppingcenter-Investments

Das Portfolio der DES besteht ausnahmslos aus der Beteiligung an gut geführten und rentablen Shoppingcentern. DES ist damit die einzige deutsche Aktie, mit der man konkret von den sich verändernden Einkaufstrends insbesondere der deutschen Bevölkerung profitieren kann (s. auch Kapitel 5). Die DES ist dabei ein reiner Finanzinvestor und strebt mit ihren Investitionen die Erzielung langfristig stabiler Cashflows an, die den Investoren unmittelbar in Form von Dividenden ausgeschüttet werden. Das eigentliche operative

Geschäft, vor allem das aktive Centermanagement, wird von externen Dienstleistern übernommen. Für die deutschen Shoppingcenter ist dies der europäische Marktführer in der Entwicklung und dem Betrieb von Einkaufszentren, die ECE. Die Rolle als reiner Finanzinvestor erklärt dabei auch die sehr schlanke Verwaltungsstruktur des Unternehmens. Neben den beiden Vorständen besteht das Unternehmen nur aus 5 Mitarbeitern in den Bereichen Investor Relations, Verwaltung und Administration. Die relativ kleine Belegschaft beinhaltet natürlich ein gewisses personenbezogenes Risiko, das jedoch dadurch relativiert wird, daß das operative Geschäft in den Beteiligungsgesellschaften durchgeführt wird.

### Klare Unternehmensziele

Das DES-Management verfolgt klare Unternehmensziele. Hierzu zählen insbesondere:

- Die langfristige Steigerung des Net Asset Value (NAV). Der NAV stellt den Substanzwert oder auch das ökonomische Eigenkapital des Unternehmens dar und berechnet sich aus dem Verkehrswert der Beteiligungsobjekte abzüglich der Verbindlichkeiten des Unternehmens. Die Verkehrswerte werden einmal jährlich von externen Gutachtern auf Basis von Discounted Cashflow-Modellen errechnet.
- DES verfolgt eine „Buy & Hold“-Strategie. Bei den Investitionen handelt es sich um langfristige Engagements, die auf stetige Cashflows zielen. Diese Liquiditätsüberschüsse sind die Basis für die dauerhafte Zahlung attraktiver Dividenden. Zudem vermeidet diese Strategie die Zahlung von Gewerbesteuern, weil die DES als vermögensverwaltende Holding klassifiziert ist. Verkäufe von Beteiligungen werden ausschließlich aus Gründen der Portfoliooptimierung durchgeführt.
- Der primäre Investmentfokus ist Deutschland. Die DES verfügt derzeit über Beteiligungen an 16 Shoppingcentern, 11 davon sind im Inland belegen. Der Deutschland-Anteil dürfte in Zukunft weiter wachsen, weil hier die attraktivsten Renditen gesehen werden. Zudem könnte Osteuropa Potential bieten, wo teilweise schon investiert wurde. Die Beteiligungen in Frankreich und in Italien könnten dementsprechend aufgegeben werden. Insgesamt soll der Investitionsanteil im Ausland 25% nicht überschreiten.
- DES verfolgt eine kontrollierte Wachstumsstrategie. Das Management strebt eine Expansion des Portfolios um 10% p.a. an. Dies kann durch die Akquisition neuer Shoppingcenter als auch durch die Aufstockung von Beteiligungen erfolgen. Im Falle knapper Investitionsmittel finanziert DES attraktive neue Projekte auch mittels Kapitalerhöhungen. Die Konzern-Eigenkapitalquote soll 45% nicht unterschreiten.

Abb. 5: Hoher Vermietungsgrad garantiert die Rentabilität

Inland	Land	Miet- fläche in qm	Verkaufs- fläche in qm	Anzahl Geschäfte	Vermietungs- grad in %	Einzugs- gebiet (Mio )	FERI- Rating
Rathaus Center, Dessau	Deutschland	30,000	25,000	80	98	0.4	in 2006
Rhein-Neckar-Zentrum, Viernheim	Deutschland	64,000	60,000	100	100	1.4	A
Stadtgalerie, Hameln	Deutschland	25,500	20,000	90	50	0.4	in 2008
Allee-Center, Hamm	Deutschland	34,800	21,000	80	100	1.0	A
City-Galerie, Wolfsburg	Deutschland	30,000	20,000	90	100	0.6	A
City-Arkaden, Wuppertal	Deutschland	28,100	20,000	90	100	0.7	B+
Forum, Wetzlar	Deutschland	34,300	23,500	110	100	0.5	in 2005
Altmarkt-Galerie, Dresden	Deutschland	43,800	26,000	100	99	1.0	A
Phoenix-Center, Hamburg	Deutschland	39,000	26,500	110	96	0.6	in 2005
City-Point, Kassel	Deutschland	29,400	20,000	60	100	0.8	A
Main-Taunus-Zentrum, Sulzbach	Deutschland	102,000	79,000	100	100	2.2	A
<b>Summe Inland</b>		<b>460,900</b>	<b>341,000</b>	<b>1,010</b>			
<b>Ausland</b>							
Centro Commerciale Tuscia, Viterbo	Italien	15,200	n.a.	40	100	0.3	A
Shopping Etrembieres, Annemasse	Frankreich	16,600	n.a.	50	100	0.8	A
Arkad, Pecs	Ungarn	34,200	n.a.	130	100	0.5	A
City Arkaden, Klagenfurt	Österreich	30,000	n.a.	120	100	0.4	in 2006
Galeria Dominikanska, Breslau	Polen	32,600	n.a.	100	100	1.0	A
<b>Summe Ausland</b>		<b>128,600</b>		<b>440</b>			

M.M. Warburg Investment Research

**Das derzeitige Portfolio besteht aus 16 Shoppingcentern**

Das derzeitige Portfolio der DES besteht aus 16 Shoppingcentern (s. Abb. 5), wovon 11 in Deutschland und 5 im europäischen Ausland liegen. Die gesamte Investitionssumme liegt derzeit bei 1,4 Mrd € (hiervon knapp 200 Mio im Ausland). Die Beteiligungen an den Centern liegen (mit Ausnahme des Centers in Breslau (Polen)) derzeit zwischen 43% und 99,8% und werden damit konsolidiert (Voll- oder Quotenkonsolidierung). Das Main-Taunus-Zentrum wird infolge einer Aufstockung der Beteiligung ab dem 1.1.2006 quotenkonsolidiert. Einzig die Beteiligung in Breslau (Beteiligungsquote 33%) wird dementsprechend in den zukünftigen Abschlüssen noch im Finanzanlagevermögen geführt. Generell strebt das DES-Management Mehrheitsbeteiligungen an, erlegt sich allerdings hinsichtlich des Investitionsvolumens pro Objekt Restriktionen auf, um Klumpenrisiken zu vermeiden und ein breit diversifiziertes Portfolio darstellen zu können. Ideale Investitionsvolumina pro Objekt liegen dementsprechend zwischen 50 und 80 Mio €. Vor diesem Hintergrund sind 1-2 neue Beteiligungen pro Jahr möglich. Im übrigen lassen auch die personellen Kapazitäten keine höhere Investitionsfrequenz zu.

Für die DES ging es nach dem Börsengang zunächst darum, die zugeflossenen liquiden Mittel in Höhe von 600 Mio € zu investieren. Mit den Beteiligungen am Phoenix-Center in Hamburg, dem Forum in Wetzlar, der Galeria Dominikanska in Breslau und den Arkad Pecs (Ungarn) wurde dieses Ziel im Jahr 2003 erreicht.

In der nächsten Unternehmensphase ging es darum, das Portfolio zu entwickeln und weiter zu optimieren. Zur Finanzierung weiterer Shoppingcenter stehen dem Management zwei Möglichkeiten der Finanzierung zur Verfügung. Entweder muß aus dem Bestand durch den Verkauf einer Beteiligung Liquidität geschaffen werden. Diese Möglichkeit nutzte das Unternehmen in Zusammenhang mit der Akquisition der Beteiligung in Klagenfurt im Jahr 2004 (Investitionsvolumen: 72 Mio €), zu dessen Finanzierung die Beteiligung an dem italienischen Centro Commerciale Friuli in Udine für 62 Mio € verkauft wurde. Die Beteiligung in Italien war seinerzeit die rentabilitätsschwächste im Konzern. Durch diese Transaktion realisierte die DES dennoch einen Buchgewinn in Höhe von 4,8 Mio €.

Steht zur Liquiditätsbeschaffung kein geeignetes Desinvestitionsobjekt bereit, hat DES schließlich die Möglichkeit, sich mittels Kapitalerhöhung neue Mittel zu beschaffen. Dieser Möglichkeit bediente sich das Management Ende 2005 mit der Plazierung von 1,56 Mio neuer Aktien zu einem Emissionspreis von 43 € je Aktie. Der Bruttoemissionserlös in Höhe von 67,2 Mio € wurde zur teilweisen Finanzierung der neuen Beteiligungen am Rathaus-Center in Dessau (Investitionsvolumen: 100 Mio €) und der Stadtgalerie in Hameln (Investitionsvolumen: 80 Mio €) sowie der Aufstockung der Anteile an den Centern Rhein-Neckar, Main-Taunus und in Annemasse (Investitionsvolumen: 20 Mio €) verwendet. Wichtig ist in diesem Zusammenhang die Feststellung, daß Kapitalerhöhungen immer erst dann durchgeführt werden, wenn konkrete Beteiligungen bereits angekauft wurden und Zwischenfinanzierungen ablösen sollen. Das DES-Management



ment strebt in der Konzernbilanz eine Eigenkapitalquote von mindestens 45% an. Die Kapitalgeber investieren ihr Geld insofern niemals „blind“, sondern wissen vor der Kapitalerhöhung exakt, in welche Objekte die neuen Mittel investiert werden sollen. Da DES gemäß den strikten Investitionskriterien (s. Punkt 4.4) vor der Investition immer eine Mindestrentabilität der Investitionen von 6% verlangt und damit die angestrebte Dividende von 5% gewährleistet ist, findet durch die Kapitalerhöhungen trotz einer höheren Aktienzahl keine Verwässerung der Ergebnisse statt.

Die Akquisitionspolitik der DES ist ausschließlich opportunitätsgetrieben. Vor diesem Hintergrund ist durchaus auch vorstellbar, daß die DES weitere Umschichtungen in ihrem Portfolio vornimmt. Tendenziell rechnen wir mit einer Stärkung des Deutschland-Anteils zu Lasten der Auslandsengagements. Generell haben wir den Eindruck, daß sich die deutschen Shoppingcenter bedingt durch die enge Beziehung zur ECE leichter steuern lassen als die ausländischen Beteiligungen.

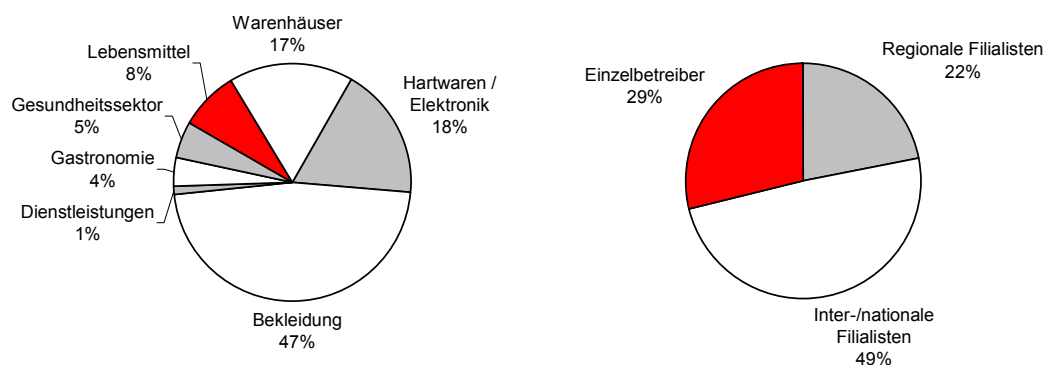
#### 4.4 Erfolgsfaktoren

##### *Stringente Investitionskriterien*

Der erste wichtige Erfolgsfaktor der DES ist aus unserer Sicht eine rentabilitätsorientierte Investitionspolitik. Diese setzt bei Kauf der Immobilien an. Anhand strikter Investitionskriterien werden Objekte selektiert, die das Management unter Werthaltigkeitsgesichtspunkten für attraktiv hält. Um sich als Beteiligungsobjekt zu qualifizieren, orientiert sich die DES an den folgenden Kriterien:

- Die DES investiert ausschließlich in Shoppingcenter.
- Der Immobilienerwerb erfolgt über direkte oder indirekte Beteiligungen.
- Die Mindestobjektgröße beträgt 10.000 qm, von denen nicht mehr als 15 % auf Büroflächen oder sonstige nicht einzelhandelsbezogene Nutzungen entfallen dürfen.
- Center in der Entwicklung müssen eine Vorvermietungsquote von mindestens 50% aufweisen, solche im Betrieb von mindestens 80%. Zudem müssen bei Centern im Betrieb mindestens 25% der Flächen eine Mietvertragsrestlaufzeit von über 5 Jahren haben.
- Ankaufsentscheidungen werden mit aller Sorgfalt auf der Basis aktueller, langfristig orientierter Standortgutachten und Marktanalysen sowie einer ausführlichen "due diligence" getroffen.
- Die Standorte müssen ein nachhaltiges Einzugsgebiet von mindestens 100.000 Einwohnern aufweisen.
- Die Investitionen in Deutschland dürfen langfristig einen Anteil von 50% am Gesamtinvestitionsvolumens nicht unterschreiten.
- Die vermietbare Fläche muß mindestens 10.000 qm betragen.

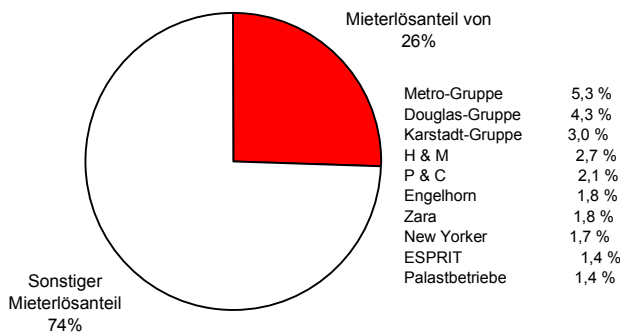
Abb. 6: Gesunder Branchenmix



Quelle: DES

M.M. Warburg Investment Research

Abb. 7: Diversifizierte Mieterstruktur



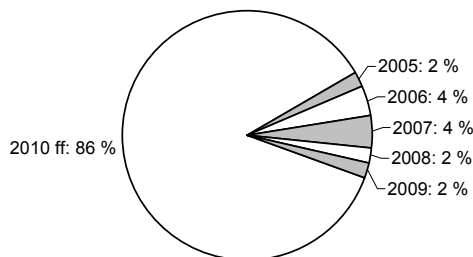
Quelle: DES M.M.Warburg Investment Research

Insgesamt erfolgt vor der Investition eine intensive Prüfung der sogenannten Mikro- und Makrokriterien. Zu ersten zählt vor allem die Lage und die Grundrisse des Gebäudes, die eine langfristige Vermietbarkeit zu für das Unternehmen attraktiven Mietniveaus sicherstellen muß. Der Grundriß des Gebäudes ist deshalb entscheidend, weil sich der Flächenbedarf der Einzelhändler stetig ändert und diesen Anforderungen Rechnung getragen werden muß. Insofern ist eine flexible Flächennutzung der Immobilie von entscheidender Bedeutung. Die Prüfung des Makrostandortes bezieht sich vor allem auf das Einzugsgebiet des Shoppingcenters, die vorhandene regionale Kaufkraft und die Wettbewerbssituation. Zur Prüfung der Investitionsbedingungen zieht die DES eine Vielzahl von externen Gutachtern und Sachverständigen hinzu.

**Diversifizierte Mieter- und Branchenstruktur**

Wichtig für die langfristige Stabilität der Mieteinnahmen ist insbesondere eine gut diversifizierte Mieter- und Branchenstruktur in den Shoppingcentern. Aus unserer Sicht verfügt die DES hier über einen vorteilhaften und ausgewogenen Mix (s. Abb. 6+7). Der Anteil der Top10-Mieter an den gesamten Mieterlösen beträgt derzeit knapp 26%, größter Einzelmietler ist die Metro-Gruppe mit einem Anteil von 5,3%. Insgesamt sind rund 29 % der Mieter Einzelunternehmer, während 22% zu regionalen und 49% zu nationalen oder internationalen Filialisten gehören. Generell strebt das

Abb. 8: Laufzeit der Mietverträge



Quelle: DES M.M.Warburg Investment Research

Unternehmen nach einer starken Verankerung von sogenannten „Magnetmietern“ in den Centern (Bsp: Media Markt oder P&C), um die Shopping Center für ein möglichst breites Publikum attraktiv zu machen, wovon dann auch die anderen Einzelhändler profitieren. Auch hinsichtlich der Branchen ergibt sich ein gut diversifiziertes Bild. Der größte Anteil entfällt mit 47% auf Bekleidungsunternehmen (s. Abb.6), was aus unserer Sicht vorteilhaft ist, denn Bekleidung wird nur sehr eingeschränkt über das Internet gekauft. Der zweitgrößte Anteil entfällt auf Hardware/Elektronik mit 18%, gefolgt von breit aufgestellten Warenhäusern mit 17%. Die verbleibenden 18% verteilen sich auf die Branchen Lebensmittel, Gastronomie, Gesundheit und Dienstleistungen.

Abb. 9: Die wichtigsten Mieter im Überblick



Quelle: DES M.M.Warburg Investment Research

Von entscheidender Bedeutung ist aus unserer Sicht auch die Struktur der Mietverträge (s. Abb. 8). Unternehmensangaben zufolge laufen derzeit mehr als 88% der Mietverträge länger als bis zum Jahr 2011. Generell haben Mietverträge eine Laufzeit von 10 Jahren und sind während dieser Zeit nicht kündbar. Die Gestaltung der Mietverträge sieht zudem eine Basismiete mit jährlichen Mietanpassungen vor, die sich an der Steigerung der Lebenshaltungskosten orientieren. So gesehen bieten die Mietverträge dem Umsatz der DES mindestens einen Inflationsschutz. Über die Basismiete hinaus steigen die Mieten mit den Umsätzen der Mieter, so daß die DES unmittelbar auch am Erfolg ihrer Mieter partizipiert. Bislang liegt der Anteil der umsatzinduzierten Mieterlöse bei der DES allerdings nur bei 2-3 % des Konzernumsatzes. Generell ist die Mieterstruktur in den Shopping Centern sehr stabil. Die Wechselrate liegt nach Unternehmensangaben derzeit bei 3-4% der Läden p.a.

Die Mieten in den Beteiligungsobjekten der DES liegen derzeit im Schnitt bei 20-25 € je qm, wobei sich eine relativ große Spreizung je nach Branche ergibt. Der erzielte Umsatz der Mieter liegt im Durchschnitt bei rund 4.300 € je qm, womit das Verhältnis Miete/Umsatz bei 6,5-8,5% liegt. Die Miete scheint damit für die Einzelhändler durchaus tragbar zu sein.

**Centermanagement liegt überwiegend bei der ECE**

Neben dem günstigen Einkauf von Beteiligungen spielt das Centermanagement im Hinblick auf die langfristige Rentabilität die entscheidende Rolle. Bereits in der Planungsphase trägt die Centermanagement-Gesellschaft mit ihrer Kompetenz und Erfahrung zum langfristigen Erfolg der DES-Beteiligungen bei, indem sie die Mieterstruktur und den Branchenmix optimiert. In der späteren Betriebsphase ist das Centermanagement neben der Pflege und Instandhaltung der Immobilien insbesondere für das permanente Controlling im Hinblick auf die Nachhaltigkeit der Mietzahlungen verantwortlich. Hierzu zählt eine enge Zusammenarbeit mit den Mietern mit einer strikten Überwachung der Umsatzentwicklung. Zeichnet sich eine negative Entwicklung ab, die die Zahlung der Mieten nachhaltig beeinträchtigen könnte, werden mit den Mietern entsprechende Konzepte erarbeitet, um dieser Entwicklung entgegenzuwirken. Muß ein Mieter ausscheiden, kümmert sich das Centermanagement auch um eine zügige Nachvermietung der Flächen, um den hohen Vermietungsgrad von 99% zu gewährleisten.

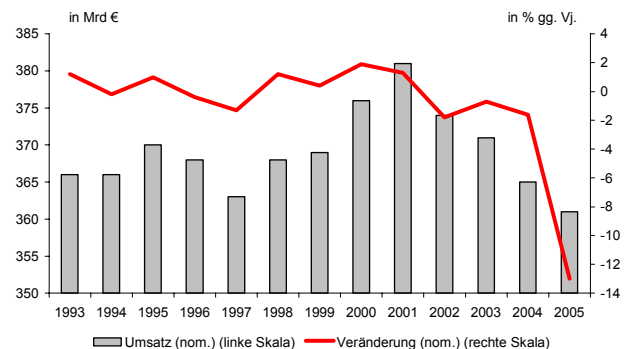
Bei 12 der derzeit 14 betriebenen Shoppingcenter (Stadtgalerie in Hameln und Cityarkaden in Klagenfurt befinden sich derzeit im Bau) trägt die ECE Projektmanagement GmbH und Co.KG die Verantwortung für das Centermanagement, die übrigen beiden Center werden von Espansione Commerciale bzw. Unibail gemanagt. Die ECE konzipiert, realisiert, vermietet und managt bereits seit 1965 Einkaufszentren. Mit 83 innerstädtischen Shoppingcentern und Stadtteil-Centern im Management ist das Unternehmen Marktführer in Europa. Die ECE gehört einer Investorengruppe um die Hamburger Unternehmerfamilie Otto. In Anbetracht der immer stärkeren Konzentration auf die ECE als Partner im Centermanagement ist eine gewisse Abhängigkeit der DES von der ECE sicherlich gegeben. Andererseits handelt es sich hier um einen sehr starken Partner, der den nachhaltigen Geschäftserfolg erst gewährleistet. Insbesondere im Hinblick auf attraktive Neuakquisitionen ist die ECE ein exzellenter Partner, zumal auch die regionale Ausrichtung beider Partner identisch ist. Als Vergütung für das Centermanagement zahlt die DES der ECE im Rahmen eines Geschäftsbesorgungsvertrages 8% der anfallenden Mieteinnahmen, womit die ECE auch direkt am Erfolg des Centermanagements beteiligt ist. Der Erfolg der ECE belegt sich aus einem Vergleich der Umsatzentwicklung des allgemeinen Einzelhandels mit der Umsatzentwicklung der ECE-Mieter im Verlauf der vergangenen 10 Jahre. (s. Abb. 11, S. 12).

**5 Der Markt**

**5.1 Schwaches Konsumklima**

Der anhaltend schwache Konsum in Deutschland belastet seit mehreren Jahren die Entwicklung des deutschen Einzelhandels. In Abb. 10 haben wir die Umsatzentwicklung der vergangenen 12 Jahre (Quelle: HDE) dargestellt. Demnach lag der Umsatz in Einzelhandel 2005 mit 361 Mrd € auf dem niedrigsten Niveau seit 1993. Mit Ausnahme der Jahre 2000 und 2001 zeigt sich eine anhaltende Stagnation des Umsatzes. Schwach stellen sich vor allem die Jahre 2002 bis 2005 dar, in denen der Einzelhandelsumsatz kumuliert betrachtet um rund 5% einbrach. Ein wesentlicher Grund für den per-

Abb. 10: Rückläufiger Einzelhandelsumsatz



Quelle: HDE

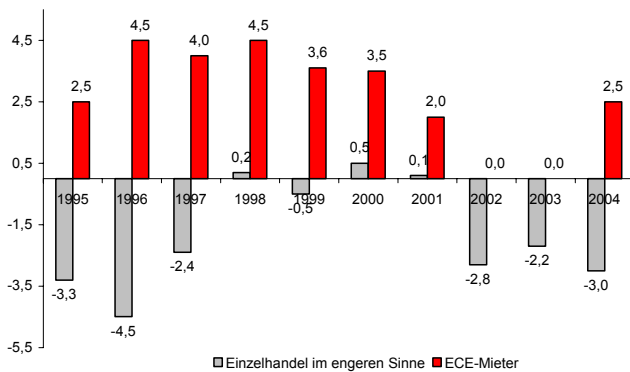
M.M. Warburg Investment Research

manenten Umsatzrückgang der vergangenen Jahre liegt neben der Mengenkomponente sicherlich auch in der Preisentwicklung begründet, denn das Preisniveau der Güter des traditionellen Einzelhandels steht unter einem anhaltenden Druck. Im Bereich des Textilhandels beispielsweise ergaben sich 2003 und 2004 (2005 liegt bisher nicht vor) Preisrückgänge von rund 1% p.a. Gleichzeitig stiegen die allgemeinen Lebenshaltungskosten im Jahr 2003 um 1,1% und 2004 um 1,6%. Die Steigerungsraten sind allerdings im wesentlichen durch Kostensteigerungen im Bereich Energie und Mieten getrieben. Ob sich hinsichtlich der Konsumneigung in Deutschland in den kommenden Jahren eine nachhaltige Besserung einstellt, wird unseres Erachtens im wesentlichen von der konjunkturellen Entwicklung abhängen, denn die hohe Sparquote und der damit in Verbindung stehende private Verbrauch hängt insbesondere mit der unsicheren Entwicklung am deutschen Arbeitsmarkt zusammen. Nach Untersuchungen der Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) setzen die Deutschen zum Jahresbeginn 2006 große Hoffnung in die allgemeine Wirtschaftsentwicklung. Ihre Neigung, größere Anschaffungen zu tätigen, nahm im Dezember erneut deutlich zu und erreichte nach vier Jahren erstmals wieder einen positiven Wert. Dagegen äußern sich die Konsumenten bei den Erwartungen an die persönliche Einkommensentwicklung weiterhin eher zurückhaltend.

## 5.2 Shoppingcenter mit Sonderkonjunktur

Entgegen dem allgemeinen Trend im deutschen Einzelhandel stellt sich die Situation in den Shoppingcentern deutlich positiver dar. Aus unserer Sicht ist dies eine konsequente Entwicklung, weil das Shoppingcenter-Konzept gegenüber dem herkömmlichen stationären Einzelhandel entscheidende Vorteile aufweist. Bei Shoppingcentern handelt es sich um bewußt geplante und optimierte Einkaufs-, Dienstleistungs- und Geschäftszentren, die einem einheitlichen Management unterstehen. Der Kunde findet hier ein breites (und oftmals räumlich aufeinander abgestimmtes) Produktangebot, nahe Parkplätze bzw. Infrastrukturanbindungen und einheitliche Öffnungszeiten. Hinzu kommt die positive Einkaufsatmosphäre, die sich durch Sicherheit und Sauberkeit der Center begründet.

Abb. 11: ECE Shoppingcenter mit Sonderkonjunktur



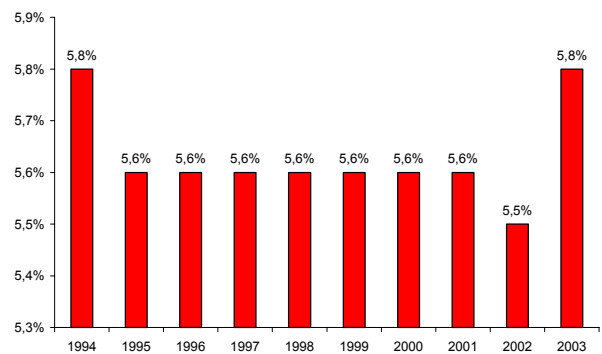
Quelle: ECE

M.M. Warburg Investment Research

Vor diesem Hintergrund hat sich die Zahl der Shoppingcenter in Deutschland in den vergangenen Jahren deutlich erhöht. Die Abgrenzung eines Shoppingcenters ist zwar nicht konkret definiert, es kann aber davon ausgegangen werden, daß in Deutschland mittlerweile rund 370 Center mit einer durchschnittlichen Verkaufsfläche von gut 30.000 qm existieren.

Es stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage, ob dieser Trend sich auch in den kommenden Jahren so fortsetzt. Aus unserer Sicht sprechen gute Gründe dafür. Zum einen sehen wir derzeit keinen Grund warum der Trend zugunsten der Shoppingcenter brechen sollte. Wir denken, daß dieses Konzept gegenüber dem herkömmlichen stationären Einzelhandel eindeutige Vorteile hat. Infolge der Aufhellung des Konsumklimas sollten die Shoppingcenter entsprechend überproportional profitieren. Vorstellbar ist aus unserer Sicht allerdings die Konzentration auf innerstädtische Einkaufszentren, die in Kombination mit Fußgängerzonen o.ä. weitere Einkaufserlebnisse und Möglichkeiten der Freizeitgestaltung mit sich bringen. Die Erfahrung mit innerstädtischen Einkaufszentren zeigt zudem, daß es mit ihrer Etablierung

Abb. 12: Versandhandel mit stabilen Marktanteilen



Quelle: Statistisches Bundesamt

M.M. Warburg Investment Research

nicht zwangsläufig zur Verdrängung angrenzender Geschäfte kommt. Diese können durch die Magnetwirkung der Center langfristig sogar profitieren. Darüber hinaus ist in Deutschland generell ein Bevölkerungstrend in die städtischen Zentren zu beobachten. Dies gilt insbesondere für die junge und kaufkräftige Klientel. Den Versandhandel halten wir für keine große Bedrohung der Shoppingcenter. Nach Auswertungen des Statistischen Bundesamtes und des Bundesverbandes des deutschen Versandhandels bewegte sich der Umsatz der Versender in den vergangenen Jahren relativ stabil bei 5-6% des gesamten deutschen Einzelhandelsumsatzes (s. Abb. 12). Auch für die Zukunft erwarten wir hier keine deutlichen Verschiebungen.

### 5.3 Renditestarke Investitionen in Shoppingcenter

Die Abkoppelung der Shoppingcenter von der schwachen Umsatzentwicklung im Einzelhandel wirkt sich auch auf die Werte der entsprechenden Immobilien aus. Während insbesondere Büroimmobilien in Deutschland von hohen Leerstandsquoten und rückläufigen Mietniveaus gekennzeichnet sind, stellt sich die Lage bei gut gemanagten Einzelhandelsimmobilien deutlich besser dar. Nach Analysen der Deutschen Immobilien Datenbank GmbH wiesen Handelsimmobilien im Zeitraum zwischen 2000 und 2004 überdurchschnittliche Total Returns (4,2% vs. 3,9% für alle Immobilienarten) und Netto-Cashflow-Renditen (5,7% vs. 5,1%) auf. Während die Wertänderungsrendite mit -1,4% in etwa dem durchschnittlichen Wert aller Immobilien entspricht, stellt sich die nachhaltige Entwicklung der Roherträge insbesondere im 9-Jahresvergleich günstiger als im gesamten Immobiliensegment dar. Unserer Einschätzung nach wird sich dieser Trend fortsetzen, wobei auch im Bereich der Einzelhandelsimmobilien eine differenzierte Entwicklung zu beobachten sein wird. Wir erwarten insbesondere für Fachmärkte und Immobilien in guten Lagen überproportionale Wertzuwächse, während Standorte in Nebenlagen oder Objekte mit hohen Leerstandsraten Wertverluste werden hinnehmen müssen.

Abb. 13: Rentable Shoppingcenter

	3 Jahre	5 Jahre	9 Jahre
<b>Total Return %</b>			
Handel	3,9	4,2	4,7
Büro	2,6	3,9	4,0
Wohnen	3,2	4,0	3,6
Gemischt	2,0	3,1	3,3
Andere Nutzungen	3,3	4,1	4,4
Alle Grundstücke	2,8	3,9	4,1
<b>Netto-Cashflow-Rendite %</b>			
Handel	5,6	5,7	6,0
Büro	5,1	5,2	5,2
Wohnen	4,3	4,3	4,6
Gemischt	4,2	4,4	4,6
Andere Nutzungen	5,2	5,3	5,3
Alle Grundstücke	5,0	5,1	5,2
<b>Wertänderungsrendite %</b>			
Handel	-1,6	-1,4	-1,1
Büro	-2,3	-1,2	-1,1
Wohnen	-1,1	-0,3	-1,0
Gemischt	-2,1	-1,3	-1,2
Andere Nutzungen	-1,8	-1,2	-0,8
Alle Grundstücke	-2,1	-1,1	-1,1
<b>Veränderung der nachhaltigen Roherträge %</b>			
Handel	-0,4	-0,2	0,2
Büro	-0,9	-0,2	-0,2
Wohnen	0,8	1,0	0,0
Gemischt	-0,7	-0,2	-0,4
Andere Nutzungen	-0,2	0,3	0,3
Alle Grundstücke	-0,6	0,0	-0,1

Quelle: DID

M.M. Warburg Investment Research

## 6 Finanzdiskussion

### 6.1 Die operative Entwicklung

#### 9-10% internes Wachstum p.a.

Die DES ist in den zurückliegenden 3 Jahren (2003-2005e) durchschnittlich um 9,5% im Umsatz gewachsen. Die Umsätze der DES stellen dabei die Mieterlöse aus den Beteiligungsobjekten dar. Getragen wurde die Expansion von soliden Zuwächsen der existierenden Shoppingcenter, die sich aus den Mietsteigerungen ergeben. Das Mietniveau ist einerseits an die Inflationsrate gekoppelt, andererseits steigt die Miete mit wachsenden Umsätzen der Einzelhändler in den Shoppingcentern. Vor diesem Hintergrund lag die organische Wachstumsrate in den beiden vergangenen Jahren bei 1,5-2,0%, der umsatzinduzierte Mietanteil lag 2004 bei 2,6% (rd. 1,6 Mio € nach 1 Mio € in 2003). 2005 dürfte der Anteil weiter leicht gestiegen sein. Neben den organischen Umsatzzuwächsen tragen die Mieteinnahmen aus neuen Beteiligungen kontinuierlich zum Umsatzwachstum der DES bei. Geht man auch für die kommenden Jahre von einem jährlichen Investitionsvolumen für neue Beteiligungen in Höhe von 150 Mio € aus und unterstellt eine nachhaltige Rendite von 6-7% auf die investierten Mittel, ergibt sich hieraus ein jährlicher Umsatzzuwachs in Höhe von rund 9-10 Mio € für die kommenden Jahre.

2006 kommt umsatzseitig ein Sondereffekt hinzu, der zu einer deutlichen Umsatzsteigerung führen wird. Bedingt durch die Aufstockung der Anteile am Main-Taunus-Zentrum (MTZ) von bisher 37,4% auf 43,1% und der daraus folgenden Quotenkonsolidierung der Beteiligung ergibt sich unserer Schätzung nach ein zusätzlicher Umsatz von rund 8-9 Mio €. Bisher wurde das MTZ als Finanzbeteiligung geführt, wo die Beteiligungserträge ab 2006 konsequenterweise entfallen. Aufgestockt wurden ferner die Beteiligungsquoten am Rhein-Neckar-Zentrum (92,8% auf 99,8%) und am Shoppingcenter im französischen Annemasse (92,8% auf 99,8%). Hinzu kommen erstmals Umsätze aus den neu eröffneten Shoppingcentern in Dessau (7,7 Mio €) und Klagenfurt (Eröffnung im Frühjahr 2006, Mieterlöse zeitanteilig für 9 Monate: 3,8 Mio €). Vor diesem Hintergrund dürfte der DES-Konzernumsatz im laufenden Jahr 2006 um 25% auf über 90 Mio € zulegen. Für die Jahre 2007 und 2008 gehen wir von weiteren Umsatzsteigerungen aus, die sich aus organischen Mietzuwächsen im Umfang von 1,5-2,0% bewegen sollten, zuzüglich der Umsatzzuwächse aus Akquisitionen. Absehbar ist bereits, daß der Neuerwerb der Stadtgalerie Hameln ab 2008 mit Mieterlösen von rund 6 Mio € positiv zum Konzernumsatz beitragen wird. Zudem wirkt die von der Bundesregierung geplante Anhebung der Mehrwertsteuer zweifach auf die DES-Mieterlöse: Zum einen dürfte die Inflationsrate 2007 einen spürbaren Schub erhalten, der die preisindexierten Mieten nach oben treibt, zum anderen könnten sich durch die steigenden Preise die Um-

sätze der Einzelhändler erhöhen, was sich positiv auf die umsatzindexierten Mieten auswirkt. Zudem ist 2006 mit konsumtiven Vorzieheffekten bei der Anschaffung von Gütern zu rechnen, um der Mehrwertsteuererhöhung ab 2007 zu entgehen. Hieraus sind ebenfalls (einmalige) Umsatzzuwächse im Jahr 2006 zu erwarten.

## 6.2 Die Gewinne vor und nach Steuern

### Finanzergebnis wird zukünftig negativer

Das Beteiligungsergebnis ist bei der DES durch drei unterschiedliche Komponenten geprägt:

1. Zinsergebnis: Da die Investitionen im Sinne einer optimierten Kapitalstruktur teilweise auch durch Fremdkapital finanziert werden, fällt bei der DES ein nicht unerheblicher Zinsaufwand an. Im Jahr 2004 lag dieser bei 25,3 Mio €. Der Bestand an langfristigen Finanzschulden lag bei knapp 600 Mio €. Der durchschnittliche Effektivzinssatz der langfristigen Verbindlichkeiten lag Ende 2004 mit 5,66% relativ hoch. Das Management sieht hier Ergebnisverbesserungspotential. So könnte die Ablösung der Verbindlichkeiten zugunsten kürzerer Laufzeiten als auch der Einsatz alternativer Finanzierungsinstrumente (Genußscheine, Commercial Papers) zu einer niedrigeren Zinsbelastung führen. Vor diesem Hintergrund gehen wir für die kommenden Jahre von (im Verhältnis zum wachsenden Fremdkapital) unterproportional steigenden Zinsaufwendungen aus. Mittelfristig sollten die durchschnittlichen Zinssätze unterhalb von 5% liegen.

2. Beteiligungsergebnis: Bis Ende 2005 wurden die Beteiligungen am Main-Taunus-Zentrum und an der Galeria Dominikanska, Breslau, im Finanzvermögen geführt. Dementsprechend fielen die Liquiditätsüberschüsse im Beteili-

gungsergebnis an. Bedingt durch die Aufstockung der Beteiligung am Main-Taunus-Zentrum von 37,4% auf nunmehr 43,1% erfolgt die bilanzielle Zuordnung zukünftig im Sachanlagevermögen, womit die Mieterträge zukünftig als Umsatz statt bisher als Beteiligungsertrag gebucht werden. Als einzige Finanzbeteiligung wird dementsprechend zukünftig nur noch die Galeria Dominikanska in Breslau geführt. Das Ergebnis aus Finanzbeteiligungen dürfte dementsprechend im Jahr 2006 bei nur noch 1 Mio € (2005e: 5 Mio €) liegen.

3. Bewertungsergebnis: Da die DES nach IFRS bilanziert, werden die Beteiligungen an den Shoppingcentern einmal jährlich von externen Gutachtern bewertet. Die Bewertungsverfahren beruhen auf Discounted-Cashflow-Verfahren. Hierfür wiederum spielen einerseits die zu erwartenden Mieteinnahmen, andererseits der zugrunde liegende Diskontierungsfaktor die entscheidende Rolle. Während die Mieteinnahmen auf Basis der existierenden Mietverträge relativ stabil und gut abzuschätzen sind, stellt sich die Ermittlung des adäquaten Diskontierungsfaktors als sehr komplex dar. Der Diskontierungsfaktor wird von bis zu 150 unterschiedlichen Variablen beeinflusst (abgeleitet aus Mikro- und Makroinflüssen), mit dem Ziel, das Risiko des Investments korrekt abzubilden. Da die Mieteinnahmen indexiert sind und somit mindestens mit den allgemeinen Lebenshaltungskosten steigen, resultiert hieraus (ceteris paribus) ein permanentes positives Bewertungsergebnis. Steigt allerdings der Diskontierungsfaktor, bedingt durch ein deutlich steigendes Zinsniveau oder Verschlechterungen im Makroumfeld der Shoppingcenter (hohe regionale Arbeitslosigkeit etc.), kann dies den positiven Effekt der steigenden Mieteinnahmen überkompensieren und negative Bewertungsanpassungen zur Folge haben. Da wir insbesondere mögliche Veränderungen im Diskontierungsfaktor aufgrund der Komplexität

Abb. 14: Kontinuierliche Aufwärtsentwicklung bei den Beteiligungen erwartet

Inland	Land	sol. *	Kon- Beteiligungs- quote in %	Investitions- vol. in Mio €	Ankaufs- jahr	Eröffnung/ Neueröffnung	Umsatz (Mio €)					CAGR %	
							2003	2004	2005e	2006e	2007e		2008e
Rathaus Center, Dessau	D	V	94.9	100	2006	2006	0.0	0.0	0.0	7.7	7.8	8.0	1.9%
Rhein-Neckar-Zentrum, Viernheim	D	V	99.8	274	2000	1972/2003	14.8	15.7	16.1	17.5	18.3	19.0	5.1%
Stadtgalerie, Hameln	D	V	95.0	82	2008	2006	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	6.0	n.m.
Allee-Center, Hamm	D	V	87.7	96	2002	1992/2003	8.8	8.9	9.1	9.3	9.6	10.0	2.6%
City-Galerie, Wolfsburg	D	V	89.0	108	2000	2001	7.7	7.7	7.9	8.1	8.3	8.6	2.2%
City-Arkaden, Wuppertal	D	V	72.0	96	2000	2001/2004	7.7	7.4	7.5	7.6	7.8	8.1	1.0%
Forum, Wetzlar	D	V	65.0	72	2003	2005	0.0	0.0	4.5	5.0	5.1	5.3	5.5%
Altmarkt-Galerie, Dresden	D	Q	50.0	96	2000	2002	5.7	6.1	6.2	6.4	6.6	6.8	3.6%
Phoenix-Center, Hamburg	D	Q	50.0	80	2003	2004	0.0	1.6	4.9	5.0	5.2	5.4	3.3%
City-Point, Kassel	D	Q	40.0	48	2000	2002	2.9	2.9	2.9	3.0	3.1	3.2	2.0%
Main-Taunus-Zentrum, Sulzbach	D	Q	43.1	140	2000	1964/2004	18.0	19.0	20.0	20.5	21.0	21.5	3.6%
<b>Summe Inland</b>				<b>1,192</b>			<b>65.6</b>	<b>69.3</b>	<b>79.1</b>	<b>90.1</b>	<b>92.8</b>	<b>101.9</b>	<b>9.2%</b>
<b>Ausland</b>													
Centro Commerciale Tuscia, Viterbo	I	V	100	24	2001	1998/2001	2.6	2.7	3.1	3.2	3.3	3.4	5.5%
Centro Commerciale Friuli, Udine	I	V	0				4.4	2.5	0.0	0.0	0.0	0.0	n.m.
Shopping Etrembieres, Annemasse	F	V	99.8	39	2000	1994	3.3	3.5	3.8	4.0	4.2	4.4	5.9%
Arkad, Pecs	H	Q	50	36	2002	2004	0.0	2.6	3.3	3.5	3.8	4.0	6.6%
City Arkaden, Klagenfurt	A	Q	50	72	2004	2006	0.0	0.0	0.0	3.8	5.1	5.2	17.0%
Galeria Dominikanska, Breslau	P	Q	33.3	24	2003	2001	0.0	0.0	3.3	3.5	3.8	4.0	6.9%
<b>Summe Ausland</b>				<b>195</b>			<b>10.3</b>	<b>11.3</b>	<b>13.5</b>	<b>18.0</b>	<b>20.2</b>	<b>21.0</b>	<b>15.3%</b>

\* V=Vollkonsolidierung, Q=Quotenkonsolidierung

M.M. Warburg Investment Research

seiner Ermittlung nicht antizipieren können, haben wir für das zukünftige Ertragsszenario jährliche positive Bewertungsergebnisse in Höhe von 1% des investierten Kapitals unterstellt. Da die zukünftige Inflationsrate tendenziell eher bei 1,5-2% p.a. liegen sollte, ergibt sich hieraus ein gewisser Puffer aus einer möglichen Erhöhung des Diskontierungssatzes infolge steigender Zinsen.

Alles in allem gehen wir davon aus, daß das Finanzergebnis der DES 2005 bedingt durch positive Bewertungsänderungen in Höhe von 30 Mio € (u.a. Erstbewertung des Phoenix-Centers in Hamburg und des Forums in Wetzlar) bei 7,2 Mio € lag, 2006 aber bedingt durch die Umbuchung der Beteiligung am MTZ und ein geringeres Bewertungsergebnis mit –15 Mio € ausfallen wird. Mittelfristig ergibt sich allerdings aus der Optimierung der Finanzierungsstrukturen ein deutliches Verbesserungspotential in diesem Bereich.

**Abb. 15: Entwicklung Ergebnis vor und nach Steuern**

in T €	2004	2005e	2006e	2007e	2008e
EBIT	50.678	58.829	75.209	78.782	84.140
Marge (%)	82,5	81,9	83,0	83,6	84,5
+ Zinsergebnis	-25.312	-28.644	-30.200	-31.000	-31.400
+ Beteiligungsergebnis	4.799	4.923	1.000	1.043	1.087
+ Bewertungsergebnis	8.018	30.873	14.030	13.030	13.030
= Ergebnis v. Steuern	38.183	65.981	60.039	61.855	66.857
- Steuern	-11.756	-19.110	-18.012	-18.556	-20.057
- Anteile Dritter	1.309	-2.333	-2.753	-2.771	-2.753
= Gewinn nach Steuern	27.736	44.538	39.274	40.527	44.047
<b>EPS (€)</b>	<b>1,78</b>	<b>2,82</b>	<b>2,29</b>	<b>2,36</b>	<b>2,56</b>

*M.M. Warburg Investment Research*

### **Steuerquote könnte bei Umwandlung in REIT deutlich fallen**

Die ausgewiesene Steuerquote der DES liegt bei rund 30%, die absolute Steuerlast lag 2004 bei 11,8 Mio €. Von diesem Betrag entfielen allerdings 8,1 Mio € auf passive latente Steuern. Da die operativ tätigen Beteiligungsgesellschaften nach HGB-Standards berichten und von daher regelmäßige Abschreibungen auf den Immobilienbestand vornehmen, müssen in der IFRS-Rechnung der DES Holding die entsprechenden latenten Steuern gebildet werden. Der tatsächliche Steueraufwand belief sich 2004 auf 2,7 Mio € im Bereich der Ertragssteuern und knapp 1 Mio € im Bereich der sonstigen Steuern (im wesentlichen Grundsteuer für die Beteiligungsobjekte). Eine Gewerbesteuer fällt bei der DES nicht an, da das Unternehmen als vermögensverwaltende Holding klassifiziert und damit nicht gewerbesteuerpflichtig ist.

Für die kommenden Jahre haben wir ebenfalls einen Steuersatz von 30% unterstellt. Sollten allerdings REITs in Deutschland eingeführt werden und die DES sich in eine solchen umwandeln, entfielen aller Wahrscheinlichkeit nach der größte Teil des latenten Steueraufwandes mit einer entsprechenden positiven Auswirkung auf die EPS.

Für das operative Ergebnis (EBIT) der DES erwarten wir für 2006 einen Anstieg um rund 25% auf 75,2 Mio €, der vor allem aus den bereits diskutierten Umbuchungen von Beteiligungen und den Neuakquisitionen resultiert. Der Konzerngewinn nach Steuern und Anteilen Dritter könnte unserer Einschätzung nach mit 39,3 Mio € dennoch unter dem Niveau des Jahres 2005 ausfallen, weil sich das Finanzergebnis wie oben dargestellt deutlich verschlechtern wird. Da wir zunächst von keinen weiteren Kapitalerhöhungen mit einer entsprechend höheren Aktienanzahl ausgehen, sollten die EPS analog in 2006 bei 2,29 € liegen, um 2007 auf 2,36 € zu steigen.

### 6.3 Der Cashflow und die Investitionen

#### *Stabile Investitionsquote*

Die DES verfolgt hinsichtlich ihrer Investitionen vom Grundsatz her eine „Buy & Hold“-Strategie. Veräußerungen nimmt das Unternehmen nur in Einzelfällen zur Portfoliooptimierung vor. Diese Strategie hat auch steuerliche Vorteile, da die DES damit als vermögensverwaltende Holding klassifiziert ist und somit von der Gewerbesteuerpflicht befreit ist. Die DES will nach Planungen des Managements auch zukünftig durch die Akquisition weiterer Beteiligungen an Shoppingcentern wachsen. Das angestrebte Investitionsvolumen wird dabei mit rund 150 Mio € p.a. beziffert. Allerdings betont das Management, daß die Investitionspolitik stark opportunitätsgetrieben ist und nur in Objekte investiert wird, die eine nachhaltige Rendite von 6-7% versprechen. Bevorzugt werden zudem Investitionsprojekte mit einem Volumen bis 150 Mio €, um Klumpenrisiken in der Portfoliostruktur zu vermeiden. Generell übernimmt die DES die Investitionsobjekte mehrheitlich und strebt aus Gründen der Steueroptimierung ein Alleineigentum an. Bei größeren Investitionsvorhaben liegt die Untergrenze der Beteiligung bei 50%. Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, daß die zukünftigen Investitionen ausschließlich ins Sachanlagevermögen getätigt werden.

Die Finanzierung der Investitionen erfolgt zu Teil über die Aufnahme von Fremdkapital, gleichzeitig strebt die DES jedoch eine Konzern-Eigenkapitalquote von mindestens 45% an. Insofern ergibt sich im Zusammenhang mit der Investitionspolitik bei der Unterschreitung der angestrebten Bilanzrelationen entweder die Notwendigkeit, Beteiligungen zu veräußern (so geschehen mit dem Shoppingcenter in Udine) oder alternativ die Inanspruchnahme des Kapitalmarktes in Form von Kapitalerhöhungen (so geschehen im November 2005). Generell nimmt die DES aber erst dann frisches Kapital auf, wenn konkrete Projekte zur Finanzierung anstehen. Eine „Kriegskasse“ wird nicht vorgehalten, da dann die vorhandenen Mittel zu niedrigen Zinsen am Geld- und Kapitalmarkt angelegt werden müßten und die Ergebnisse verwässern würden. Entsprechende Zwischenfinanzierungen werden von Banken dargestellt.

Investitionen erfolgen entweder in neue Beteiligungen oder teilweise auch in die Aufstockung bereits existierender Investments. Ende 2005 beispielsweise wurde die Beteiligung am Rhein-Neckar-Zentrum von 92,8% auf 99,8% erhöht. Die Strategie des nicht vollen Beteiligungserwerbs dient der Steueroptimierung.

#### *Spielraum für höhere Dividenden*

Der operative Cashflow wird weitestgehend für die Zahlung der Dividende verwendet. Da die DES als Dividendenausschüttungsmodell konzipiert ist, wurde auch bereits in den vergangenen Jahren eine Dividende in Höhe von 30 Mio € (5% auf das von den Aktionären zur Verfügung gestellte Eigenkapital) ausgeschüttet. In Anbetracht der Tatsache, daß

die ursprünglichen 600 Mio € erst im vergangenen Jahr investiert waren und damit die avisierten Erträge brachten, erfolgte die Ausschüttung in den ersten Jahren der Geschäftstätigkeit auch zu Lasten der Kapitalrücklage (operativer Cashflow Konzern 2004: 21,7 Mio €). Dies ist jedoch gänzlich unkritisch, da hinsichtlich der Dividendenausschüttung für die DES der Free Cashflow der in Betrieb befindlichen Beteiligungen die entscheidende Größe ist. Dieser Free Cashflow lag 2004 bei 30,7 Mio € (Vorjahr: 28,0 Mio €), so daß erstmals in der Unternehmensgeschichte hieraus die volle Dividende in Höhe von 30 Mio € gezahlt werden konnte. Seit 2001 ist der relevante Free Cashflow von 18,1 Mio € kontinuierlich auf 30,7 Mio € in 2004 gestiegen. Die entsprechende Zahl für 2005 ist noch nicht bekannt, wir rechnen allerdings mit einem weiteren Zuwachs auf rund 33 Mio €.

Angesichts dieser Entwicklung sollte auch die Dividende in den kommenden Jahren weiter zulegen. Hinsichtlich der Dividende weist die DES noch eine wichtige Besonderheit auf, denn sie wird steuerfrei an den Aktionär ausgeschüttet. Der Grund hierfür liegt im Einkommensteuergesetz. Es besagt, daß für in Deutschland ansässige Aktionäre keine Einkommen- und Körperschaftsteuern anfallen, sofern die Dividendenzahlung als Eigenkapitalrückzahlung eingestuft wird. Dies ist bei der DES der Fall und wird auch in den kommenden Jahren noch wirksam sein, theoretisch, bis die Summe der Dividenden die Kapitalrücklage übersteigt. Da diese jedoch durch Kapitalerhöhungen infolge der Expansionsstrategie weiter wächst, ist die steuerfreie Dividendenzahlung noch eine Reihe von Jahren möglich.

### 6.4 Die Bilanzstruktur

#### *Passivseite*

Die Eigenkapitalquote (ohne EK-Anteile fremder Gesellschafter) des DES-Konzerns lag im Jahr 2004 bei 46,4% und sank per Ende September 2005 auf 45,2%. Zum Jahresende 2005 sollte die EK-Quote allerdings bei rund 50% gelegen haben. Hierfür sind die erfolgreiche Kapitalerhöhung (Bruttoemissionserlös: 67 Mio €) und der Konzernjahresüberschuß in Höhe von 44,5 Mio € verantwortlich (unserer Schätzung zufolge inklusive einer positiven Bewertungsänderung in Höhe von 30 Mio €). Wie bereits oben beschrieben soll die Eigenkapitalquote langfristig bei mindestens 45% liegen. In Abhängigkeit von der zeitlichen Abfolge des Investitionsprozesses kann es hier jedoch zu Schwankungen kommen.

Per Ende September 2005 verfügte der DES-Konzern über eine Nettoverschuldung (Bankverbindlichkeiten abzüglich Wertpapiere und flüssige Mittel) von 502 Mio €. Während sich die kurz- und langfristigen Finanzschulden auf 632 Mio € beliefen (unterlegt mit den Immobilienwerten), verfügte das Unternehmen über eine Liquidität von 130 Mio €. Die durchschnittliche Zinsbelastung der langfristigen Verbind-



lichkeiten gegenüber Kreditinstituten lag 2004 bei 5,66%, wobei 91% der Verbindlichkeiten eine Laufzeit von mehr als 5 Jahren haben. Wir erwarten hier in Zukunft tendenziell eine Verkürzung der durchschnittlichen Laufzeiten mit entsprechend günstigeren Finanzierungssätzen.

### Aktivseite

Die Aktivseite der DES-Konzernbilanz ist von den Investitionen in die derzeit 16 Shoppingcenter geprägt. Per Ende September 2005 belief sich das Anlagevermögen auf der Aktivseite mit 1,25 Mrd € auf ca. 90% der Bilanzsumme. Diese Relation wird sich auch zukünftig kaum verschieben, weil neue Investitionen in dieser Position gebucht werden. Das Umlaufvermögen belief sich per Ende September 2005 auf 146 Mio € und enthielt 130 Mio € liquider Mittel, die weiteren Investitionszwecken dienen. Ein bilanzieller Goodwill existiert nicht.

Abb. 16: Bilanzstruktur

in Mio €	2004	2005e	2006e	2007e	2008e
<b>Aktivseite</b>					
Sachanlagen	1,101.6	1,278.6	1,455.6	1,555.6	1,668.7
Fin.anlagen	101.7	102.0	112.0	112.0	112.0
Vorräte	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Forderungen LL	2.0	1.8	2.3	2.4	2.5
Sonst. Ford.	14.7	15.7	16.0	16.0	16.0
Liquide Mittel	150.2	130.7	63.4	74.2	68.8
Sonst. Aktiva	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Summe	1,370.2	1,528.8	1,649.3	1,760.2	1,868.0
<b>Passivseite</b>					
Eigenkapital	684.4	754.2	785.9	810.4	816.6
Rückstellungen	18.2	5.0	6.0	7.0	8.0
Finanzschulden	597.7	698.7	778.7	878.7	978.7
Verb. LL	3.7	2.0	2.5	2.6	2.8
Sonst. Verb.	14.6	8.9	11.2	11.5	11.9
Latente Steuern	51.6	60.0	65.0	50.0	50.0
Summe	1,370.2	1,528.8	1,649.3	1,760.2	1,868.0

M.M.Warburg Investment Research

## 6.5 Net Asset Value

Ein wichtiger Indikator für die Wertentwicklung von Immobilienunternehmen ist der Net Asset Value (NAV), der auch als Substanzwert interpretiert werden kann. Die Basis für die Ermittlung des NAV bilden die jährlich von externen Gutachtern ermittelten Verkehrswerte der Immobilien. Hinzugaddiert wird das Umlaufvermögen, in Abzug gebracht werden die entsprechenden Verbindlichkeiten und die Minderheitenanteile am Eigenkapital. Sinnvoll ist aus unserer Sicht auch, die latenten Steuern in Abzug zu bringen, um zum sogenannten Net Net Asset Value (NNAV) zu gelangen.

Abb. 17: Net Asset Value

in Mio €	2004	2005e	2006e	2007e	2008e
Sachanlagevermögen	1.203	1.381	1.568	1.668	1.781
Umlaufvermögen	167	148	82	93	87
<b>Gesamtvermögen</b>	<b>1.370</b>	<b>1.529</b>	<b>1.649</b>	<b>1.760</b>	<b>1.868</b>
langfristige Verbindlichkeiten	598	699	779	879	979
kurzfristige Verbindlichkeiten	37	16	20	21	23
Nettovermögen	736	814	851	860	867
Anteile 3. am EK	49	55	55	55	55
Net Asset Value DES	687	759	796	805	812
<b>NAV je Aktie (in €)</b>	<b>44,0</b>	<b>45,7</b>	<b>46,3</b>	<b>46,9</b>	<b>47,2</b>
Latente Steuern	52	60	65	50	50
Net Net Asset Value	635	699	731	755	762
<b>NNAV (in €)</b>	<b>40,7</b>	<b>44,3</b>	<b>42,5</b>	<b>44,0</b>	<b>44,3</b>

M.M.Warburg Investment Research

Die DES veröffentlichte erstmals 2004 einen NAV, ebenso wurde der Wert rückwirkend für Ende 2003 ermittelt. Dementsprechend lag der NAV je Aktie Ende 2003 bei 43,68 € und stieg bis Ende 2004 auf 43,96 €. Zum Jahresende 2005 lag der NAV nach vorläufigen Zahlen mit 45,70 € je Aktie um 4% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Ursächlich für den Zuwachs in 2004 war insbesondere die Einbeziehung der Einkaufszentren Phoenix-Center in Hamburg und des Forums in Wetzlar. Beide Center wurden 2005 erstmals in die NAV Bewertung einbezogen und waren bisher zu Anschaffungs-/Herstellungskosten bilanziert. Für die kommenden Jahre gehen wir von einem weiter steigenden NAV je Aktie aus. Die Gründe liegen einerseits in der Einbeziehung der Shoppingcenter in Dessau und Hameln in die NAV-Berechnung, die 2006 (Dessau) bzw. 2008 (Hameln) erwartet werden kann. Zum anderen sollten die indextierten Mieten für einen kontinuierlich steigenden NAV um 1-2% p.a. führen.

Für das Jahr 2006 gehen wir dementsprechend von einem NAV je Aktie in Höhe von 46,30 € aus, der bis zum Jahr 2008 (ohne Berücksichtigung weiterer Akquisitionen) auf 47,20 € je Aktie ansteigen könnte.

## 7 Sonderthema REITs in Deutschland

### *Einführung 2007 ungewiß*

In Deutschland wird derzeit intensiv über die Etablierung einer neuen Assetklasse, dem REIT (Real Estate Investment Trust), diskutiert. Grundsätzlich handelt es sich hier um unternehmerisch tätige Immobiliengesellschaften, die auf Gesellschaftsebene von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit sind, sofern sie ihre Erträge im wesentlichen an ihre Anleger ausschütten und darüber hinaus weitere Voraussetzungen erfüllt sind. REITs stellen damit eine Mischform aus Immobilienfonds und börsennotierten Immobilienaktiengesellschaften dar. Die vergleichsweise hohen Dividenden sind - entsprechend der Handhabung bei offenen Immobilienfonds - dafür beim Aktionär steuerpflichtig. Üblicherweise haben REITs die Rechtsform einer Aktiengesellschaft. Die Produkte eignen sich grundsätzlich für Privatanleger zum langfristigen Vermögensaufbau als auch für institutionelle Investoren als weiteres Medium für die Vermögensanlage und -diversifikation. In den USA existieren REITs schon seit 40 Jahren und haben sich inzwischen zum Standard der indirekten Immobilienanlage entwickelt. Weltweit schaffen immer mehr Länder die rechtlichen und steuerlichen Voraussetzungen für die Errichtung dieser Assetklasse. In Europa sind REITs beispielsweise in Belgien, den Niederlanden, Frankreich, Luxemburg, Spanien und Italien zugelassen, wobei die rechtlichen und steuerlichen Rahmenbedingungen äußerst inhomogen sind. Auch in Großbritannien ist die Einführung von REITs für Anfang 2006 geplant.

In Deutschland besteht ein relativ breiter politischer Konsens über die zügige Einführung von REITs. Mit der Bildung der großen Koalition nach der Bundestagswahl im September 2005 verband sich die Hoffnung auf einen Start der neuen Assetklasse zum 01.01.2007. Die Einführung steht aber unter dem Vorbehalt der Lösung steuerlicher Probleme. Diese liegen vor allem darin begründet, daß ausländische Anleger aufgrund von existierenden Doppelbesteuerungsabkommen Dividenden komplett steuerfrei vereinnahmen können, nachdem bereits das Unternehmen von der Pflicht zur Steuerzahlung befreit ist. Zudem waren in den vergangenen Wochen zunehmend kritische Stimmen aus der SPD zu hören, die infolge der Einführung von REITs mit Mietsteigerungen insbesondere im Bereich der Wohnimmobilien rechnen und damit eine Ablehnung des Vorhabens signalisieren. Aus unserer Sicht führt mittelfristig allerdings kein Weg an der Einführung von REITs in Deutschland vorbei. Die steuerlichen Probleme halten wir für lösbar.

### *Mögliche Auswirkungen auf die DES*

Die DES ist heute schon ein „Quasi“-REIT. Die international üblichen Kriterien - insbesondere hinsichtlich der Kon-

zentration auf langfristige Immobilieninvestments und eine hohe Ausschüttungsquote an die Anteilseigner - erfüllt das Unternehmen. Zudem ist die Dividende schon heute steuerfrei (s. Kapitel 6.3). Vor diesem Hintergrund könnte sich die DES bei Vorliegen attraktiver REIT-Rahmenbedingungen problemlos in einen solchen umwandeln. Zwei Dinge würden sich dennoch ändern:

- Die EPS würden dramatisch steigen, da das Unternehmen aufgrund der Steuerfreiheit keine latenten Steuern mehr bilden bräuchte. Im Jahr 2004 lagen die latenten Steuern bei 8,1 Mio € oder 0,52 € je Aktie.
- Derzeit profitieren Aktionäre von der Steuerfreiheit der Dividende. Mit der Einführung von REITs würde für die Dividendenzahlung der REITs das Halbeinkünfteverfahren aber wahrscheinlich abgeschafft, so daß die Dividende voll mit dem persönlichen Einkommensteuersatz des Aktionärs zu versteuern wäre.

**Ralf Dibbern**

<b>Deutsche Euroshop</b>		RALF DIBBERN, + 49 (0) 40 / 3282 -2486					
	<b>2003</b>	<b>2004</b>	<b>2005e</b>	<b>2006e</b>	<b>2007e</b>	<b>2008e</b>	
<b>Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)</b>							
Umsatz	57,9	61,4	71,8	90,6	94,2	99,6	
Herstellungskosten	---	---	---	---	---	---	
Rohertrag	57,9	61,4	71,8	90,6	94,2	99,6	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-0,8	-0,8	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	-16,6	-9,9	-12,2	-14,5	-14,5	-14,5	
EBITDA	40,5	50,7	58,8	75,2	78,8	84,2	
Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBIT	40,5	50,7	58,8	75,2	78,8	84,1	
Finanzergebnis	-12,3	-12,5	7,2	-15,2	-16,9	-17,3	
a.o. Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Ergebnis vor Steuern	28,2	38,2	66,0	60,0	61,9	66,9	
EE-Steuern	-8,5	-11,8	-19,1	-18,0	-18,6	-20,1	
(Steuerquote in %)	-30,2	-30,8	-29,0	-30,0	-30,0	-30,0	
Jahresüberschuß	19,7	26,4	46,9	42,0	43,3	46,8	
Jahresüberschuß n. Anteilen Dritter	19,3	27,7	44,5	39,3	40,5	44,0	
Ergebnis je Aktie (St.)	1,23	1,78	2,82	2,29	2,36	2,56	
<b>Wachstum (in%)</b>	<b>CAGR (03/08)</b>						
Umsatz	11,5 %	24,5	6,1	16,9	26,1	4,0	5,7
EBITDA	15,7 %	24,8	25,1	16,1	27,8	4,7	6,8
EBIT	15,7 %	272,7	25,1	16,1	27,8	4,8	6,8
Jahresüberschuß n. Anteilen Dritter	18,0 %	---	43,9	60,6	-11,8	3,2	8,7
<b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>							
Herstellungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	1,3	1,3	1,1	0,9	1,0	0,9	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
<b>Cash flow (in Mio €)</b>							
Operativer Cash flow	20,6	21,7	4,3	32,6	36,1	39,9	
Investitionen (SA + imm. VG)	71,7	75,2	40,0	40,0	30,0	30,0	
Veränderung Working Capital	0,0	0,1	1,5	-0,1	0,0	0,0	
Oper. free cash flow	-51,1	-53,6	-37,2	-7,3	6,1	9,9	
Cash flow	13,8	18,4	16,0	28,0	30,3	33,8	
<b>Produktivität (in Tsd €)</b>							
Umsatz / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
<b>Rentabilität (in %)</b>							
EBITDA / Umsatz	70,0	82,5	81,9	83,1	83,7	84,5	
EBIT / Umsatz	70,0	82,5	81,9	83,0	83,6	84,5	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	48,7	62,2	91,9	66,3	65,7	67,1	
Jahresüberschuß / Umsatz	33,3	45,2	62,0	43,4	43,0	44,2	
EK-Rendite	2,8	4,1	5,9	5,0	5,0	5,4	
GK-Rendite	1,6	2,0	2,9	2,4	2,3	2,4	
ROCE	3,9	4,5	4,4	5,1	5,0	5,0	
<b>Bilanz (in Mio €)</b>							
Sachanlagen	995,1	1.101,6	1.331,6	1.455,6	1.555,6	1.668,7	
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Working capital	-1,8	-1,7	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	
Umlaufvermögen	145,1	166,9	95,2	81,7	92,5	87,3	
Capital employed (CE)	1.034,3	1.114,6	1.347,1	1.471,4	1.571,4	1.684,4	
Eigenkapital	695,3	684,4	754,2	785,9	810,4	816,6	
Eigenkapitalquote in %	56,1	49,9	49,3	47,7	46,0	43,7	
Nettoverschuldung (+), -liquidität (-)	379,4	454,1	624,1	719,2	808,4	913,8	
Gearing in %	54,6	66,4	82,8	91,5	99,8	111,9	
<b>Kurs St. am 08.02.2006: 50,50 €</b>							
<b>Bewertung</b>							
Gewinn je Aktie St. (€)	1,23	1,78	2,82	2,29	2,36	2,56	
Cash Flow je Aktie (€)	0,89	1,18	1,01	1,63	1,76	1,97	
Aktienanzahl St. (Mio)	15,6	15,6	15,8	17,2	17,2	36,8	
KGV St.	25,7	19,8	15,5	22,1	21,4	19,7	
KCFV	35,7	29,8	43,2	31,0	28,7	25,7	
EV / Umsatz	14,34	15,49	17,66	16,89	17,19	27,27	
EV / EBITDA	20,5	18,8	21,6	20,3	20,5	32,3	
EV / EBIT	20,5	18,8	21,6	20,3	20,6	32,3	

Anhang I: Internationaler Vergleich

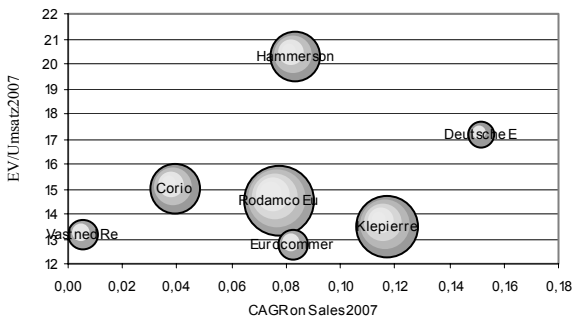
Sektor

Abb. 18 : Peer-Group Deutsche Euroshop

	Anm.	Reuters Code	Kurs (€) 08.02.2006	Markt- Kapitalisierung	KGV			
					2005	2006e	2007e	2008e
Corio	2)	CORN.DE	49,87	3.354	14,7	15,4	11,2	10,2
Deutsche Euroshop	1)	DEQn.DE	50,50	868	15,5	22,1	21,4	19,7
Eurocommercial Properties	2)	ECMPP.PA	30,46	1.075	19,3	18,4	17,0	16,7
Hammerson Property	2)	HMSO.L	15,43	4.394	31,2	35,8	30,8	27,8
Klepierre	2)	LOIM.PA	85,50	3.947	28,8	27,7	23,6	13,1
Rodamco Europe	2)	RDMB.PA	72,20	6.472	16,8	17,6	14,1	13,9
Vastned Retail	2)	VASN.PA	57,10	965	15,3	15,8	15,6	12,3
Durchschnitt					20,2	21,8	19,1	16,2
Median					16,8	18,4	17,0	13,9
Gesamt				21.074				

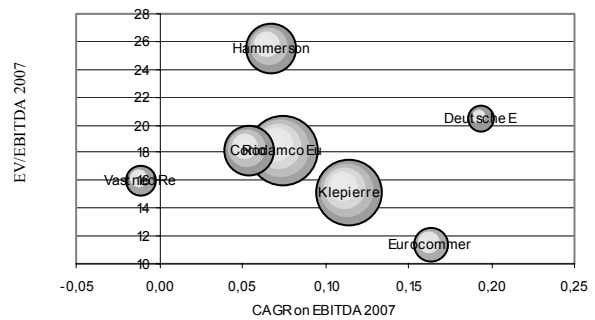
Anm. : 1) M.M.Warburg Schätzungen, 2) JCF Konsensschätzungen

Abb. 19 : Umsatzwachstum/-multiple



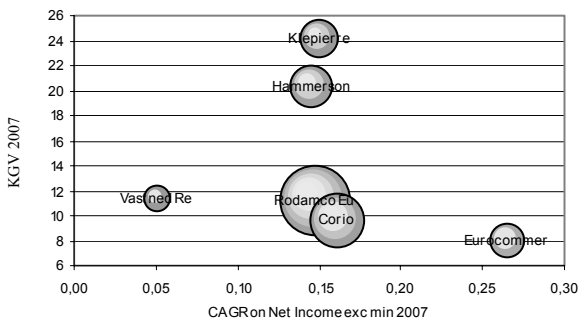
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 20 : EBITDA-Wachstum/-multiple



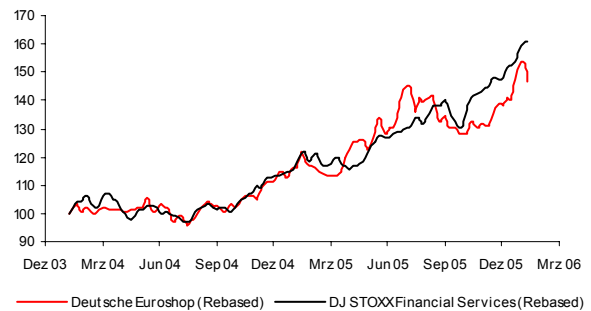
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 21 : Jahresüberschuß-Wachstum und KGV



M.M.Warburg Investment Research

Abb. 22 : Performance und Benchmarkindex



Quelle : JCF

M.M.Warburg Investment Research

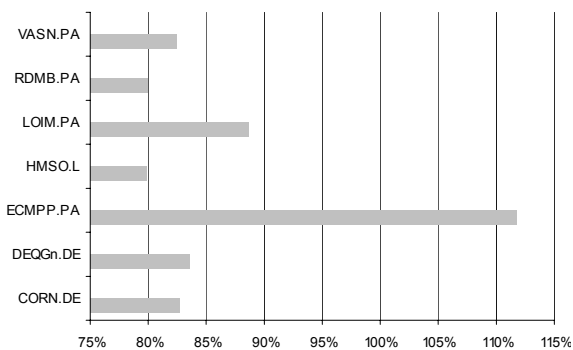
Sektor

Abb. 18 : Peer-Group Deutsche Euroshop (Fortsetzung)

PEG		EV/Umsatz				EV/EBITDA				Performance	
2007e	2008e	2005	2006e	2007e	2008e	2005	2006e	2007e	2008e	1 Jahr	1 Monat
0,75	0,61	15,24	15,86	15,03	12,71	19,0	19,5	18,2	16,7	9,6	9,8
2,16	---	17,66	16,89	17,19	27,27	21,6	20,3	20,5	32,3	26,5	4,1
3,46	3,44	14,80	13,76	12,76	---	19,1	17,6	11,4	---	10,2	5,0
5,09	2,87	23,39	21,56	20,35	19,18	27,0	25,5	25,5	22,6	26,9	5,9
1,29	0,37	15,57	14,00	13,51	14,49	18,0	16,1	15,3	15,8	17,8	5,6
1,12	1,29	16,27	16,27	14,53	15,69	20,2	19,8	18,2	17,0	21,3	2,3
---	1,31	13,34	13,55	13,22	---	16,3	16,5	16,1	---	4,8	6,2
2,31	1,65	16,61	15,98	15,23	17,87	20,2	19,3	17,9	20,9	16,7	5,6
1,72	1,30	15,57	15,86	14,53	15,69	19,1	19,5	18,2	17,0	17,8	5,6

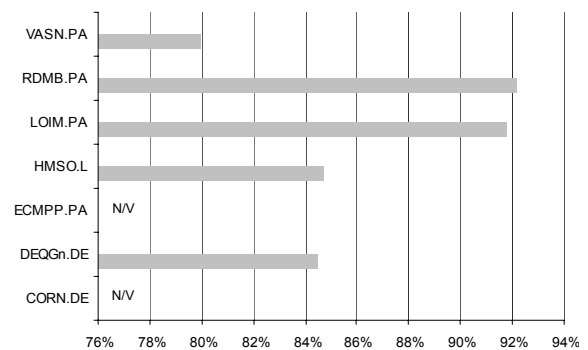
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 23 : EBITDA-Marge 2007e



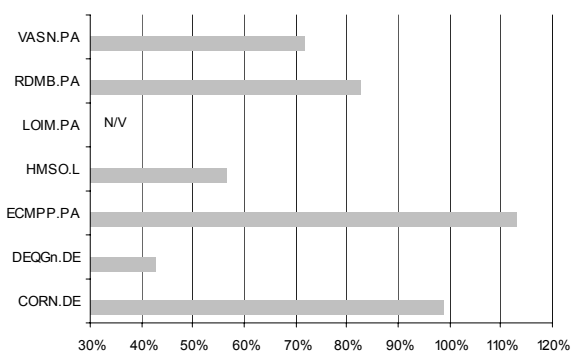
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 24 : EBITDA-Marge 2008e



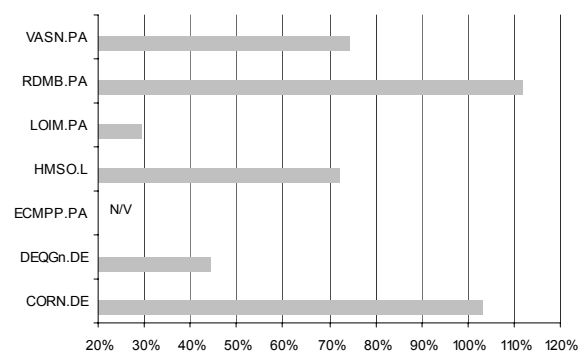
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 25 : Nettoumsatzrendite 2007e



M.M. Warburg Investment Research

Abb. 26 : Nettoumsatzrendite 2008e

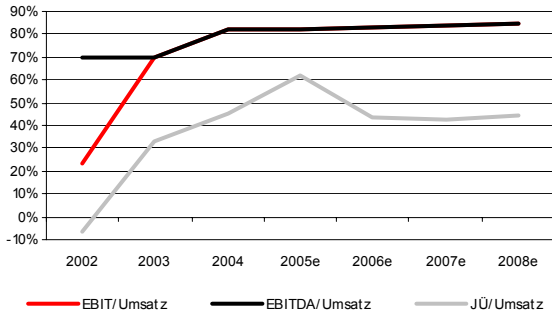


M.M. Warburg Investment Research

Anhang II: Kennzahlenentwicklung

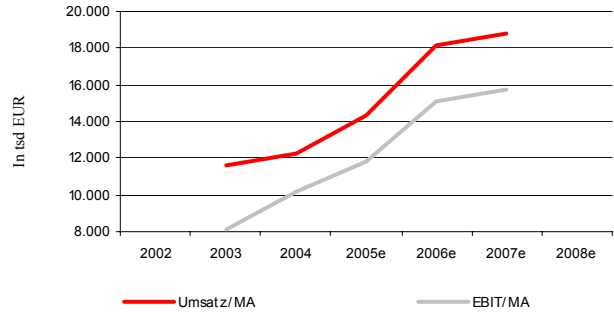
Deutsche Euroshop

Abb. 27 : EBIT, EBITDA und Netto-Marge



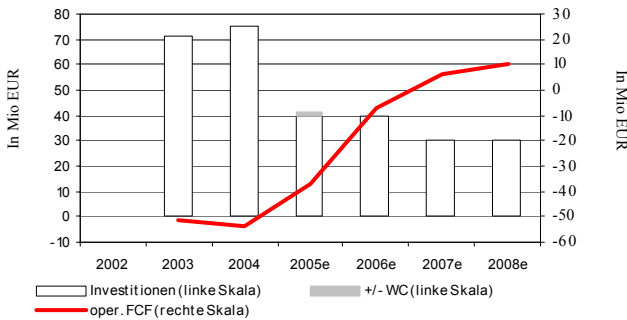
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 28 : Produktivitätsentwicklung



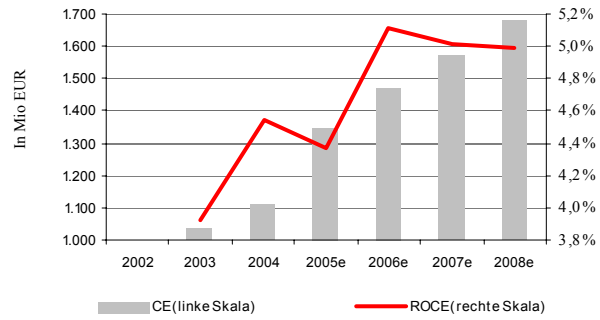
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 29 : Investitionen, Working Capital und FCF



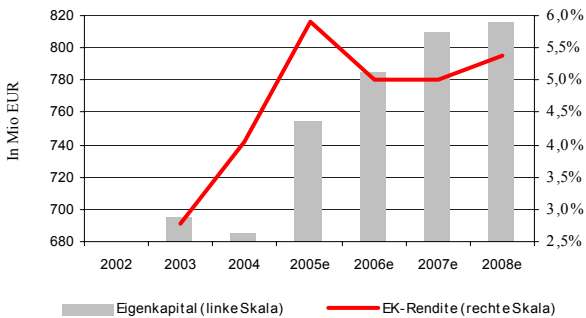
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 30 : Capital employed und ROCE



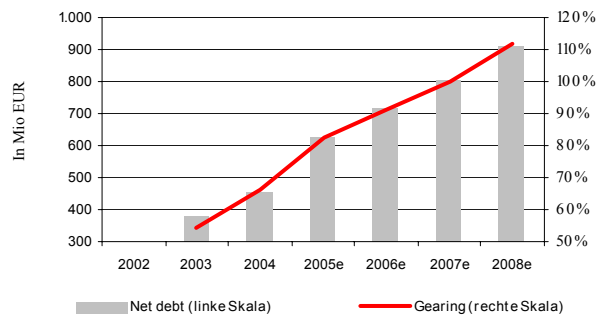
M.M.Warburg Investment Research

Abb. 31 : Eigenkapital und Eigenkapitalrendite



M.M.Warburg Investment Research

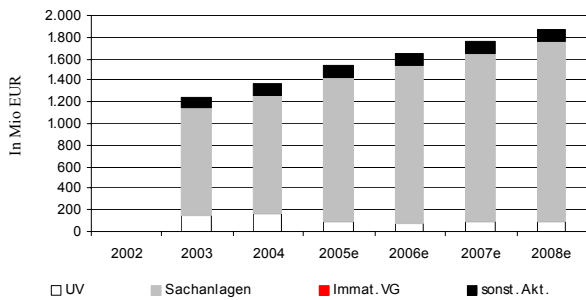
Abb. 32 : Net debt und Gearing



M.M.Warburg Investment Research

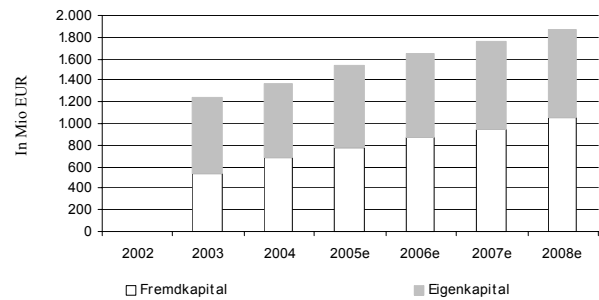
## Deutsche Euroshop

Abb. 33 : Bilanzstruktur : Aktiva



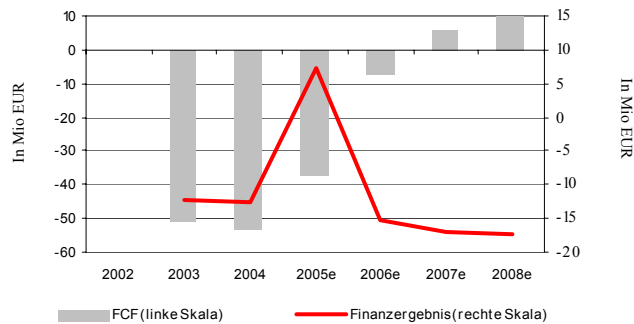
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 34 : Bilanzstruktur : Passiva



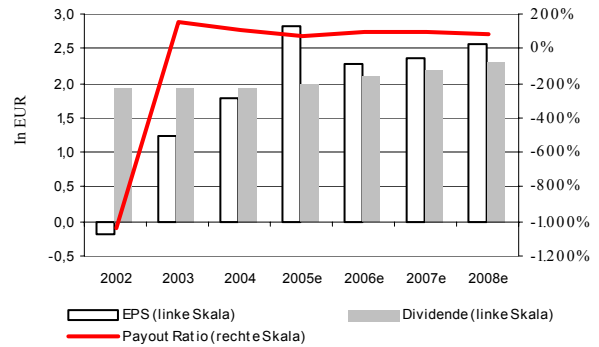
M.M. Warburg Investment Research

Abb. 35 : Free cash flow und Finanzergebnis



M.M. Warburg Investment Research

Abb. 36 : EPS und Dividende



M.M. Warburg Investment Research



---

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von dem Investment Research der M.M.Warburg & CO KGaA erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Der Research Report stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. M.M.Warburg & CO KGaA hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA für Schäden gleich welcher Art und M.M.Warburg & CO KGaA haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt M.M.Warburg & CO KGaA keine Haftung für in diesem Research Report enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzlicher Rahmenbedingungen usw. Obwohl dieser Research Report mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA, deren Aktionäre und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in diesem Research Report enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit dieser Research Report im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haftet M.M.Warburg & CO KGaA für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Dieser Research Report stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, daß Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in diesem Research Report genannten Gesellschaften tätig sind. Die in diesem Research Report enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

---

## Urheberrechte

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

---

## Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von M.M.Warburg & CO hergeleitete Bewertung, Empfehlung und Kursziel für das analysierte Unternehmen wird ständig überprüft und kann sich daher ändern, sollte sich einer der zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlußkurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Die Analysten der M.M.Warburg & CO beziehen keine Vergütung – weder direkt noch indirekt – aus Investmentbankinggeschäften der Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA unterliegt der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.



**Anlageempfehlung:** Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

**K Kaufen:** Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

**H Halten:** Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

**V Verkaufen:** Es wird erwartet, daß der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

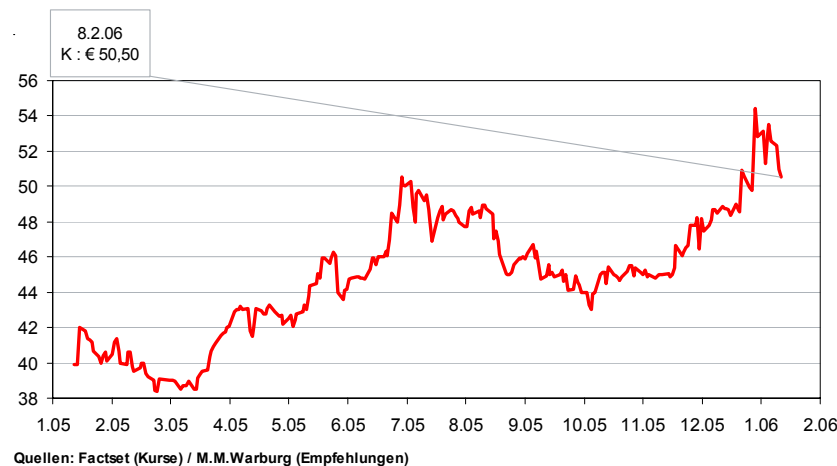
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

<u>Empfehlung</u>	<u>Anzahl Unternehmen</u>	<u>% des Universums</u>
Kaufen	82	48%
Halten	76	45%
Verkaufen	12	7%
<b>Gesamt</b>	<b>170</b>	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

<u>Empfehlung</u>	<u>Anzahl Unternehmen</u>	<u>% des Universums</u>
Kaufen	63	55%
Halten	48	42%
Verkaufen	4	3%
<b>Gesamt</b>	<b>115</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**  
Deutsche Euroshop (DEQn.DE) am 8.2.06



Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch M.M.Warburg & CO KGaA ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.



# M. M. WARBURG & CO

1798

M.M. Warburg & CO  
20095 Hamburg – Ferdinandstraße 75  
Tel.: (0) 40 / 32 82 – 0  
Fax: (0) 40 / 36 18 – 11 24  
Internet: www.mmwarburg.com

## Aktien Research Report

© M.M. Warburg & CO  
Kommanditgesellschaft auf Aktien

abgeschlossen am 9. Februar 2006

		Head of Equities								
		Barbara C. Effler	+49 (0)40 3282 2636	befller@mmwarburg.com						
Head of Research		Head of Sales								
Sven Dopke		+49 (0)40 3282 2538	sdopke@mmwarburg.com	Rainer Jell	+49 (0)40 3282 2630	rjell@mmwarburg.com				
RESEARCH		INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN								
Automobil		Marc-René Tonn		Hersteller, Zulieferer	+49 (0)40 3282 2597	mtonn@mmwarburg.com	Barbara C. Effler	+49 (0)40 3282 2636	befller@mmwarburg.com	
Finanzwerte		Ralf Dibbern		Versicherungen, Finanzdienstleister	+49 (0)40 3282 2486	rdibbern@mmwarburg.com	Ann-Katrin Gross	+49 (0)40 3282 2635	akgross@mmwarburg.com	
Andreas Pläsier		Banken, Direktbanken	+49 (0)40 3282 2469	aplaesier@mmwarburg.com	Dr. James F. Jackson	+49 (0)40 3282 2664	jjackson@mmwarburg.com	Rainer Jell	+49 (0)40 3282 2630	rjell@mmwarburg.com
Handel, Konsum		Thilo Kleibauer		Handel, Konsum	+49 (0)40 3282 2578	tkleibauer@mmwarburg.com	Marina Konzog	+49 (0)40 3282 2669	mkonzog@mmwarburg.com	
Life Science		Sven Dopke		Chemie, Spezialchemie	+49 (0)40 3282 2538	sdopke@mmwarburg.com	Wolf Mandt-Merck	+49 (0)40 3282 2666	wmandt_merck@mmwarburg.com	
Ulrich Huwald		Pharma, Gesundheit	+49 (0)40 3282 2554	uhuwald@mmwarburg.com	Dirk Rosenfelder	+49 (0)40 3282 2692	Dirk Rosenfelder	+49 (0)40 3282 2692	drosenfelder@mmwarburg.com	
Transport, Versorger		Nils Machemehl		Logistik, Versorger	+49 (0)40 3282 2548	nmachemehl@mmwarburg.com	Steffen Schier	+49 (0)40 3282 2665	sschier@mmwarburg.com	
Technologie		Michael Bahlmann		IT/Software	+49 (0)40 3282 2351	mbahlmann@mmwarburg.com	Andreas Wessel	+49 (0)40 3282 2663	awessel@mmwarburg.com	
Eggert Kuls		Investitionsgüter	+49 (0)40 3282 2560	ekuls@mmwarburg.com	SALES TRADING					
Peter Metzger		Investitionsgüter	+49 (0)40 3282 2202	pmetzger@mmwarburg.com	Gudrun Bolsen		+49 (0)40 3282 2679	gbolsen@mmwarburg.com		
Volkswirtschaft und Kapitalmarkt		Carsten Klude			+49 (0)40 3282 2572	cklude@mmwarburg.com	Oliver Merckel	+49 (0)40 3282 2634	omerckel@mmwarburg.com	
Dr. Christian Jasperneite			+49 (0)40 3282 2439	cjasperneite@mmwarburg.com	Tobias Rotthaler		+49 (0)40 3282 2701	trotthaler@mmwarburg.com		
					Thekla Struve		+49 (0)40 3282 2668	tstruve@mmwarburg.com		
					SALES ASSISTENZ					
					Wiebke Möller		+49 (0)40 3282 2703	wmoeller@mmwarburg.com		
					Kerstin Muthig		+49 (0)40 3282 2632	kmuthig@mmwarburg.com		
Adresse: M.M. Warburg Investment Research, Ferdinandstrasse 75, D-20095 Hamburg										