

Deutsche EuroShop AG

Net Asset Value bei 43,56 Euro je Aktie

Verkaufen

Vorher: Kaufen

Immobilien

Branche

Deutschland

Unternehmenssitz

34,90 EUR

aktueller Kurs

35,10 EUR

Kursziel

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite.



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie

NAV	43,56
Fair value	35,10
52-Wochen-Hoch	35,85
52-Wochen-Tief	29,50

Relative Performance (%)

	3M	6M	12M
Index	3M	6M	12M
EPRA	-9	-8	-16
SDAX	-11	-9	-33

Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	545,6
Anzahl Aktien (Mio.)	15,625
Bloomberg	DEQ GR
ISIN:	DE0007480204

Anteilseigner

Familie Otto:	21,23%
Streubesitz:	78,77%

Analyst

Steffen Wollnik
+49 40 33 33 11928
steffen.wollnik@hsh-nordbank.com

Weiteres Kurspotential ist begrenzt

Die Deutsche EuroShop hat kürzlich ihren NAV (Net Asset Value) bekannt gegeben. Basierend auf Verkehrswertgutachten, die von Feri Research und GfK Prisma erstellt wurden, hat die Deutsche Euroshop den NAV mit 680,7 Mio. EUR ermittelt. Dies entspricht einem Wert je Aktie von 43,56 EUR. Bisherige, externe Schätzungen lagen deutlich darunter.

Des Weiteren hat die Deutsche EuroShop die vorläufigen Zahlen des Geschäftsjahres 2003 veröffentlicht, die im Rahmen unserer Erwartungen lagen. Der Konzernumsatz erhöhte sich um 6 % auf 49,3 Mio. EUR. Die Beteiligungserträge stiegen um 44% auf 6,5 Mio. EUR. Während der Konzernumsatz unsere Erwartungen übertraf lag das Beteiligungsergebnis darunter.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen bewegten sich mit 12,8 Mio. EUR auf Vorjahresniveau (12,9 Mio. Euro). Wir hatten mit einem niedrigeren Betrag von etwa 9,5 Mio. EUR gerechnet. Allerdings wirkte sich die vor einigen Monaten bekannt gegebene Dachsanierung des Shoppingcenters in Udine mit 2,5 Mio. EUR negativ aus. Darüber hinaus belasten nicht kapitalisierte Investitionen für das Shoppingcenter in Wetzlar in Höhe 1,7 Mio. EUR das Konzernergebnis.

Die planmäßigen Abschreibungen auf Sachanlagen haben sich entsprechend unserer Schätzungen um knapp 4% auf 22,4 Mio. EUR erhöht. Die Zinserträge sind investitionsbedingt um 2,5 Mio. EUR auf 4,7 Mio. Euro gesunken. Dem gegenüber hat sich der Zinsaufwand um 0,2 Mio. EUR auf 18,8 Mio. Euro erhöht.

Nach Abzug von Steuern, wobei ein Großteil auf latente Ertragsteuern entfällt, sowie der Ergebnisanteile Dritter ergibt sich ein Konzernjahresfehlbetrag von 0,5 Mio. EUR nach einem Minus von 2,9 Mio. EUR in 2002. Wie im Vorjahr wird der Vorstand auch für das Geschäftsjahr 2003 eine steuerfreie Ausschüttung von 1,92 Euro je Aktie vorschlagen.

Kennzahlen (Konzern)	2003	2004e	2005e	2006e	2007e
Gesamtleistung	49,30	49,53	55,32	58,62	59,3
EBITDA	42,00	49,44	57,55	62,79	64,0
EBIT	19,60	25,29	31,40	36,64	37,9
EBT	5,50	5,07	11,13	16,48	17,9
EAT	-2,30	2,79	7,23	12,36	13,5
EV/EBITDA			19,1	16,5	

Quelle: Deutsche Euroshop. HSH Nordbank

Wir haben unsere Schätzungen auf Basis des guten Ergebnisses leicht korrigiert, da wir davon ausgehen, dass sich ein Ereignis wie in Udine nicht wiederholen wird. Positive Auswirkungen auf den Jahresüberschuss ergeben sich aber erst ab 2006. Gleichzeitig haben wir den NAV von 43,56 EUR je Aktie in unser Bewertungsmodell einfließen lassen.

Kapitalkosten 2003 in %	
WACC	5,05
Risikoloser Zins (20 Jahre)	5,70
Risikoprämie	2,83
Beta-Faktor	0,25
Eigenkapitalzins	6,41
Eigenkapitalquote	62,89
Fremdkapitalzins v.Steuer	5,00
Steuersatz	45,00
Fremdkapitalzins n.Steuer	2,75

Das Ergebnis unserer Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) ergibt einen fairen Unternehmenswert von 35,10 EUR je Aktie. Dies ist ein Anstieg von 2,10 EUR gegenüber unserer bisherigen Schätzung. Mittels der EVA-Analyse (EVA[®]) berechnen wir den Unternehmenswert als Summe aus Net Asset Value (NAV) und dem Market Value Added (MVA). Da wir unsere Gewinnprognosen nur leicht nach oben korrigiert haben, ist die Rendite auf das deutlich gestiegene eingesetzte Kapital (NAV plus Finanzverbindlichkeiten) und dementsprechend der MVA gesunken.

Infolge der starken Kurssteigerungen im letzten halben Jahr notiert die Aktie mittlerweile bei etwa 35 EUR. Bei einem fairen Wert von 35,10 EUR hat die Aktie daher fast kein Kurspotential mehr. Trotz der nach wie vor hohen Dividendenrendite von 5,5% liegt die Gesamtrendite deutlich unter 10%. Nur bei einer Rendite von 10% und mehr empfehlen wir eine Aktie zum Kauf, ansonsten zum Verkaufen. Wir stufen die Aktie daher von Kaufen auf Verkaufen zurück.

Deutsche Euroshop

Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Umsatzerlöse	49,3	49,5	55,3	58,6	59,3	60,0
BV / akt. Eig.Istg.						
Gesamtleistung	49,3	49,5	55,3	58,6	59,3	60,0
Personalaufwand	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonst. Betriebl. Ertrag	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonst. Betriebl. Aufwand	13,0	8,9	10,0	10,6	10,7	10,8
Beteiligungsergebnis	6,5	9,6	13,0	15,5	16,2	16,8
EBITDA	42,0	49,4	57,6	62,8	64,0	65,2
Marge in%	85,2	99,8	104,0	107,1	107,9	108,7
alle Abschreibungen AV	22,4	24,2	26,2	26,2	26,2	26,2
EBIT	19,6	25,3	31,4	36,6	37,9	39,1
Marge in %	39,8	51,1	56,8	62,5	63,8	65,1
Zinserträge	4,7	0,1	0,0	0,1	0,4	0,7
Zinsaufwand	18,8	20,3	20,3	20,3	20,3	20,3
Zinsergebnis	-14,1	-20,2	-20,3	-20,2	-19,9	-19,6
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	5,5	5,1	11,1	16,5	17,9	19,4
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBT	5,5	5,1	11,1	16,5	17,9	19,4
EBT-Marge Gesamtstg. in %	11,2	10,2	20,1	28,1	30,2	32,4
Unternehmensertragssteuern	7,8	2,3	3,9	4,1	4,5	4,9
Steueraufwandsquote in %	141,8	45,0	35,0	25,0	25,0	25,0
Ergebnis nach Steuern	-2,3	2,8	7,2	12,4	13,5	14,6
Ergebnisanteile Dritter	1,8	0,3	0,9	2,1	2,2	2,4
Jahresüberschuss	-0,5	2,4	6,3	10,3	11,2	12,1
JÜ-Marge auf Umsatz in %	-1,0	4,9	11,4	17,6	18,9	20,2
Gewinn je Aktie in EUR	-0,03	0,16	0,40	0,66	0,72	0,78
Dividende je Aktie in EUR	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92
Anzahl der Aktien in Mio.	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6

Quelle: HSH Nordbank AG

Deutsche Euroshop

Bilanz

in Mio. EUR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Aktiva:						
Anlagevermögen	942,3	918,1	892,0	865,8	839,7	813,5
Anteil an Bilanzsumme in %	96,1	96,6	96,0	95,0	93,9	92,6
Working Capital Aktiv	33,0	32,2	36,0	37,5	37,7	37,9
Liquidität	5,0	0,3	1,2	7,9	16,5	27,2
Umlaufvermögen	38,0	32,5	37,2	45,4	54,2	65,1
Anteil an Bilanzsumme in %	3,9	3,4	4,0	5,0	6,1	7,4
Bilanzsumme	980,3	950,6	929,2	911,3	893,9	878,6
Passiva:						
Eigenkapital	535,3	507,4	482,8	461,1	440,0	419,7
Anteil an Bilanzsumme in %	54,6	53,4	52,0	50,6	49,2	47,8
Steuerrückstellungen	20,0	22,3	26,2	30,3	34,8	39,6
Rückstellungen gesamt	27,5	26,3	28,2	31,3	34,8	39,6
Finanzverbindlichkeiten gesamt	406,0	406,0	406,0	406,0	406,0	406,0
Working-Capital Passiv	11,0	10,9	12,2	12,9	13,1	13,2
Summe Verbindlichkeiten	444,5	443,2	446,3	450,2	453,8	458,8
Anteil an Bilanzsumme in %	45,4	46,6	48,0	49,4	50,8	52,2
Bilanzsumme	979,8	950,6	929,2	911,3	893,9	878,6
Net Working Capital	22,0	21,3	23,8	24,6	24,7	24,7
Netto-Verschuldung						
Finanzverbindlichkeiten	406,0	406,0	406,0	406,0	406,0	406,0
- Liquidität	5,0	0,3	1,2	7,9	16,5	27,2
= Netto-Verschuldung	401,0	405,7	404,8	398,1	389,5	378,8
Capital employed						
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	535,3	507,4	482,8	461,1	440,0	419,7
+ stille Reserve Immobilien	145,2	180,7	212,6	240,3	267,2	293,4
= NAV	680,5	688,1	695,5	701,4	707,3	713,1
+ Finanzverbindlichkeiten	406,0	406,0	406,0	406,0	406,0	406,0
= Capital employed	1.086,5	1.094,1	1.101,5	1.107,4	1.113,3	1.119,1

Quelle: HSH Nordbank AG

Deutsche Euroshop

Kapitalflußrechnung

in Mio. EUR	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Jahresüberschuss	-0,5	2,4	6,3	10,3	11,2	12,1
- Ergebnisanteile Dritter	1,8	0,3	0,9	2,1	2,2	2,4
+ Abschreibungen	22,4	24,2	26,2	26,2	26,2	26,2
+ Zunahme Rückstellung	4,9	-1,2	1,9	3,1	3,5	4,9
- Zunahme Net Working Capital	1,6	-0,7	2,5	0,8	0,0	0,0
Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit	23,3	25,7	31,0	36,7	38,6	40,7
- Investitionen	150,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionen	-150,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kapitalmaßnahmen						
+/- Zunahme/Tilgung Finanzschulden	-3,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
- Dividendenzahlung	34,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
Cash Flow aus Finanzierung	-37,4	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0	-30,0
Veränderung der Zahlungsmittel	-164,1	-4,3	1,0	6,7	8,6	10,7
Zahlungsmittel Jahresanfang	169,1	5,0	0,3	1,2	7,9	16,5
Zahlungsmittel Jahresende	5,0	0,3	1,2	7,9	16,5	27,2

Quelle: HSH Nordbank AG

Deutsche Euroshop

Economic Value Added

in Mio. EUR	2004	2005	2006	2007	2008
Gesamtleistung	49,5	55,3	58,6	59,3	60,0
EBIT	25,3	31,4	36,6	37,9	39,1
Cash operating taxes	-7,4	-9,0	-9,2	-9,6	-9,9
Abschreibungen	22,4	24,2	26,2	26,2	26,2
sonstige Bereinigungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
NOPAT	42,1	48,6	53,6	54,5	55,3
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	535,3	507,4	482,8	461,1	440,0
+ stille Reserve Immo./Bereinigung	145,2	180,7	212,6	240,3	267,2
= Eigenkapital gesamt	680,5	688,1	695,5	701,4	707,3
+ Finanzverbindlichkeiten	406,0	406,0	406,0	406,0	406,0
Capital employed am Jahresanfang	1.086,5	1.094,1	1.101,5	1.107,4	1.113,3
Capital employed am Jahresende	1.094,1	1.101,5	1.107,4	1.113,3	1.119,1
Capital employed im Durchschnitt	1.090,3	1.097,8	1.104,4	1.110,3	1.116,2
WACC in %	5,05	5,24	5,43	5,44	5,44
ROIC in %	3,86	4,43	4,85	4,90	4,95
Spread in %	-1,19	-0,82	-0,58	-0,53	-0,49
Capital Charge	55,1	26,0	26,3	25,4	23,5
NOPAT*	42,1	48,6	53,6	54,5	55,3
EVA	-13,0	-9,0	-6,4	-5,9	-5,5
Diskontfaktor	0,9606	0,9127	0,8657	0,8210	0,7786
Barwerte EVA	-12,5	-8,2	-5,5	-4,9	-4,3

Quelle: HSH Nordbank AG

Barwert EVA Planungsphase	-35,3
+ Barwert EVA Terminal Value	-96,7
= Market Value Added	-132,0
+ Net Asset Value	680,5
= Shareholder Value (1% Terminal Growth)	548,5
= Shareholder Value je Aktie in EUR	35,10
Discount / Premium EVA in % zum NAV	6,6

Sensitivitätsanalyse (Shareholder Value je Aktie in EUR)

Beta	Wachstumsrate TV		
	0,5%	1,0%	1,5%
0,15	36,11	35,40	34,51
0,25	35,83	35,18	34,37
0,35	35,53	34,94	34,20

Anschrift **HSH Nordbank AG**
Gerhart-Hauptmann-Platz 50
20095 Hamburg

HSH Nordbank AG
Martensdamm 6
24103 Kiel
www.hsh-nordbank.de

Redaktion Research
Fax: (040) 3333-34339
E-mail: research@hsh-nordbank.com
Bloomberg: HLBR

Ihre Ansprechpartner

Aktienresearch

Energy-Research

Telefon: (040) 3333-

Versorger / Regenerative Energien	Stefan Gäde Arndt Krakau	- 12029 - 11548
--------------------------------------	-----------------------------	--------------------

Öl & Gas	Andy Sommer Steffen Wollnik	- 12064 - 11928
----------	--------------------------------	--------------------

Immobilien-Research	Stefan Goronczy Stefan Gäde	- 12023 - 12029
----------------------------	--------------------------------	--------------------

Sales	Equity Sales Trading	Torsten Johannsen	- 3515
--------------	----------------------	-------------------	--------

Corporate Finance

HSH N Corporate Finance GmbH
Dr. Stefan Janssen (040) 3038 56-56 03