

## HVB Equity Research

Company Flash

Mid Caps/Small Caps

## Deutsche EuroShop

EUR 36,60

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

Outperform

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

Andre.Remke@hvb.de

### Shoppingcenter koppeln sich weiter vom Einzelhandelsumfeld ab – Dividende für 2004 ist gesichert – Erhöhung in 2005 und 2006 wahrscheinlich

Performance (15.11.04)	1W	1M	3M
Absolut (%)	1,1	5,1	10,6
Relativ zum Euro STOXX 50 (%)	0,2	0,6	-1,8

## Anlageurteil

Neu: Outperform Alt: Outperform

## Kursziel

Neu: EUR 40,00 Alt: EUR 40,00

Marktkap. (EUR Mio.)	571,9
Free Float (%)	78,8
Gezeichnetes Kap. (EUR Mio.)	20,0
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,6
Aktionärsstruktur	Familie Otto 21,24 %

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

	2004e	2005e	2006e
Umsatz (EUR Mio.)	48,0	55,1	57,3
EBITDA (EUR Mio.)	38,8	40,9	42,4
EBITA (EUR Mio.)	17,3	18,5	19,6
EBIT (EUR Mio.)	17,3	18,5	19,6
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	0,9	5,1	6,2
EPS reported (EUR)	0,29	0,34	0,40
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	0,29	0,34	0,40
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	127,4	108,9	91,5
EV/Umsatz	14,41	12,93	12,27
EV/EBITDA	17,9	17,5	16,6
EV/EBITA	40,1	38,6	35,8
Dividende (EUR)	1,92	2,00	2,05
Div. Rendite (%)	5,2	5,5	5,6

Weiterhin gute Umsätze bei den Einzelhändlern in den DES-Shoppingcentern. Auch nach neun Monaten legten die Einzelhandelsumsätze auf vergleichbarer Fläche bei den Händlern in den deutschen Shoppingcentern der DES weiter zu. Gegenüber einem Rückgang von 1,1% im deutschen Einzelhandel wurde ein Anstieg um 3,8% (inklusive ausländischer Center: +4,4%) erzielt. Der Umsatz der DES stieg in den ersten Monaten um 0,4%, bereinigt um den Verkauf des Shoppingcenters in Udine im Juli um 3,0%. Für das vierte Quartal erwarten wir einen Rückgang um 11% bzw. bereinigt um den Umsatzausfall aus der Entkonsolidierung von Udine einen Anstieg um 1%. Insgesamt bestätigt sich damit das Konzept bzw. die Vorteile von Shoppingcentern in guten Lagen in einem anhaltend schwierigen Einzelhandelsumfeld.

## ABWEICHUNG ZU PROGNOSEN: 9M/2004

EUR Mio.	Ist	HVBe	Abw.
Umsatz	36,8	37,0	-0,6%
y-o-y	0,4%	1,0%	
Beteiligungserträge	7,5	7,5	-0,9%
y-o-y	48%	49%	
EBITDA	30,8	31,3	-1,5%
y-o-y	8%	10%	
EBITDA inkl. Beteiligungserträge	38,3	38,8	-1,4%
y-o-y	14%	16%	
Ergebnis gew. Geschäftstätigkeit	8,8	8,8	-0,9%
y-o-y	14%	15%	
Ergebnis n. Anteile Dritter	4,1	3,8	7,2%
y-o-y	271%	246%	
EPS (EUR)	0,26	0,24	7,2%

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Global Markets Research

Investitionskosten für den Center in Wetzlar werden durch den Buchgewinn aus Udine kompensiert und führen zu einer guten Ergebnisentwicklung. Während Beteiligungserträge (+49% y-o-y), EBITDA (+14%) und EBT (+14%) im Rahmen unserer Schätzungen lagen, überraschte der Konzernperiodenüberschuss mit EUR 4,1 Mio. positiv. Der Grund liegt in höheren Verlustanteilen Dritter, die aus dem Investitionsvorhaben in

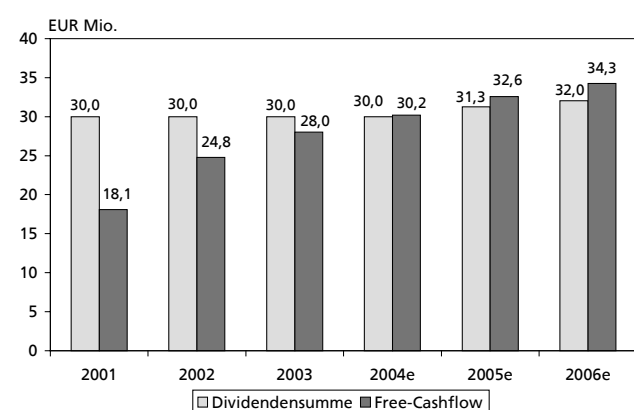
Wetzlar (9M-Aufwendungen: EUR 2,8 Mio.) resultieren. Zum anderen fiel die Steuerbelastung des Buchgewinns aus Udine (EUR 3,5 Mio.) geringer als erwartet aus. Gegenüber dem Vorjahr stieg das Nettoergebnis um EUR 3 Mio. auf EUR 4,1 Mio. Selbst ohne Berücksichtigung des einmaligen Ergebnisses auf Udine würde der Vorjahreswert erreicht, was in Anbetracht des laufenden Investitionsobjekts Wetzlar, der Umbaumaßnahmen in Wuppertal und der Dachsanierung im, jetzt verkauften, Center in Udine ein gutes Ergebnis ist.

EUR Mio.	9M/2004	9M/2003	y-o-y
Umsatz	36,8	36,7	0,4%
Beteiligungserträge	7,5	5,1	47,7%
EBITDA	30,8	28,5	8,2%
EBITDA inkl. Beteiligungserträge	38,3	33,5	14,2%
Ergebnis gew. Geschäftstätigkeit	8,8	7,7	14,0%
Ergebnis n. Anteile Dritter	4,1	1,1	271,2%

Quelle: Deutsche EuroShop

**Dividendenziel von EUR 1,92 für 2004 wie erwartet bestätigt.** Wie von uns unterstellt, hält DES an dem Ziel fest, in 2004 einen ausschüttungsfähigen Free-Cashflow von EUR 30 Mio. (HVBe: +8% auf 30,2 Mio.) zu erzielen, der Basis für die Dividendenausschüttung von EUR 30 Mio. bzw. EUR 1,92 pro Aktie ist. Mit den zusätzlichen Mieterlösen aus Wetzlar (Eröffnung 16.02.05) und den höheren Beteiligungserträgen v. a. aus Hamburg-Harburg (seit Ende September) und Klagenfurt (Eröffnung Frühjahr 2006) sehen wir unverändert eine hohe Wahrscheinlichkeit für Dividendenanhebungen in 2005 (EUR 2,00) und 2006 (2,05).

#### ENTWICKLUNG FCF UND DIVIDENDENSUMME



Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Global Markets Research

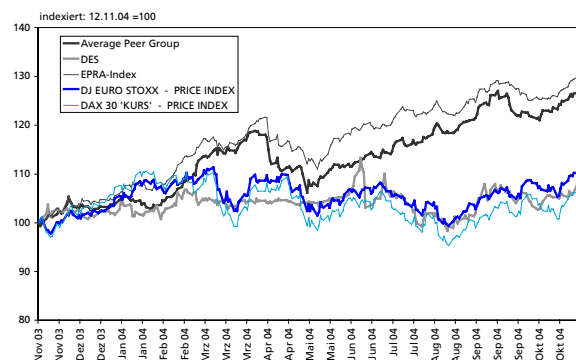
**Guter Ergebnisausblick für Q4.** Wir passen unsere Schätzung für das Nachsteuerergebnis 2004 aufgrund des guten Q3-Ergebnisses und des soliden Ausblicks für Q4 von EUR 2,6 Mio. auf EUR 4,5 Mio. an. Für die

Folgejahre ergeben sich keine Änderungen beim EPS von EUR 0,34 bzw. EUR 0,40.

**Investitionspolitik bleibt auf langfristige Rentabilität ausgerichtet.** DES verfügt derzeit über eine Restliquidität von knapp über EUR 30 Mio., nachdem aus dem Veräußerungserlös aus Udine bereits in ein Objekt in Klagenfurt investiert wurde. Das Management rechnet derzeit nicht mehr mit einem Neuengagement in diesem Jahr, sondern erst in 2005. Wir halten diese leicht geänderte Absicht für unkritisch, da es bei der Auswahl von Objekten mit einem Investitionsvolumen zwischen etwa EUR 20 und 100 Mio. weniger um eine kurzfristige Liquiditätsverwendung als vielmehr um langfristig gut rentierliche Beteiligungen geht. Zum einen dürfte die hohen Qualitätsanforderungen der DES und zum anderen die begrenzte Anzahl attraktiver Investitionsmöglichkeiten in den Zielmärkten Polen, Ungarn und Tschechien bislang weitere Beteiligungen verschoben haben. Der Vorstand bestätigte, dass insbesondere der Wettbewerbsdruck von Seiten der geschlossenen Immobilienfonds in Deutschland – mit Zielgebiet Osteuropa – zugenommen habe. Wir gehen davon aus, dass die DES im ersten Halbjahr 2005 mindestens eine Beteiligung eingehen wird, die wie bisher auch den Renditeanforderungen genügen wird. Der Schwerpunkt der Geschäftstätigkeit wird allerdings vorerst nicht auf externem Wachstum liegen.

**Kursziel von EUR 40 und Dividendenerwartung bestätigt – Rating Outperform.** Aufgrund des weitgehend erwarteten Geschäftsverlaufs in Q3, der Bestätigung der Dividendenziels und der planmäßigen Entwicklung in den Centern Hamburg, Wetzlar und Klagenfurt, halten wir an unserem Kursziel von EUR 40,00 fest. Die Basis bildet ein Dividenden-Discount-Modell (EUR 41,05) und ein NAV-Vergleich mit den europäischen Wettbewerbern (EUR 39,20). Gegenüber den Werten der Peergroup und des EPRA-Indexes konnte die Aktie in den letzten Wochen leicht Boden gutmachen. Wir unterstellen in der Bewertung unverändert einen Discount zum NAV von 10% gegenüber derzeit 17% und einem 11%igen Premium der Peergroup (s. Studie vom 27.09.05).

#### 12-MONATS-KURSENTWICKLUNG IM VERGLEICH



Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research

## Haftungsausschluss

Unsere Empfehlungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten - je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition - für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages.

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

### Hinweis für Leser mit Wohnsitz in Großbritannien:

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

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