

# HVB Equity Research

Company Flash

Mid Caps/Small Caps

## Deutsche EuroShop

EUR 41,98

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

Outperform

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

andre.remke@hvb.de

### Ausblick wie erwartet bestätigt – Solide Entwicklung auch bei neuen Centern

Performance (12.05.05)	1W	1M	3M
Absolut (%)	-2,6	-2,6	8,2
Relativ zum Euro STOXX 50 (%)	-2,3	-2,3	10,5

#### Anlageurteil

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

#### Kursziel

Neu: EUR 46,70	Alt: EUR 46,70
----------------	----------------

Marktkap. (EUR Mio.)	655,9
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
H1/Q2	10-Aug-05
9M/Q3	10-Nov-05

	2004	2005e	2006e
Umsatz (EUR Mio.)	61,4	70,5	75,3
EBITDA (EUR Mio.)	50,7	54,9	59,8
EBITA (EUR Mio.)	50,7	54,9	59,8
EBIT (EUR Mio.)	50,7	54,0	58,8
Jahresüberschuss (EUR Mio.)	26,4	30,6	29,7
EPS reported (EUR)	1,78	1,99	1,99
EPS adj. vor Goodwill (EUR)	1,32	1,22	1,42
KGV (EPS adj. vor Goodwill)	19,8	21,1	21,1
EV/Umsatz	17,1	17,2	16,3
EV/EBITDA	20,7	22,0	20,5
EV/EBITA	20,8	22,1	20,5
Dividende (EUR)	1,92	2,00	2,10
Div. Rendite (%)	5,5	4,8	5,0

#### Deutliche Ausweitung der Mieterlöse durch neu eröffnete Shoppingcenter.

Im ersten Quartal konnte die Deutsche EuroShop den Umsatz um 17% auf EUR 17,4 Mio. steigern. Allein EUR 3,5 Mio. stammen aus den neu eröffneten Centern in Pecs (Ungarn), Hamburg und Wetzlar, die den Rückgang aus dem verkauften Center in Udine, Italien, mehr als kompensiert haben. Bereinigt um diese Effekte sind die Umsatzerlöse um 1% gestiegen. Die Einzelhandelsumsätze in den Centern der DES stiegen in Deutschland um 1,8%, gegenüber einem Anstieg von 1,0% im deutschen Einzelhandel, bzw. um 3% in allen DES-Centern. Wie bereits mehrfach erwähnt sehen wir darin ein Indiz für die Überlegenheit der Bündelung von Einzelhandelsgeschäften in Shoppingcentern.

#### ENTWICKLUNG 1. QUARTAL

EUR Mio.	Q1/2005	Q1/2004	y-o-y	HVBe	Abw.
Umsatz	17,4	14,9	17%	17,6	-1%
EBIT	13,8	13,2	5%	13,8	0%
EBIT-Marge	79%	89%		79%	
EBIT exkl. Währungseffekte	13,9	11,4	22%		
EBT	7,0	8,2	-14%	7,2	-2%
EBT-Marge	40%	55%		41%	
Nettoergebnis	4,4	5,9	-25%	5,0	-11%
Nettoergebnis exkl. Währungseffekte	4,5	4,1	11%		

Quellen: Deutsche EuroShop, HVB Global Markets Research

#### Hohe Wechselkursgewinne im Vorjahresquartal verzerren im Jahresvergleich das gute operative Ergebnis.

Der Ergebnis-Vergleich zum Vorjahresquartal wurde vor allem durch die vorjährigen Wechselkursgewinne aus der ungarischen Tochtergesellschaft in Pecs über EUR 1,8 Mio. geprägt. Diese betragen im Gesamtjahr 2004 EUR 2,0 Mio. und betrafen zum größten Teil das erste Quartal. Hintergrund war die starke Aufwertung des ungarischen Forint im Vorfeld des EU-Beitritts im

Mai 2004 (s. Chart). In Q1/05 fiel ein unrealisierter Kursverlust von EUR 0,1 Mio. an. Die 6-Monats-Prognose der HVB Group geht von einem EUR/HUF-Kurs von 257 gegenüber 250 aktuell, d. h. einer etwa 3%igen Abwertung aus. Daraus würde, nach den Kursgewinnen in 2004, ein leichter Währungsverlust in 2005 entstehen. Insgesamt gehen wir nach den hohen Schwankungen in 2003 (Abwertung Forint=DES-Währungsverlust von EUR 2,2 Mio.) und 2004 (Aufwertung=DES-Währungsgewinn EUR 2,0 Mio.) für die kommenden 24 Monate von deutlich geringeren Schwankungen aus. Zudem ist der höchste Basiseffekt mit dem Q1-Bericht bereits ausgewiesen.

## ENTWICKLUNG UNGARISCHER FORINT



Quellen: Thomson Financial Datastream, HVB Global Markets Research

**Der Ausblick für das Gesamtjahr wurde wie erwartet bestätigt – Solide operative Entwicklung.** Im ersten Quartal konnte das EBIT um 5% und bereinigt um die erwähnten Wechselkurseffekt überproportional zum Umsatz um 22% gesteigert werden. Damit wurden exakt unsere Erwartungen getroffen. Der Zinsaufwand lag, bedingt durch die neu eröffneten Center, planmäßig um EUR 1,5 Mio. über dem Vorjahr. Für das Gesamtjahr hat der Vorstand den im April gegebenen Ausblick wie erwartet bestätigt. Darin geht die DES von einem Umsatzanstieg auf EUR 68-72 Mio. aus. Unsere Prognose von EUR 70,5 Mio. entspricht einem Anstieg um 15%, von dem 13%-Punkte aus den neu konsolidierten Centern Pecs, Hamburg und Wetzlar (abzgl. des verkauften Centers in Udine) resultieren. Das EBIT erwartet die DES mit EUR 53-56 Mio., was einer währungsbereinigten Steigerung zwischen 9-15% (HVBe: 13%) entspricht. Darüber hinaus ist zu berücksichtigen, dass im Vorjahr ein einmaliger Veräußerungsgewinn aus dem Verkauf des Udine Centers von EUR 4,8 Mio. angefallen ist. Ohne diesen Effekt würde sich ein Anstieg um 25% ergeben. Insgesamt profitiert das Unternehmen von den soliden Mieterlösen der bisherigen und vor allem den neu eröffneten Shoppingcentern.

## AUSBLICK DES VS. HVB-PROGNOSEN

EUR Mio.	2003	2004	2005		2006
			DESe	HVBe	HVBe
Umsatz	57,9	61,4	68-72	70,5	75,3
<i>y-o-y</i>		6%	11-17%	15%	7%
EBIT	40,5	50,7		54,9	59,8
<b>EBIT – währungsber.</b>	<b>42,7</b>	<b>48,6</b>	<b>53-56</b>	<b>54,9</b>	<b>59,8</b>
<b>EBT – währungsber.</b>	<b>24,5</b>	<b>28,2</b>	<b>28-30</b>	<b>28,7</b>	<b>32,9</b>
Bewertungsergebnis	5,6	8,0		13,5	10,0
EBT inkl. Bewertungsergebnis	27,9	38,2		42,2	42,9

Quellen: Deutsche Euroshop, HVB Global Markets Research

## Keine Änderungen der HVB-Schätzungen für 2005

**und 2006.** Wir belassen unsere Schätzungen für 2005 nahezu unverändert (EPS: EUR 1,99 nach EUR 2,00). Darin enthalten ist ein positives Bewertungsergebnis von EUR 13,5 Mio. bzw. EUR 0,78 pro Aktie, welcher allerdings erst zum Bilanzstichtag am 31.12. durch die einmal jährlich durchzuführende Immobilienbewertung anfallen wird. Das operative EPS schätzen wir mit EUR 1,22 nach EUR 1,32 im Vorjahr, der den positiven Udine-Effekt enthalten hatte.

## Weitere Portfoliooptimierungen folgen im Jahresverlauf.

Bezüglich der Portfolio-Strategie hält der Vorstand an dem geplanten Investitionsvolumen von EUR 100-150 Mio. fest. Das Management sieht sowohl im In- als auch im Ausland Chancen, verweist jedoch auf den hohen Wettbewerb. Wir gehen auch weiterhin davon aus, dass die Nachfrage nach Shoppingcentern unverändert hoch bleibt. Zwar erfordert die Suche nach attraktiven Centern auch für die DES größere Anstrengungen, jedoch werten wir zwei Faktoren diesbezüglich als positiv. Zum einen legt die DES hohe Anforderungen an neue Beteiligungen, was sich in der aktuellen Bestandsstruktur widerspiegelt. Zum anderen verdeutlichen sich darin die voraussichtlich auch zukünftig soliden Bewertungen der Shoppingcenter gegenüber anderen Immobilienarten.

## Bewertung und Fazit: Wir bestätigen unser Outperform-Rating mit einem Kursziel von EUR 46,70.

Zusammen mit der Dividende von EUR 1,92, die auf der HV am 23. Juni beschlossen werden soll, ergibt sich daraus ein attraktives Potenzial. Mit der Fokussierung auf die „Königsklasse“ der Immobilienarten, den Shoppingcentern, betrachten wir die Aktie nach wie vor als eine Value-Aktie innerhalb des Sektors (s. a. Research-Update vom 2. Mai 2005).

## 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