

## Deutsche EuroShop

DEQ GR

Solide Geschäftszahlen 1. HJ 2006 und neue Akquisition in Danzig

## Einzelhandelsimmobilien

Branche

55,40 EUR

Kurs

Mittel

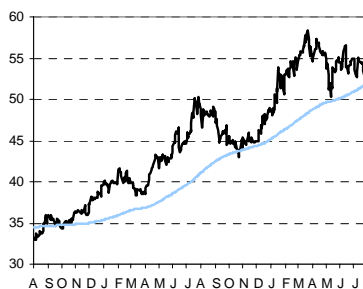
Anlagerisiko

54,00 EUR

Kursziel

Halten

Rating unverändert



Quelle: Bloomberg

## Bewertung je Aktie in EUR

Net Asset Value 2005	46,22
Market Value Added	7,78
Fair Value	54,00
52-Wochen-Hoch	58,35
52-Wochen-Tief	42,97

## Relative Performance (%)

Index	3M	6M	12M
MDAX	13,4	4,3	0,5
EPRA	-2,2	-7,6	-8,1

## Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	934
Anzahl Aktien (Mio.)	17,188
Umsatz p.a. (Mio. EUR)	624
Volatilität in % p.a.	22,9
Bloomberg	DEQ GR
ISIN:	DE0007480204

## Anteilseigner

Familie Otto:	19%
Streubesitz	81%

## Analyst

**Steffen Wollnik**  
**Senior Analyst Equity**  
+49 40 33 33 11928  
steffen.wollnik@hsh-nordbank.com

## Bitte beachten Sie den Disclosure auf der vorletzten Seite.

Die Deutsche EuroShop hat die Geschäftszahlen für das 1. Halbjahr 2006 veröffentlicht. Die Zahlen liegen erneut mit Ausnahme des Bewertungsergebnisses im Rahmen der Erwartungen. Der Umsatz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 30% auf 45,9 Mio. EUR. Im Wesentlichen ist diese Steigerung auf den Erwerb des Rathauscenters in Dessau, die erstmalige Einbeziehung des Main-Taunus-Zentrums sowie der Ende März eröffneten City Arkaden in Klagenfurt zurückzuführen. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ist von 28,2 Mio. EUR auf 39,0 Mio. EUR gestiegen (+38 %). Nach Steuern beträgt der Konzernüberschuss 25,4 Mio. EUR (Vorjahr: 10,4 Mio. EUR). Der Gewinn je Aktie erhöhte sich von 0,58 EUR auf 1,39 EUR (+140 %). Hiervon resultieren 1,03 EUR aus dem operativen Ergebnis und 0,36 EUR aus dem Bewertungsergebnis. Wir hatten einen Gewinn je Aktie von 1,26 EUR erwartet. Die Differenz von 0,13 EUR ist im Wesentlichen auf eine währungsbedingte Höherbewertung im 2. Quartal zurückzuführen.

Mit der Bekanntgabe der Geschäftszahlen hat die Deutsche EuroShop auch die Übernahme von 74 % der Anteile an der Galeria Baltycka im polnischen Danzig angekündigt. Das anteilige Investitionsvolumen beläuft sich auf rund 123 Mio. EUR. Die Anfangsrendite liegt bei 6,8%. Die Galeria Baltycka ist seit Anfang Mai 2006 im Bau, die Eröffnung für Herbst 2007 geplant. Die vermietbare Fläche beträgt 47.100 m<sup>2</sup>.

Wir haben unsere Planungsrechnung dem günstigen Geschäftsverlauf und der Akquisition in Danzig angepasst. Nach einem Umsatz von 72,1 Mio. EUR im Jahr 2005 erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr eine Steigerung auf knapp 93,5 Mio. EUR. Den Konzernjahresüberschuss für 2006 schätzen wir mit 48,7 Mio. EUR bzw. 2,84 EUR pro Aktie. Anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) haben wir einen unveränderten fairen Wert von 54,00 EUR je Aktie ermittelt. Das Anlagerisiko ist nach wie vor durchschnittlich. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 54,00 EUR.

Kennzahlen in Tsd. EUR	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Umsatzerlöse	61.421	72.121	93.521	99.007	114.901	119.515	122.503
EBIT	49.758	57.497	75.410	78.856	96.083	100.202	102.749
Finanzergebnis	-20.513	-26.353	-36.346	-41.310	-42.751	-42.647	-42.311
Bewertungsergebnis	8.018	49.948	25.000	15.000	15.000	0	0
EBT	37.263	81.092	64.062	52.546	68.333	57.556	60.438
Jahresüberschuss	27.736	48.705	48.746	37.129	48.185	40.057	42.172
Ergebnis je Aktie	1,78	2,83	2,84	2,16	2,80	2,33	2,45
Dividende je Aktie	1,92	2,00	2,00	2,00	2,00	2,33	2,45

Quelle: Deutsche EuroShop HSH Nordbank

### Geschäftszahlen für das erste Halbjahr 2006

Die Deutsche EuroShop hat die Geschäftszahlen für das 1. Halbjahr 2006 veröffentlicht. Die Zahlen liegen erneut mit Ausnahme des Bewertungsergebnisses im Rahmen der Erwartungen.

Der Umsatz erhöhte sich gegenüber dem Vorjahreszeitraum um 30% auf 45,9 Mio. EUR. Im Wesentlichen ist diese Steigerung auf den Erwerb des Rathauscenters in Dessau, die erstmalige Einbeziehung des Main-Taunus-Zentrums sowie der Ende März eröffneten City Arkaden in Klagenfurt zurückzuführen. Durch den Verkauf des französischen Shoppingcenters Etrembières Mitte April wurden die Mieteinnahmen belastet. Die Mieterlöse der Bestandsobjekte sind um rund 1% gewachsen.

Die sonstigen betrieblichen Erträge erhöhten sich wegen des Veräußerungsgewinns des französischen Shoppingcenters um 0,6 Mio. EUR auf 1,5 Mio. EUR. Der realisierte Buchgewinn betrug 0,8 Mio. EUR. Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen (inkl. der Grundstücksbetriebs- und -verwaltungskosten) beliefen sich auf 8,3 Mio. EUR. Sie haben sich gegenüber der Vorjahresperiode (7,8 Mio. EUR) nicht wesentlich verändert. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) ist von 28,2 Mio. EUR auf 39,0 Mio. EUR gestiegen (+38 %).

Das Finanzergebnis verschlechterte sich investitionsbedingt um 4,6 Mio. EUR auf -17,7 Mio. EUR. Darin enthalten sind die Beteiligungserträge, die sich infolge des veränderten Konsolidierungskreises von 2,4 Mio. EUR auf 0,6 Mio. EUR verringert haben.

Erstmalig wurde im zweiten Quartal der Verkehrswert der Árkád Pécs nicht mehr auf Konzernebene, sondern bereits im lokalen ungarischen Jahresabschluss in Forint erfasst. Durch die Umrechnung in Forint ergab sich ein unrealisierter Währungsgewinn. Die bisher in den sonstigen betrieblichen Aufwendungen und sonstigen betrieblichen Erträgen erfassten unrealisierten Währungseffekte der langfristigen Verbindlichkeiten, die sich aus der Stichtagsbewertung im ungarischen Abschluss ergaben, wurden in das Bewertungsergebnis umgegliedert. Die Zahlen des ersten Quartals 2006 und des ersten Halbjahres 2005 wurden entsprechend rückwirkend angepasst. Das Bewertungsergebnis des ersten Halbjahres 2006 beläuft sich auf 8,2 Mio. EUR. Darin ist ein Währungsgewinn von 1,1 Mio. EUR enthalten. Der restliche Betrag ist im Wesentlichen im ersten Quartal angefallen und auf die erstmalige Einbeziehung des Rathauscenters in Dessau und des Main-Taunus-Zentrums zurückzuführen.

Das Vorsteuerergebnis ist von 14,1 Mio. EUR auf 29,6 Mio. EUR gestiegen. Bereinigt um das Bewertungsergebnis erhöhte sich das EBT um 41 % auf 21,4 Mio. EUR. Nach Steuern beträgt der Konzernüberschuss 25,4 Mio. EUR (Vorjahr: 10,4 Mio. EUR). Davon entfallen auf die Konzernaktionäre 23,9 Mio. EUR. Für das zweite Quartal werden Steuern vom Einkommen und vom Ertrag in Höhe von nur 0,2 Mio. EUR ausgewiesen. Ursache ist die teilweise Auflösung von passiven latenten Steuern nach dem Verkauf des Shoppingcenters Etrembières. Der Gewinn je Aktie erhöhte sich von 0,58 EUR auf 1,39 EUR (+140 %). Hiervon resultieren 1,03 EUR aus dem operativen Ergebnis und 0,36 EUR aus dem Bewertungsergebnis. Wir hatten einen Gewinn je Aktie von 1,26 EUR er-

wartet. Die Differenz von 0,13 EUR ist im Wesentlichen auf eine währungsbedingte Höherbewertung im 2. Quartal zurückzuführen.

Der Ausblick des Vorstands hinsichtlich der Umsatz- und Gewinnerwartung für 2006 hat sich nicht verändert. Das Management erwartet Umsatzerlöse von 91 bis 94 Mio. EUR (2005: 72,1 Mio. EUR) und ein EBIT von 72 bis 75 Mio. EUR (57,5 Mio. EUR). Das EBT ohne Bewertungsergebnis sieht es von 32,1 Mio. EUR auf 37 bis 40 Mio. EUR steigen.

Der Vorstand ist darüber hinaus weiter zuversichtlich, für das Geschäftsjahr 2006 eine steuerfreie Dividende von erneut 2,00 EUR je Aktie ausschütten zu können.

### **Neues Shoppingcenter in Danzig**

Mit der Bekanntgabe der Geschäftszahlen hat die Deutsche EuroShop auch die Übernahme von 74 % der Anteile an der Galeria Baltycka im polnischen Danzig angekündigt. Das anteilige Investitionsvolumen beläuft sich auf rund 123 Mio. EUR. Die Anfangsrendite liegt bei 6,8%. Die Galeria Baltycka ist seit Anfang Mai 2006 im Bau, die Eröffnung für Herbst 2007 geplant. Die vermietbare Fläche beträgt 47.100 m<sup>2</sup>. Bereits jetzt sind über 80 % der Ladenflächen vermietet. Des Weiteren verfügt das Center über ein Parkhaus mit 1.000 Stellplätzen.

Die Galeria Baltycka entsteht an einem zentralen Verkehrsknotenpunkt des Ballungsraumes Danzig-Gdingen-Zoppot (die so genannte Dreistadt) in Danzig. Sie ist sowohl mit öffentlichen Verkehrsmitteln wie auch mit dem Auto gut zu erreichen. Im Einzugsgebiet des Centers leben rund 1,2 Mio. Menschen. Die einzelhandelsrelevante Kaufkraft dieser Region liegt über dem polnischen Durchschnitt.

Die Deutsche EuroShop hatte sich für das laufende Geschäftsjahr das Ziel gesetzt, Akquisitionen mit einem Volumen von 100-150 Mio. EUR zu tätigen. Die aktuelle Transaktion kommt daher nicht überraschend. Mit Investitionen in Dessau und Hameln schien sich das Unternehmen jedoch zunehmend auf Deutschland zu konzentrieren. Zudem hatte das Management des Öfteren den intensiven Wettbewerb um attraktive Anlagemöglichkeiten in Mittel- und Osteuropa betont.

Auf der anderen Seite sind auch die Akquisitionsmöglichkeiten in Deutschland rar, die in die Strategie der Deutschen EuroShop passen und eine auskömmliche Rendite bieten. Demzufolge ist es weniger entscheidend, ob diese oder zukünftige Transaktionen im In – oder Ausland stattfinden, sondern ob sie die Anlagekriterien des Unternehmens erfüllen. Dies ist bei der Galeria Baltycka der Fall, da es sich um eine qualitativ hochwertige Immobilie im Zentrum eines Ballungsraums mit entsprechender Kaufkraft handelt.

Das Portfolio der Deutsche EuroShop besteht damit aus 16 Shoppingcentern. Beteiligungspartner ist die ECE-Gruppe, die auch für die Planung, Realisierung, Vermietung sowie das Centermanagement zuständig ist.

### Bewertung

Wir haben unsere Planungsrechnung den Halbjahreszahlen und der Akquisition in Danzig angepasst. Nach einem Umsatz von 72,1 Mio. EUR im Jahr 2005 erwarten wir für das laufende Geschäftsjahr eine Steigerung auf knapp 93,5 Mio. EUR. Eine wesentliche Ursache für diesen Anstieg ist die veränderte Konsolidierung des Main-Taunus-Zentrums. Darüber hinaus tragen die neuen Shoppingcenter in Dessau und Klagenfurt zur Erhöhung des Umsatzes bei. Vermindert wird dieser durch den Verkauf der französischen Beteiligung. Für das Geschäftsjahr 2007 erwarten wir ein deutlich schwächeres Wachstum von 5,9% auf 99 Mio. EUR, da Danzig erst im Herbst 2007 und Hameln im Frühjahr 2008 eröffnet werden. Demzufolge werden die Mieteinnahmen erst 2008 wieder stärker wachsen (+16% auf 114,9 Mio. EUR).

Durch die Umgliederung der Währungseinflüsse von den sonstigen betrieblichen Aufwendungen in das Beteiligungsergebnis verändert sich die EBIT-Prognose für 2006, da bereits im ersten Quartal unrealisierte Währungsverluste in Höhe von 1,7 Mio. EUR angefallen sind. Auf die Prognose der darauf folgenden Jahre hat die Umgliederung jedoch keinen Einfluss, da wir angenommen hatten, dass sich Währungsgewinne- und verluste in Zukunft ausgleichen werden.

Auf Basis aller neuen Informationen steigt das EBIT in der Planungsrechnung von ca. 75,4 Mio. EUR im Jahr 2006 auf etwa 102,7 Mio. EUR im Jahr 2010. Damit weichen wir etwas vom Ausblick des Vorstandes der Deutschen EuroShop von 72 bis 75 Mio. EUR für das Jahr 2006 ab. Aufgrund des guten ersten Halbjahres 2006 erscheint uns dies gerechtfertigt.

Der Vorsteuergewinn wird für das laufende Geschäftsjahr unseren Schätzungen zufolge 64 Mio. EUR betragen. Ohne Neubewertung würde sich das EBT auf knapp 39 Mio. EUR belaufen. Bis zum Jahr 2010 rechnen wir mit einem Vorsteuerergebnis von 60 Mio. EUR.

Den Konzernjahresüberschuss für 2006 erwarten wir bei 48,7 Mio. EUR bzw. 2,84 EUR pro Aktie. Da die Deutsche EuroShop eine Dividendenkontinuität anstrebt gehen wir unverändert von 2,00 EUR pro Aktie aus. Bis 2010 könnte diese jedoch steigen.

Auf Basis dieser Prognosen und anhand der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) haben wir einen unveränderten fairen Wert von 54,00 EUR je Aktie ermittelt. Das Anlagerisiko ist nach wie vor durchschnittlich. Unsere Einstufung belassen wir bei Halten mit einem Kursziel auf Sicht von 12 Monaten von 54,00 EUR.

**GuV**

per 31.12. in Tsd. EUR	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
<b>Umsatzerlöse</b>	<b>61.421</b>	<b>72.121</b>	<b>93.521</b>	<b>99.007</b>	<b>114.901</b>	<b>119.515</b>	<b>122.503</b>
Sonstige betriebliche Erträge	9.343	2.264	1.500	0	0	0	0
Grundstücksbetriebskosten	11.401	7.869	10.000	10.150	7.803	7.959	8.158
Grundstücksverwaltungskosten	4.318	4.461	5.611	5.940	6.894	7.171	7.350
Sonstigen betrieblichen Aufwendungen	5.287	4.558	4.000	4.060	4.121	4.183	4.245
<b>EBIT</b>	<b>49.758</b>	<b>57.497</b>	<b>75.410</b>	<b>78.856</b>	<b>96.083</b>	<b>100.202</b>	<b>102.749</b>
Zinserträge	2.649	2.240	2.420	1.431	1.093	1.357	1.636
Zinsaufwand	27.961	33.594	39.551	43.578	44.813	45.033	45.033
Zinsergebnis	-25.312	-31.354	-37.131	-42.147	-43.720	-43.675	-43.397
Erträge aus Beteiligungen	4.799	5.001	784	837	969	1.029	1.086
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-20.513</b>	<b>-26.353</b>	<b>-36.346</b>	<b>-41.310</b>	<b>-42.751</b>	<b>-42.647</b>	<b>-42.311</b>
<b>Bewertungsergebnis</b>	<b>8.018</b>	<b>49.948</b>	<b>25.000</b>	<b>15.000</b>	<b>15.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>37.263</b>	<b>81.092</b>	<b>64.062</b>	<b>52.546</b>	<b>68.333</b>	<b>57.556</b>	<b>60.438</b>
EE-Steueraufwand	10.836	19.441	13.315	13.136	17.083	14.389	15.110
<b>Ergebnis nach Steuern</b>	<b>26.427</b>	<b>61.651</b>	<b>50.746</b>	<b>39.409</b>	<b>51.249</b>	<b>43.167</b>	<b>45.329</b>
Ergebnisanteile Dritter	1.309	-12.946	-2.000	-2.280	-3.064	-3.110	-3.157
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>27.736</b>	<b>48.705</b>	<b>48.746</b>	<b>37.129</b>	<b>48.185</b>	<b>40.057</b>	<b>42.172</b>
<b>Ausschüttung</b>	<b>30.000</b>	<b>34.375</b>	<b>34.375</b>	<b>34.375</b>	<b>34.375</b>	<b>40.057</b>	<b>42.172</b>
Bereinigung	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bereinigtes Ergebnis</b>	<b>27.736</b>	<b>48.705</b>	<b>48.746</b>	<b>37.129</b>	<b>48.185</b>	<b>40.057</b>	<b>42.172</b>
Anzahl der Aktien in Tsd.	15.625	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187	17.187
<b>Ergebnis je Aktie</b>	<b>1,78</b>	<b>2,83</b>	<b>2,84</b>	<b>2,16</b>	<b>2,80</b>	<b>2,33</b>	<b>2,45</b>
<b>Dividende je Aktie</b>	<b>1,92</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,00</b>	<b>2,33</b>	<b>2,45</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

<b>Bilanz</b>							
per 31.12. in Tsd. EUR	2004	2005	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
<b>Langfristiges Vermögen</b>							
Immaterielle Vermögensgegenstände	12	18	16	16	16	16	16
Sachanlagen	183.100	71.912	184.912	303.912	63.912	63.912	63.912
Finanzanlagen	101.669	116.804	20.643	20.643	20.643	20.643	20.643
Immobilienanlagen als Finanzinvestition	918.470	1.138.271	1.336.432	1.351.432	1.614.432	1.614.432	1.614.432
	<b>1.203.251</b>	<b>1.327.005</b>	<b>1.542.003</b>	<b>1.676.003</b>	<b>1.699.003</b>	<b>1.699.003</b>	<b>1.699.003</b>
<b>Kurzfristiges Vermögen</b>							
Forderungen aus L&L	1.985	2.059	2.661	2.772	3.217	3.346	3.430
sonstige kurzfr. Ford. u. Vermögen	14.697	17.302	17.562	17.825	18.092	18.364	18.639
Liquide Mittel	150.275	197.192	125.489	65.257	80.483	100.501	117.576
	<b>166.957</b>	<b>216.553</b>	<b>145.711</b>	<b>85.854</b>	<b>101.793</b>	<b>122.211</b>	<b>139.646</b>
<b>Aktiva</b>	<b>1.370.208</b>	<b>1.543.558</b>	<b>1.687.714</b>	<b>1.761.857</b>	<b>1.800.796</b>	<b>1.821.214</b>	<b>1.838.649</b>
<b>Eigenkapital</b>							
Gezeichnetes Kapital	20.000	21.999	21.999	21.999	21.999	21.999	21.999
Kapitalrücklage	496.363	558.588	558.588	558.588	558.588	558.588	558.588
Gewinnrücklage und Bilanzgewinn	118.778	144.067	158.438	161.193	175.003	180.684	182.800
<b>Eigenkapital Aktionäre</b>	<b>635.141</b>	<b>724.654</b>	<b>739.025</b>	<b>741.780</b>	<b>755.590</b>	<b>761.271</b>	<b>763.387</b>
EK-Anteile Dritter	49.271	62.792	77.785	101.665	104.729	107.839	110.996
	<b>684.412</b>	<b>787.446</b>	<b>816.810</b>	<b>843.445</b>	<b>860.319</b>	<b>869.111</b>	<b>874.383</b>
<b>Langfristige Verbindlichkeiten</b>							
lgfr. Finanzschulden/-kredite	597.576	613.829	748.371	785.271	793.271	793.271	793.271
lgfr. Verbindlichkeiten L&L	0	2.000	0	0	0	0	0
Sonstige lgfr. Verbindlichkeiten	86	544	0	0	0	0	0
passive latente Steuern	51.676	69.826	80.478	90.988	104.654	116.165	128.253
	<b>649.338</b>	<b>686.199</b>	<b>828.849</b>	<b>876.259</b>	<b>897.925</b>	<b>909.436</b>	<b>921.524</b>
<b>Kurzfristige Verbindlichkeiten</b>							
Sonstige kurzfr. Rückstellungen	21.487	9.174	9.174	9.174	9.174	9.174	9.174
gesamt kurzfr. Finanzschulden/-kredite	6.675	50.505	25.505	25.505	25.505	25.505	25.505
kurzfr. Verbindlichkeiten L&L	3.742	6.544	2.376	2.475	2.873	2.988	3.063
Sonstige kurzfr. Verbindlichkeiten	4.554	3.690	5.000	5.000	5.000	5.000	5.000
	<b>36.458</b>	<b>69.913</b>	<b>42.055</b>	<b>42.154</b>	<b>42.552</b>	<b>42.667</b>	<b>42.742</b>
<b>Passiva</b>	<b>1.370.208</b>	<b>1.543.558</b>	<b>1.687.714</b>	<b>1.761.857</b>	<b>1.800.796</b>	<b>1.821.214</b>	<b>1.838.649</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

**Kapitalflußrechnung**

per 31.12. in Tsd. EUR	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e
Jahresüberschuss	48.746	37.129	48.185	40.057	42.172
- Ergebnisanteile Dritter	-2.000	-2.280	-3.064	-3.110	-3.157
+ Abschreibungen, Amortisation, Neubewertung	-24.998	-15.000	-15.000	0	0
- Zunahme Net Working Capital	3.720	275	315	285	284
- Zunahme Igfr. Forderungen u. sonst. Vermögen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Igfr. Rückstellungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme sonst. Igfr. Verbindl.	-2.544	0	0	0	0
- Auflösung von abgegrenzten Subventionen	0	0	0	0	0
- Zunahme lat. Steuern u. RAP	-10.652	-10.509	-13.667	-11.511	-12.088
- Gewinne aus Anlagenabgängen	0	0	0	0	0
- at-equity Beteiligungsergebnis	0	0	0	0	0
+/- sonstige zahlungsunwirksame Aufwendungen und Erträge	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>30.137</b>	<b>34.643</b>	<b>49.601</b>	<b>54.393</b>	<b>57.132</b>
- Investitionen	212.007	97.400	8.000	0	0
+ Desinvestitionen (Erlös aus Anlagenabgang)	35.000	0	0	0	0
+/- Einzahlungen/Auszahlungen "assets for sale"	0	0	0	0	0
+ Zuführung zu abgegrenzten Subventionen / Investitionszuschüsse	0	0	0	0	0
<b>Cash Flow aus Investitionen</b>	<b>-177.007</b>	<b>-97.400</b>	<b>-8.000</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
Kapitalmaßnahmen u. EK-Änderungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Finanzverbindlichkeiten	109.542	36.900	8.000	0	0
+ Zunahme stille Beteiligungen	0	0	0	0	0
+ Zunahme Gesellschafterdarlehen	0	0	0	0	0
- Dividendenzahlung	34.375	34.375	34.375	34.375	40.057
<b>Cash Flow aus Finanzierung</b>	<b>75.167</b>	<b>2.525</b>	<b>-26.375</b>	<b>-34.375</b>	<b>-40.057</b>
<b>Finanzmittelbestand Anfang</b>	<b>197.192</b>	<b>125.489</b>	<b>65.257</b>	<b>80.483</b>	<b>100.501</b>
<b>Veränderung Finanzmittel</b>	<b>-71.703</b>	<b>-60.232</b>	<b>15.226</b>	<b>20.018</b>	<b>17.076</b>
<b>Finanzmittelbestand Ende</b>	<b>125.489</b>	<b>65.257</b>	<b>80.483</b>	<b>100.501</b>	<b>117.576</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

## Economic Value Added

in Tsd. EUR	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e
Umsatz	95.021	99.007	114.901	119.515	122.503	124.953	127.452	129.364	131.304
<b>EBIT</b>	<b>75.408</b>	<b>78.856</b>	<b>96.083</b>	<b>100.202</b>	<b>102.749</b>	<b>105.534</b>	<b>108.389</b>	<b>110.770</b>	<b>113.199</b>
+ implizite Kapitalkosten für Pensionsrückstellungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ Zinsanteil Leasingraten	0	0	0	0	0	0	0	0	0
+ planmäßige AfA Immobilien	0	0	0	0	0	0	0	0	0
- cash operating taxes	-21.536	-24.031	-28.286	-25.647	-26.368	0	0	0	0
+Bereinigungen	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>NOPAT</b>	<b>53.872</b>	<b>54.825</b>	<b>67.797</b>	<b>74.555</b>	<b>76.381</b>	<b>105.534</b>	<b>108.389</b>	<b>110.770</b>	<b>113.199</b>
Invested Capital Jahresanfang	1.324.414	1.545.676	1.679.951	1.703.266	1.703.551	1.703.836	1.703.774	1.703.712	1.703.664
Invested Capital Jahresende	1.545.676	1.679.951	1.703.266	1.703.551	1.703.836	1.703.774	1.703.712	1.703.664	1.703.616
Invested Capital Durchschnitt	1.435.045	1.612.813	1.691.609	1.703.409	1.703.693	1.703.805	1.703.743	1.703.688	1.703.640
Capital Charge (IC*WACC)	80.612	88.097	92.514	93.481	93.893	103.581	103.679	103.713	103.740
ROIC in %	5,55	4,38	4,95	4,44	4,55	6,26	6,43	6,57	6,71
WACC in %	5,62	5,46	5,47	5,49	5,51	6,08	6,09	6,09	6,09
Spread ROIC - WACC in %	-0,07	-1,08	-0,52	-1,05	-0,96	0,18	0,34	0,48	0,62
<b>EVA</b>	<b>-956</b>	<b>-17.434</b>	<b>-8.748</b>	<b>-17.897</b>	<b>-16.426</b>	<b>3.061</b>	<b>5.840</b>	<b>8.204</b>	<b>10.623</b>
WACC	5,62	5,46	5,47	5,49	5,51	6,08	6,09	6,09	6,09
Diskontfaktoren	0,98	0,93	0,88	0,83	0,79	0,75	0,70	0,66	0,62
Barwerte	-937	-16.196	-7.705	-14.943	-12.998	2.284	4.107	5.438	6.637

Quelle: HSH Nordbank AG

Barwerte Planungsphase	-34.313
+ Barwert Terminal Value	167.982
<b>= Market Value Added in Mio. EUR</b>	<b>133.670</b>
<b>+ Net Asset Value (NAV) in Mio. EUR</b>	<b>794.480</b>
<b>= Shareholder Value in Mio. EUR</b>	<b>928.150</b>
Anzahl ausstehende Aktien in Mio.	17.187
<b>Shareholder Value je Aktie in EUR</b>	<b>54,00</b>
<b>Discount / Premium EVA zum NAV in %</b>	<b>16,8</b>

Quelle: HSH Nordbank AG

## Sensitivitätsanalyse in Tsd. EUR

Beta	Terminal Growth		
	1,0%	1,5%	2,0%
0,15	56,17	57,87	60,01
0,25	52,63	54,00	55,70
0,35	49,31	50,39	51,72

Quelle: HSH Nordbank AG

## Zinsannahmen

Risikofreier Zins	5,80
Risikoprämie Markt	2,65
Beta	0,25
EK-Zins	6,46
EK-Gewicht	60
FK-Zins vor Steuern	5,50
Steuerquote	21
<b>WACC in 2006</b>	<b>5,62</b>

Quelle: HSH Nordbank AG



## Bewertungskonzept

Diese Bewertung basiert auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Zudem wurden vom Unternehmen veröffentlichte Daten und Prognosen verwendet.

Im Mittelpunkt unserer Betrachtung steht der faire Wert des Unternehmens. Diesen leiten wir aus dem NAV-Konzept und der am Shareholder Value ausgerichteten Economic Value Added Analyse (EVA<sup>®</sup>) ab. Durch diesen Ansatz wird transparent, wie hoch bei Immobilienaktiengesellschaften der Ab- bzw. Zuschlag zum NAV ausfällt. Das Verfahren bewertet die Unternehmen individuell anhand ihrer Fähigkeit, Wertsteigerungen zu realisieren, ihrer Rentabilität und ihrer Strategie.

Die Eigenkapitalkosten werden mittels des CAPM abgeleitet. Der risikofreie Zins orientiert sich an den 10jährigen Bundesanleihen, wobei ein Durchschnitt über die letzten 20 Jahre gebildet wurde. Die Risikoprämie ist als Differenz zwischen dem risikofreien Zins und der durchschnittlichen Aktienmarkttrendite berechnet. Da eine möglichst langfristige und breite Betrachtung sinnvoll ist, haben wir als Zeitraum die letzten 20 Jahre und als Bezugsindex für die Aktienmarkttrendite den CDax gewählt. Das individuelle Unternehmensrisiko berücksichtigen wir durch den Beta-Faktor.

Die gesamten Kapitalkosten setzen sich aus Eigen- und Fremdkapitalkosten zusammen. Dafür wird der WACC – weighted average cost of capital – verwendet. Der WACC ist die gewichtete Summe aus Eigen- und Fremdkapitalkosten, wobei die Gewichtung entsprechend der Anteile des Eigenkapitals zu Marktpreisen und der Verschuldung am investierten Kapital erfolgt. Den steuerlichen Vorteilen der Fremdfinanzierung wird dadurch Rechnung getragen, dass im WACC der Fremdkapitalzins nach Steuern (mit Hilfe der durchschnittlichen Steuerquote) eingesetzt wird.

Mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) berechnet man den Unternehmenswert als Summe aus dem investierten Eigenkapital zu Marktwerten und dem Market Value Added (MVA), also der Wertschöpfung über das investierte Kapital hinaus. Den MVA erhält man, wenn man alle künftigen EVA<sup>®</sup>'s diskontiert und addiert. Der EVA<sup>®</sup> gibt den Betrag der Wertschöpfung im betreffenden Jahr an, sofern er positiv ist. Ist er negativ, hat das Unternehmen Wert vernichtet. Man ermittelt EVA<sup>®</sup>'s als Differenz aus dem betrieblichen Gewinn nach Steuern (NOPAT) und den absoluten Kapitalkosten. Die Kapitalkosten werden anhand des WACC's berechnet. Die Basis dafür ist das investierte Kapital. Man erhält mit dem EVA<sup>®</sup> also eine Art Übergewinn. Wert wird geschaffen, wenn der erzielte Gewinn größer ist als die Kapitalkosten. Das investierte Kapital ermitteln wir über die Passiv-Seite. Es umfasst das Eigenkapital inklusive Anteile Dritter und stiller Reserven, die Verschuldung und die Pensionsrückstellungen. Diskontiert werden die EVA<sup>®</sup>'s mit dem WACC. Der WACC-Ansatz impliziert, dass der Steuervorteil aus Fremdfinanzierung im Diskontierungszinssatz enthalten ist und auf Ebene der Cashflows eliminiert wurde. Dies geschieht durch das Herausrechnen der durch den Zinsaufwand entstandenen Steuerersparnis. Für die Unternehmensbewertung arbeiten wir mit einem 2-Phasen-Modell, um den Wachstumspfad des Unternehmens im Zeitablauf abzubilden. Wir ermitteln die EVAs über die ersten fünf Jahre explizit auf Basis unserer

Planungsrechnung. In der zweiten Phase wird für die EVAs mittels einer ewigen Rente ein Terminal Value ermittelt. Dabei wird eine konstante Wachstumsrate unterstellt. Das Unternehmen nähert sich der allgemeinen Marktentwicklung an und wächst nur noch wie der Gesamtmarkt.

Multiplikatoren bieten hingegen nur eine relative Bewertung und sagen nichts über das absolute Bewertungsniveau. Sie sind zudem stark abhängig von der Marktstimmung. Zur Bestimmung des fairen Wertes setzen wir keine Multiplikatoren ein. Die Angabe von Multiplikatoren ist rein informativ und soll nur einen Überblick über das relative Bewertungsniveau geben.

#### Definition des Net Asset Value

Marktwerte der Immobilien (inklusive stille Reserven)	
+ Addition der übrigen Vermögensgegenstände	
= Brutto Asset Value	
./. Verbindlichkeiten (zinstragende und zinslose)	
= Net Asset Value (NAV)	
./. Verkaufstransaktionskosten (z.B. Makler, Grunderwerbsteuer)	
./. Latente Steuern auf Veräußerungsgewinne	
= NAV nach EPRA (NNNAV)	
: Anzahl der ausgegebenen Aktien	
= NAV je Aktie	

#### HSH Nordbank Bewertungsmodell für Immobilienunternehmen

Marktwerte der Immobilien (enthalten die stillen Reserven)	fordern Kapitalkosten
+ Sonstiges Vermögen	
./. Verbindlichkeiten des Unternehmens	
= Net Asset Value (NAV)	Statische Betrachtung
Eigenkapital zu Buchwerten	Dynamische Betrachtung
+ stille Reserven des Immobilienportfolios	
+ Finanzverbindlichkeiten	
+ Pensionsrückstellungen	
= Investiertes Kapital	fordern Kapitalkosten
X Kapitalkosten (WACC) gewichtet nach Marktwerten	
= Capital Charge	
NOPAT (betrieblicher Gewinn ohne AfA)	
./. Capital Charge	
= Economic Value Added (EVA®)	Wertzuwachs bzw. -abbau
EVA® aller Perioden mit WACC diskontiert	
= Market Value Added (MVA)	Discount bzw. Premium
./. Anteile Dritter am Eigenkapital	
+ Net Asset Value (NAV)	
= Shareholder Value / FairValue	

### HSH Nordbank Aktien-Rating

Das Ratingsystem der HSH Nordbank umfasst die Handlungsempfehlungen **Kaufen**, **Halten** und **Verkaufen**. Das Rating einer Aktie basiert auf der Kombination von erwarteter Rendite für die kommenden zwölf Monate und dem Anlagerisiko.

Die **erwartete Rendite** setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen.

Das **Anlagerisiko** einer Aktie ergibt sich aus einem Vergleich der annualisierten Volatilität\* der täglichen prozentualen Kursveränderungen mit den entsprechenden Volatilitäten aller Aktien des Gesamtmarktes. Als Äquivalent für den Gesamtmarkt haben wir die Titel des DJ STOXX600® EURpe ausgewählt. Dieser Index umfasst die 600 größten Unternehmen in EURpa. Für alle diese Aktien werden die annualisierten Volatilitäten der täglichen prozentualen Kursveränderungen ermittelt.

Ausgehend vom Median\*\* aller Volatilitäten werden drei Risikoklassen bestimmt:

- **Niedriges Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% kleiner als der Median.
- **Mittleres Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie liegt in einer Bandbreite von jeweils bis zu 15% unter bzw. über dem Median.
- **Hohes Anlagerisiko:** Die Volatilität der Aktie ist mindestens 15% größer als der Median.

Alle sechs Monate wird die Einstufung einer Aktie in eine Anlagerisikoklasse aktualisiert. Dafür wird der Median aus allen Aktien des Gesamtmarktes neu ermittelt. Von diesem aktuellen Median werden neue absolute Grenzen zwischen den Risikoklassen festgelegt, die wiederum jeweils 15% unter bzw. über dem Median liegen. Die Aktie wird anhand ihrer Volatilität einer Risikoklasse zugeordnet. Für die Berechnung der Volatilitäten werden die täglichen prozentualen Kursveränderungen der zwölf Monate vor dem halbjährlichen Aktualisierungsstichtag genommen.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Kauf** bei einer erwarteten Rendite von über:

- 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- 15% bei einem mittleren Risiko sowie
- 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Halten** bei einer erwarteten Rendite:

- von 0% bis 10% bei einem niedrigen Anlagerisiko,
- von 0% bis 15% bei einem mittleren Risiko sowie,
- von 0% bis 20% bei einem hohen Risiko.

Die HSH Nordbank empfiehlt eine Aktie zum **Verkauf**, wenn die erwartete Rendite kleiner als 0% ist.

**Eine Aktualisierung bzw. Bestätigung des Ratings erfolgt mindestens einmal im Kalenderjahr.**

\* Volatilität: Maß zur Risikomessung. Die Volatilität ist die Standardabweichung einer Zufallsvariablen (hier der prozentualen Aktienkursveränderungen).

\*\* Median: mittelster Wert einer Menge von Werten, hier dem DJSTOXX600®-Index. Der Median ist der mittlere Wert einer Grundgesamtheit/Stichprobe bei ungerader Anzahl von Werten, bei gerader Anzahl von Werten wird er aus dem arithmetischen Mittelwert der beiden mittleren Werte ermittelt.

## Übersicht HSH Nordbank Aktien-Rating

Aktien-Rating	Rendite aus Kursveränderung und Dividende				
HSH Nordbank	unter 0%	0% bis 10%	10% bis 15%	15% bis 20%	ab 20%
niedrig	Verkauf	Halten	Kauf	Kauf	Kauf
Anlagerisiko mittel	Verkauf	Halten	Halten	Kauf	Kauf
hoch	Verkauf	Halten	Halten	Halten	Kauf

## Ratings der HSH Nordbank

	Coverage insgesamt	Inv.Bank.-Aktivitäten
Kaufen	38%	100%
Halten	56%	0%
Verkaufen	6%	0%

## Coverage bei Inv.-Bank.-Aktivität:

HCI Capital	Rating:	Kaufen
IVG Immobilien	Rating:	Kaufen

Quelle: HSH Nordbank, Inv.-Bank. = Investmentbanking

## Deutsche Euroshop - Kursverlauf und Empfehlungen



## Disclosure / Rechtliche Hinweise

Bei allen in dieser Analyse angegebenen Kursen handelt es sich bei deutschen Unternehmen um den XETRA-Schlusskurs, bei ausländischen Unternehmen um den Schlusskurs der jeweiligen Heimatbörse des jeweils dem Datum der Analyse vorangegangenen Handelstages.

Die in dieser Analyse veröffentlichten Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbar Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen wir keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen.

Die Aussagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben, sondern lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe. Sie stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf im rechtlichen Sinn dar. Ihre Lektüre kann daher eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dafür stehen Ihnen unsere Mitarbeiter gerne zur Verfügung. Die HSH Nordbank AG kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesen Dokumenten stehen.

Die HSH Nordbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, BaFin, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt.

Die HSH Nordbank AG hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationsschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Analyse wurde vor Veröffentlichung dem Emittenten nicht zugeleitet.

## **Anschrift**

HSH Nordbank AG  
Gerhart-Hauptmann-Platz 50  
20095 Hamburg

Martensdamm 6  
24103 Kiel

www.hsh-nordbank.com  
Bloomberg: HSHR <Go>

## **Redaktion und Ansprechpartner**

### **Research**

Dirk Gojny, CFA, CEFA (Head)  
Telefon +49-40-33 33-118 56  
dirk.gojny@hsh-nordbank.com

### **Wind-Energie-Research**

Arndt Krakau  
Telefon +49-40-33 33-115 48  
arndt.krakau@hsh-nordbank.com

### **Öl & Gas-Research**

Andy Sommer  
Telefon +49-40-33 33-120 64  
andy.sommer@hsh-nordbank.com

### **Finanzdienstleister-Research**

Stefan Gäde  
Telefon +49-40-33 33-120 29  
stefan.gaede@hsh-nordbank.com

### **Immobilien-Research**

Stefan Goronczy, CEFA  
Telefon +49-40-33 33-120 23  
stefan.goronczy@hsh-nordbank.com

### **Steffen Wollnik**

Telefon +49-40-33 33-119 28  
steffen.wollnik@hsh-nordbank.com

### **Transport-Research**

Claudia Erdmann, CFA, CEFA  
Telefon +49-40-33 33-104 98  
claudia.erdmann@hsh-nordbank.com

### **Equity Sales**

Horst Gutbier  
Telefon +49-431-900-252 21  
horst.gutbier@hsh-nordbank.com

### **Immobilien-Investmentbanking**

Gerrit Saathoff  
Telefon +49-40-33 33-137 13  
gerrit.saathoff@hsh-nordbank.com

### **Michael Windoffer**

Telefon +49-40-33 33-132 28  
michael.windoffer@hsh-nordbank.com

Die in dieser Analyse veröffentlichten Aussagen und Angaben basieren auf Informationen, die die HSH Nordbank AG aus allgemein zugänglichen, von uns nicht überprüfbaren Quellen, die wir für verlässlich erachten, bezogen hat. Die einzelnen Informationen aus diesen Quellen konnten nur auf Plausibilität überprüft werden, eine Kontrolle der sachlichen Richtigkeit fand nicht statt. Trotz sorgfältiger Bearbeitung übernehmen wir keine Gewähr für Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der bereitgestellten Informationen.

Die Aussagen enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben, sondern lediglich unverbindliche Auffassungen über Märkte und Produkte zum Zeitpunkt der Herausgabe. Sie stellen insbesondere kein Angebot zum Kauf oder Verkauf im rechtlichen Sinn dar. Ihre Lektüre kann daher eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Dafür stehen Ihnen unsere Mitarbeiter gerne zur Verfügung. Die HSH Nordbank AG kann nicht für Verluste haftbar gemacht werden, die durch die Nutzung dieser Veröffentlichung oder deren Inhalte entstanden sind oder die in einer anderen Weise im Zusammenhang mit diesen Dokumenten stehen.

Die HSH Nordbank als für die Erstellung und Weitergabe dieser Analyse verantwortliches Kreditinstitut unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgiallee 12, 60349 Frankfurt am Main.