

Deutsche EuroShop AG

Verkaufen

Vorher: Verkaufen

Immobilien

Branche

Deutschland

Unternehmenssitz

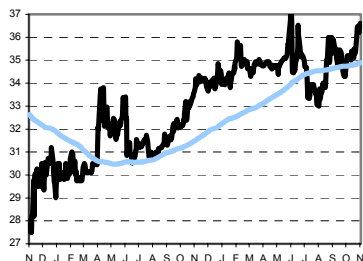
36,40 EUR

aktueller Kurs

35,70 EUR

Kursziel

Bitte beachten Sie den Disclaimer auf der letzten Seite.



Quelle: Bloomberg

Bewertung je Aktie

| | |
|----------------|-------|
| NAV | 43,56 |
| Fair value | 35,70 |
| 52-Wochen-Hoch | 37,84 |
| 52-Wochen-Tief | 32,00 |

Relative Performance (%)

| Index | 3M | 6M | 12M |
|-------|------|------|-------|
| EPRA | +3,6 | -9,2 | -16,2 |
| MDAX | +2,1 | -4,5 | -9,2 |

Kennzahlen / Kürzel

| | |
|-----------------------|--------------|
| Börsenwert (Mio. EUR) | 568,8 |
| 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

Keine Überraschung bei Neun-Monats-Zahlen

Die Deutsche EuroShop hat die Geschäftszahlen für die ersten neun Monate des laufenden Geschäftsjahres vorgelegt. Diese liegen im Rahmen unserer Erwartungen. Der Umsatz ist gegenüber der Vorjahresperiode um 0,4% auf 36,8 Mio. EUR gestiegen. Bereinigt um die Mieterträge des im ersten Halbjahr verkauften Shoppingcenters in Udine hat sich der Umsatz um 3% erhöht. Eine deutliche Steigerung gab es bei den Erträgen aus Beteiligungen. Diese verbesserten sich um 48% auf 7,5 Mio. EUR, was im Wesentlichen auf die nicht vollkonsolidierten Shoppingcenter in Breslau und Pécs zurückzuführen ist. Beide tragen im Jahr 2004 erstmals zum Ergebnis bei, welches zudem durch den Verkauf des Centers in Udine, bei dem ein Buchgewinn von 3,5 Mio. EUR erzielt wurde, positiv beeinflusst wird.

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, zu denen insbesondere das Centermanagement und die Geschäftsbesorgung zählen, liegen mit 9,4 Mio. EUR 30% über dem Vorjahresniveau. Dieser Mehraufwand ist durch die Dachsanierung in Udine und durch das im Bau befindliche Forum in Wetzlar entstanden. Die planmäßigen Abschreibungen auf Sachanlagen haben sich um knapp 1% auf 16,4 Mio. EUR reduziert. Der negative Zinssaldo ist investitionsbedingt um 38% auf 13,7 Mio. EUR gewachsen.

Insgesamt ist das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit um 1,1 Mio. EUR auf 8,8 Mio. EUR gestiegen. Nach Abzug von Steuern und den Anteilen Dritter ergibt sich ein Periodenüberschuss von 4,1 Mio. EUR. Der Free Cash Flow beläuft sich für die ersten neun Monate des Geschäftsjahres auf 22,5 Mio. EUR.

Die Zahlen zum dritten Quartal haben keine Überraschungen gebracht. Unsere Einschätzung des Unternehmens bleibt damit unverändert. Unser Kursziel erhöhen wir leicht auf 35,7 EUR. Das Rating bleibt bei Verkaufen. Nur bei einer erwarteten Rendite von 10% (inkl. Dividendenrendite) und mehr empfehlen wir eine Aktie zum Kauf, ansonsten zum Verkauf. Die Dividendenrendite beträgt beim aktuellen Kurs knapp 5,3%.

| Kennzahlen (Konzern) | 2003 | 2004e | 2005e | 2006e | 2007e |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Gesamtleistung | 49,27 | 48,47 | 53,77 | 54,65 | 61,1 |
| EBITDA | 42,03 | 50,25 | 57,26 | 63,64 | 70,7 |
| EBIT | 19,63 | 28,42 | 34,13 | 41,08 | 48,7 |
| EBT | 5,55 | 8,96 | 12,50 | 18,58 | 26,4 |
| EAT | -2,27 | 4,93 | 8,12 | 13,94 | 19,8 |
| EV/EBITDA | | 17,7 | 15,5 | 14,0 | 12,6 |

Quelle: Deutsche Euroshop. HSH Nordbank AG

Unternehmensprofil

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Das Portfolio umfasst mittlerweile 14 Beteiligungen, davon 9 in Deutschland und jeweils eins in Italien, Frankreich, Ungarn, Polen und Österreich. Die Mietverträge sind langfristig konzipiert und indexiert. Das Centermanagement wird an externe Dienstleistungsunternehmen ausgelagert. Zuletzt hat sich die Deutsche EuroShop mit 50 % an den noch nicht fertig gestellten City-Arkaden in Klagenfurt beteiligt. Dieses soll im Frühjahr 2006 eröffnet werden. Im Bau befindet sich zudem das Forum Wetzlar. Hier ist die Eröffnung für Februar 2005 geplant. Die Liquiditätsreserve des Unternehmens beträgt aktuell 30 Mio. EUR, die voraussichtlich 2005 in weitere Shoppingcenter investiert werden sollen. Allerdings konkurriert die Deutsche EuroShop zunehmend mit diversen Fondsanbietern, so dass die Akquisition geeigneter Center schwieriger wird. Trotz des erhöhten Konkurrenzdrucks sind auch mittelfristig weitere Zukäufe geplant. Eine dafür notwendige Kapitalerhöhung wird vom Vorstand zwar ins Auge gefasst, einen genauen Zeitpunkt gibt es aber noch nicht. Die Deutsche EuroShop betreibt keine Buy-and-Sell-Strategie. Der Verkauf des Shoppingcenters in Udine sollte daher die Ausnahme bleiben, d.h. zusätzliche Liquidität durch weitere Verkäufe ist nicht zu erwarten.

Planungsrechnung Konzern

Wir haben unsere GuV- und Bilanzplanung für die nächsten fünf Jahre entsprechend den aktuellen Gegebenheiten modifiziert, d.h. die neuen Shoppingcenter in die Planung integriert und Udine herausgenommen. Da die Deutsche EuroShop die derzeit noch vorhandene Liquidität voraussichtlich erst in 2005 reinvestieren wird, rechnen wir mit daraus resultierenden Mieterlösen ab 2006. In unserer Modellrechnung unterstellen wir eine Beteiligungsquote von über 50%. Gleichzeitig tragen wir der im Vergleich zum übrigen deutschen Einzelhandel guten Entwicklung in den Shoppingcentern der Deutschen EuroShop Rechnung. Alles in allem gehen wir davon aus, dass das EBITDA im kommenden Jahr um etwa 14% steigen wird. Die wesentlichen Ursachen dafür sind die Eröffnung des Forums Wetzlar sowie die Shoppingcenter in Pécs und insbesondere Hamburg-Harburg, die 2004 an den Start gegangen sind. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit sollte sich von knapp 9 Mio. EUR auf 12,5 Mio. EUR erhöhen. Auf der Basis unserer Prognose wird ausreichend Cash-flow generiert, um die geplanten Dividenden von 30 Mio. EUR jährlich bzw. 1,92 EUR pro Aktie auszuschütten.

Bewertung – Economic Value Added-Analyse

Mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA[®]) berechnen wir den Unternehmenswert als Summe aus Net Asset Value (NAV) und dem Market Value Added (MVA). Das Ergebnis unserer Economic Value Added-Analyse für die Deutsche EuroShop ergibt einen fairen Unternehmenswert von 558 Mio. EUR, was einem Betrag von 35,70 EUR je Aktie entspricht.

| Kapitalkosten 2004 in % | |
|-----------------------------|-------------|
| WACC | 5,06 |
| Risikoloser Zins (20 Jahre) | 5,80 |
| Risikoprämie | 2,89 |
| Beta-Faktor | 0,25 |
| Eigenkapitalzins | 6,52 |
| Eigenkapitalquote | 61,23 |
| Fremdkapitalzins v.Steuer | 5,00 |
| Steuersatz | 45,00 |
| Fremdkapitalzins n.Steuer | 2,75 |

Quelle: HSH Nordbank AG

Peer-Group-Vergleich

Als Peer-Group haben wir sechs europäische Gesellschaften ausgewählt. Als Multiplikator haben wir das Verhältnis des Enterprise Value (EV) zum EBITDA gewählt, wodurch die europäischen Unterschiede bei der steuerlichen Behandlung sowie den Abschreibungsmethoden herausgefiltert werden. Auch anhand dieser Bewertungsmethode erkennen wir kein Kurspotential.

Peer-Group

| | EV/EBITDA | |
|-----------------------|-----------|-------|
| | 2004 | 2005 |
| Corio | 14,21 | 13,59 |
| Kleppierre | 15,02 | 12,62 |
| Liberty International | 17,81 | 16,92 |
| Pillar Properties | 15,42 | 15,37 |
| Rodamco Europe | 16,22 | 15,13 |
| Vast Ned Retail | 15,52 | 14,83 |
| Durchschnitt | 15,70 | 14,74 |
| Deutsche Euroshop | 17,70 | 15,50 |

Quelle: IBES; HSH Nordbank AG

Wir bestätigen daher unser bisheriges Rating Verkaufen.

Nur bei einer erwarteten Rendite von 10% (inkl. Dividendenrendite) und mehr empfehlen wir eine Aktie zum Kauf, ansonsten zum Verkauf. Die Dividendenrendite beträgt beim aktuellen Kurs knapp 5,3%.

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: HSHR <Go>

Ihre Ansprechpartner

Aktienresearch

Energy-Research

Telefon: (040) 3333-

| | | |
|--------------|--------------|--------|
| Wind-Energie | Arndt Krakau | -11548 |
| | Stefan Gäde | -12029 |

| | | |
|-----------|-------------|--------|
| Oil & Gas | Andy Sommer | -12064 |
|-----------|-------------|--------|

| | | |
|----------------------------|-----------------|--------|
| Immobilien-Research | Stefan Goronczy | -12023 |
| | Steffen Wollnik | -11928 |

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

Corporate Finance

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