

Deutsche EuroShop

EUR 53,95

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

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

andre.remke@hvb.de

Höheres Bewertungsergebnis erhöht den Kursspielraum

Performance (26.01.06)	1W	1M	3M
Absolut (%)	6,6	6,6	12,7
Relativ zum Euro STOXX 50 (%)	5,2	5,2	11,6

Anlageurteil

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

Kursziel

Neu: EUR 58,00	Alt: EUR 50,00
----------------	----------------

Marktkapitalisierung (EUR Mio.)	927,3
Free Float (%)	19,3
Gezeichnetes Kap. (EUR Mio.)	22,0
Anzahl der Aktien (Mio.)	17,2
Aktionärsstruktur	Familie Otto 19,3%
Hauptversammlung	22-Jun-06
BPK, AK	20-Apr-06
Q1	15-Mai-06

	2005e	2006e	2007e
Umsatz (EUR Mio.)	71,4	84,5	88,3
EBITDA (EUR Mio.)	56,5	70,2	72,9
EBITA (EUR Mio.)	56,5	70,2	72,8
EBIT (EUR Mio.)	56,5	70,2	72,8
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	45,6	45,4	41,9
EPS reported (EUR)	2,81	2,61	2,41
EPS adj. vor Bewertungserg.	1,28	1,67	1,78
KGV (EPS reported)	15,5	20,7	22,4
EV/Umsatz	16,7	18,9	18,3
EV/EBITDA	21,1	22,7	22,2
EV/EBITA	21,1	22,7	22,2
Dividende (EUR)	2,00	2,10	2,15
Div. Rendite (%)	4,6	3,9	4,0

Der Shoppingcenter-Investor Deutsche EuroShop hat eine Indikation für das Nettoergebnis und den NAV für 2005 sowie einen Ausblick für das laufende Geschäftsjahr gegeben. Während sich der Ausblick im Rahmen unserer Erwartungen bewegt, fiel der NAV höher als von uns unterstellt aus. Das führt zu einem deutlichen Übertreffen unserer Gewinnsschätzung. Nachdem die DES-Aktie bereits in den Vortagen unser Kursziel übertroffen hatte, heben wir dieses im Zuge der Veröffentlichung von EUR 50 auf EUR 58 an. Zusammen mit der Dividende von EUR 2 rechtfertigt sich dadurch die Bestätigung des Outperform-Ratings.

Bewertungsergebnis 2005 höher als erwartet. NAV steigt um 4% (HVBe: 2%) – Weiterer Spielraum für 2006 bleibt erhalten. Die externen Gutachter Feri und GfK haben den NAV für Ende 2005 mit EUR 45,70 (Vorjahr: 43,96; HVBe: 44,53) angesetzt. Die Höherbewertung basiert wie erwartet auf der erstmaligen Bewertung der Shoppingcenter in Hamburg und Wetzlar, die jedoch wahrscheinlich höher als von uns unterstellt ausgefallen ist. Darüberhinaus wurde durch die Gutachter im Zuge der Ermittlung der Marktwerte der Immobilien u. E. der Diskontierungssatz bei einigen Objekten gesenkt, was zu einer Aufwertung führt. Dieser Abdiskontierungssatz deckt vor allem die makroökonomischen Standortrisiken ab und wurde im Vorjahr für einige Center – trotz sinkendem Zinsniveau – noch nach oben angepasst. Da der Großteil des Bewertungsergebnisses auf Hamburg und Wetzlar basiert, gehen wir davon aus, dass der Spielraum für eine weitere Senkung des Satzes für Ende 2006 bestehen bleibt. Auf dieser Basis erwarten wir eine nochmalige Aufwertung für 2006. Wir erhöhen unsere Schätzung für das Bewertungsergebnis für 2005 von EUR 19,5 Mio. auf EUR 27 Mio. und für 2006 von EUR 11 Mio. auf EUR 18 Mio. Daraus resultiert eine Steigerung des NAV pro Aktie von EUR 45,70 auf EUR 47,31 (bisher: EUR 45,61).

2005er EPS von EUR 2,80 erwartet: Neben dem höheren Bewertungsergebnis auch eine besser als erwartete operative Entwicklung. Das Delta zu unserer EPS-Schätzung von EUR 2,12 kann u. E. nicht allein auf dem höheren Bewertungsergebnis basieren. Wir erhöhen das Bewertungsergebnis pro Aktie von EUR 1,11 auf EUR 1,53. Für das operative Ergebnis lag unsere Prognose bislang unter der Bandbreite, die DES im November genannt hatte. In Bezug auf das EBT erhöhen wir unsere Schätzung von EUR 29,3 Mio. auf EUR 31,0 Mio., was jetzt innerhalb der Bandbreite von EUR 30-32 Mio. liegt. Mit der Ankündigung des Neubau-Projekts in Hameln hatten wir bereits für 2005 mit höheren Investitionskosten gerechnet und ein Verfehlen der Guidance nicht ausgeschlossen. Insgesamt heben wir das EPS exklusive Bewertungsergebnis von EUR 1,01 auf EUR 1,28 an. Das gesamte EPS steigt damit von EUR 1,78 in 2004 auf EUR 2,81 in 2005.

Umsatz und operatives Ergebnis soll in 2006 um 20% steigen. Wir erhöhen unsere EPS-Prognosen aufgrund der höheren operativen Basis in 2005 und auf Basis der beschriebenen Anhebung unserer Schätzung für das Bewertungsergebnis. Für 2006 erwarten wir ein EPS von EUR 2,61 (bisher: EUR 2,15) und für 2007 von EUR 2,41 (bisher: EUR 2,08). Während die Anhebung der operativen Ergebnisse etwa 5% beträgt, heben wir die Bewertungsergebnisse um etwa 60% an.

Wir erhöhen das Kursziel von EUR 50 auf EUR 58.

Nach dem deutlichen Kursanstieg der letzten Tage sind Gewinnmitnahmen zwar nicht auszuschließen. Jedoch zählt die DES-Aktie weiterhin zu den wenigen investierbaren Immobilien-Aktien in Deutschland und sollte damit vom positiven Marktsentiment für Immobilienaktien profitieren. Die Buy-and Hold-Strategie, die Fokussierung auf Shoppingcenter und die Dividendenrendite von 3% begrenzt u. E. das Risiko. Positive Treiber für die Aktie sehen wir zusätzlich in weiteren Transaktionen (Akquisitionen und Veräußerungen von Centern). Das neue Kursziel basiert auf einer NAV-Bewertung (Fairer Wert: EUR 59,40) und einem DDM (EUR 55,90). Unterstellen wir für die europäischen Wettbewerber eine Anhebung der NAV's für 2005 um durchschnittlich 5%, werden diese mit einem Premium von 30% bewertet. Wir setzen erstmals auch für die DES-Aktie dieses Premium an. Die Gründe für den bislang angesetzten Abschlag zur Peergroup sollten sich in den kommenden Monaten ganz auflösen. Erstens gehen wir von einer Einführung der G-REITs aus, zweitens wird Deutschland zunehmend als Investitionsmöglichkeit im Immobiliensektor wahrgenommen, drittens zieht das Kosumklima in Deutschland langsam an und viertens hat sich die DES mit mittlerweile fast EUR 1 Mrd. Marktkapitalisierung in den Investitionsfokus auch ausländischer Aktieninvestoren gerückt.

Diese Analyse wurde erstellt von Herrn Andre Remke, CFA und erstmals am 27.01.2006 veröffentlicht
 Für die Erstellung verantwortlich: Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG, Am Tucherpark 16, 80538 München
 Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt

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

Unternehmen	Datum	Produkt	Anlageurteil	Kursziel
Deutsche EuroShop	10.10.2005	CF	Outperform	50,00
Deutsche EuroShop	11.08.2005	UU	Neutral	50,00
Deutsche EuroShop	02.05.2005	UU	Outperform	46,70
Deutsche EuroShop	31.01.2005	CF	Outperform	44,70
Deutsche EuroShop	28.09.2004	UA	Outperform	40,00

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

Sonstige wichtige Hinweise:

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

Gesellschaft	Key
-	-

Bedeutende finanzielle Interessen:

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

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

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. **Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.** Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten können – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht geeignet sein. Es werden insbesondere die mit der Anlage in den diskutierten Finanzinstrumenten verbundenen Risiken nicht vollständig erläutert. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich für eine individuelle Aufklärung und Beratung an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

Eine Übersicht über die absolute und relative Verteilung der Anlageurteile finden Sie unter dem Link www.hvb.de unter der Rubrik „Rechtliche Hinweise“ im Internet.

Unsere Anlageurteile sind prinzipiell relative Urteile bezogen auf einen Index als Benchmark. Die Abstufung erfolgt über die Stufen **Buy, Outperform, Neutral, Underperform, Sell**. Out-/Underperform soll die Prognose einer Out- bzw. Underperformance der Aktie zur Benchmark um mehr als 5% reflektieren. Bei Buy und Sell wird analog eine Out- bzw. Underperformance um mehr als 10% erwartet, wobei hier auch eine absolute Komponente (Erwartung eines absoluten Wertzuwachses bzw. Kursverlustes) enthalten ist. Die Benchmark für die in dieser Publikation enthaltenen Titel ist der Euro STOXX 50.

Emittentenebene:

Marketweight: Wir empfehlen eine Portfolio-Gewichtung, die der Gewichtung des Namens im Referenzindex entspricht (der iBoxx Index für high-grade Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment grade Namen)

Overweight: Wir empfehlen eine geringere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex (der iBoxx Index für high-grade Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment grade Namen)

Underweight: Wir empfehlen eine höhere Portfolio-Gewichtung als die Gewichtung des Namens im Referenzindex (der iBoxx Index für high-grade Namen und der ML EUR HY Index für sub-investment grade Namen)

Instrumentenebene:

Core hold: Wir empfehlen das Instrument zu halten.

Sell: Wir empfehlen das Instrument zu verkaufen.

Buy: Wir empfehlen das Instrument zu kaufen.

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. Zudem wird für Empfehlungen auch der Economic-Profit-Ansatz. Die Bewertungsmodelle sind von volkswirtschaftlichen Größen wie Zinsen, Währungen, Rohstoffen und von konjunkturellen Annahmen abhängig. Darüber hinaus beeinflussen Marktstimmungen die Bewertungen von Unternehmen. Zudem basieren die Ansätze auf Erwartungen, die sich je nach industriespezifischen Entwicklungen schnell und ohne Vorwarnung ändern können. Somit können sich auch die aus den Modellen abgeleiteten Empfehlungen und Kursziele entsprechend ändern. Die Anlageurteile beziehen sich grundsätzlich auf einen Zeitraum von 6 bis 9 Monaten. Sie sind jedoch ebenfalls den Marktbedingungen unterworfen und stellen eine Momentaufnahme dar. Sie können schneller oder langsamer erreicht werden oder aber nach oben oder unten revidiert werden.

Hinweis Bewertungsgrundlagen verzinsliche Wertpapiere:

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

Die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen kann in bestimmten Rechtsordnungen nur eingeschränkt möglich sein. Es ist erforderlich, dass Sie sich mit örtlichen Gesetzen und Beschränkungen, die auf Sie Anwendung finden und die die Nutzung sowie die Verfügbarkeit der hier beschriebenen Dienstleistungen betreffen, selbst vertraut machen. Diese Informationen dürfen nicht von solchen Personen oder Organisationen benutzt oder an solche verteilt werden, die Rechtsordnungen unterliegen, in denen eine solche Verteilung im Widerspruch zu geltenden Gesetzen oder Bestimmungen steht.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:

Dieser Bericht ist für Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG bestimmt, die professionelle Marktteilnehmer („market counterparties“) oder institutionelle Kunden („intermediate customers“) (jeweils gemäß der Definition der Financial Services Authority – „FSA“) sind und nicht zur Nutzung durch irgendeine andere Person vorgesehen, insbesondere nicht für Privatkunden gemäß der Definition der Regeln der FSA. Dieser Bericht stellt keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren dar. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die wir für zuverlässig erachten, doch können wir deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf unserer heutigen Einschätzung und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Wir und/oder andere Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können bezüglich der in dieser Publikation erörterten Wertpapiere Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen. Wir und/oder Mitglieder der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank Gruppe können als Investment- und/oder Geschäftsbank für Emittenten der genannten Wertpapiere tätig sein, in den Organen ihrer Emittenten vertreten sein und/oder als „Market Maker“ für diese Wertpapiere fungieren. Die Bank und ihre verbundenen Unternehmen können ggf. auch für ein hier erwähntes Unternehmen als Berater tätig sein.

Die in diesem Bericht diskutierten Anlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen und ihrer finanzielle Verhältnisse für bestimmte Anleger ungeeignet sein. Investoren sollten vor einem Investment den Rat ihrer Bank/ihrer Brokers einholen.

Die Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG London unterliegt der Aufsicht der FSA.

Hinweis für Leser mit Wohnsitz in den USA:

Die in diesem Bericht enthaltenen Informationen sind ausschließlich für institutionelle Kunden der Bayerischen Hypo- und Vereinsbank AG, New York Branch („HypoVereinsbank“) und HVB Capital Markets, Inc. („HVB Capital“ und, zusammen mit HypoVereinsbank, „HVB“) in den Vereinigten Staaten bestimmt und dürfen von anderen Personen nicht benutzt oder als Grundlage verwendet werden, gleich zu welchem Zweck. Sie dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder ein Angebot zum Verkauf von Wertpapieren gemäß US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in der jeweils gültigen Fassung oder anderen in den USA geltenden bundes- oder einzelstaatlichen Gesetzen, Verordnungen und Regelungen, dar. Die hier diskutierten Wertpapieranlagemöglichkeiten können je nach ihren speziellen Anlagezielen, ihrer Risikobereitschaft und ihren finanziellen Verhältnissen für bestimmte Anleger ungeeignet sein.

In Gerichtsbarkeiten, in denen die HVB nicht für den Handel mit Wertpapieren, Waren oder anderen Finanzprodukten eingetragen oder zugelassen ist, dürfen Transaktionen nur gemäß der geltenden Gesetze und gesetzlichen Bestimmungen durchgeführt werden, die sich von einer Gerichtsbarkeit zur anderen unterscheiden und erfordern können, dass Transaktionen gemäß geltender Ausnahmen von Eintragungs- und Zulassungsanforderungen durchgeführt werden.

Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die HVB deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der HVB zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Informationen erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern.

Die HVB kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt.

Die HVB und alle ihre verbundenen Unternehmen können bezüglich der hier erörterten Wertpapiere: a) Long- oder Short-Positionen halten und die betreffenden Wertpapiere kaufen oder verkaufen; b) als Investment- und/oder Geschäftsbank für die Emittenten dieser Wertpapiere tätig sein; c) als Market Maker für die betreffenden Wertpapiere fungieren; d) in den Organen der Emittenten dieser Wertpapiere vertreten sein; und e) als bezahlter Berater für einen Emittenten tätig sein.

Die hier enthaltenen Informationen können in die Zukunft gerichtete Aussagen im Sinne der US-Bundeswertpapiergesetze („forward-looking statements“) enthalten, die Risiken und Unsicherheiten unterliegen. Zu den Faktoren, die dazu führen könnten, dass die tatsächlichen Ergebnisse und Finanzlage eines Unternehmens sich anders als erwartet entwickeln, gehören unter anderem: politische Unsicherheit, Änderungen im allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld, die sich negativ auf die Nachfrage nach den Produkten oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken, Änderungen auf den Devisenmärkten, Änderungen auf internationalen und nationalen Finanzmärkten und im Wettbewerbsumfeld sowie andere damit verbundene Faktoren. Alle Vorbehalte zu in die Zukunft gerichteten Aussagen in diesem Bericht sind durch diese Warnung vollständig abgedeckt.

Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research