



## Deutsche EuroShop AG

Kurs 16.9.2003: EUR 31,50 – Ersteinschätzung: **Outperformer** – Kursziel 12 Monate: **EUR 37,00**

### Die Shoppingcenter-Aktie mit hoher Dividendenrendite

<b>Branche:</b>	Finanzdienstleistungen	
<b>Land:</b>	D	
<b>ISIN:</b>	DE0007480204	
<b>Reuters:</b>	DEQG	
<b>Kurs aktuell:</b>	31,50	
	<b>Hoch</b>	<b>Tief</b>
<b>Kurs 52 Wo.:</b>	33,95	29,55
<b>Marktkap. (Mio. EUR):</b>	492,19	
<b>Anzahl Aktien (in Mio.):</b>	15,63	
<b>Gewinn je Aktie: (in EUR)</b>		
<b>2002:</b>	-0,20	
<b>2003e:</b>	0,12	
<b>2004e:</b>	0,19	
<b>2005e:</b>	0,22	
<b>Kurs-Gewinn-Verhältnis:</b>		
<b>2003e:</b>	---	
<b>2004e:</b>	163,7	
<b>2005e:</b>	145,3	
<b>Dividende:</b>		
	<b>in EUR:</b>	<b>in %:</b>
<b>2002:</b>	1,92	---
<b>2003e:</b>	1,92	6,1%
<b>2004e:</b>	1,92	6,1%
<b>2005e:</b>	1,92	6,1%

#### Tätigkeit

Die erst 1997 gegründete Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Zur Zeit umfasst das Beteiligungsportfolio 12 Shoppingcenter in Innenstadtlagen sowie an etablierten Standorten im In- und europäischen Ausland.

#### Strategische Ausrichtung

Die Gesellschaft beteiligt sich ausschließlich an Shoppingcentern, die aufgrund des Standortes, der Größe des Einzugsgebietes, des Konzepts und der baulichen Qualität eine kalkulierbare und kontinuierlich positive Ertragsentwicklung und eine langfristig stabile Wertsteigerung erwarten lassen. Das Ziel ist es, einen möglichst hohen Gesamtertrag zu generieren, der dann durch jährliche Dividendenzahlungen mit einer Mindestrendite von 5% an die Aktionäre weitergegeben wird. Für die nächsten 7 - 8 Jahre gehen wir davon aus, dass die Ausschüttung zudem steuerfrei erfolgen wird.

#### Potenzielle Risiken

Potenzielle Risiken für die Gesellschaft liegen in möglichen Mietausfällen trotz bestehender Mietverträge, in nachhaltigen Umsatzeinbußen im Einzelhandel, in Kostenüberschreitungen bei laufenden Investitionen sowie bei Änderungen des Zinsniveaus.

#### Fazit

Unsere Bewertungsmodelle zeigen derzeit einen fairen Wert je Aktie in einer Spannbreite von 32 € und 46 €, so dass die Aktie u.E. gegenwärtig als unterbewertet einzustufen ist. Positive Impulse für die Kursentwicklung versprechen wir uns in den nächsten Monaten zudem aus dem vollständigen Anteilsverkauf der Deutschen Bank. Insgesamt steht bei der Bewertung der Aktie aus unserer Sicht jedoch die zukünftige Dividendenausschüttung im Mittelpunkt. Wir gehen davon aus, dass die Ausschüttung kurzfristig konstant gehalten wird, dann mittelfristig aber leicht ansteigen wird. Aufgrund der in den nächsten Jahren noch steuerfreien Dividendenzahlung erkennen wir - auch gegenüber der Alternativanlage in offenen Immobilienfonds - einen deutlichen Renditevorteil. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die Börsenumsätze in dem Wert sehr niedrig waren, jedoch in letzter Zeit stetig angestiegen sind. Aufgrund dieser noch mangelnden Börsenliquidität ist bei einer Anlageentscheidung zu beachten, dass Wertpapierdispositionen zu einer gewissen Reaktion des Börsenkurses führen können. Insgesamt stuft den Wert als Outperformer ein und setzen auf Jahressicht ein Kursziel von 37 €.

## **Unternehmensgegenstand**

Das Unternehmen ist zwar 1997 gegründet worden, die eigentliche Geschäftstätigkeit wurde jedoch erst 2000 aufgenommen. Bis vor kurzem wurden die administrativen Holdingaufgaben noch von der Deutschen Bank Real Estate, einer Tochter der Deutschen Bank (bis vor kurzem Großaktionär der Deutschen EuroShop), wahrgenommen.

Die Gesellschaft investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Das Portfolio umfasst nach dem kürzlich gemeldeten Neuengagement am derzeit im Bau befindlichen Phoenix-Center in Hamburg-Harburg derzeit 12 Shoppingcenter in Innenstadtlagen sowie an etablierten Standorten im Inland und im europäischen Ausland und soll in den nächsten Jahren um durchschnittlich 2 - 3 neue Objekte pro Jahr vergrößert werden. Die aktuell vorhandenen liquiden Mittel i.H.v. ca. 47 Mio. € sollen noch in 2003 investiert werden.

Nach Angaben des Managements sind hierfür bereits zwei Objekte im engeren Fokus, so dass wir in den nächsten Wochen hier einen positiven News-flow erwarten. Auch für 2004 ist die Akquisition von 2 - 3 Objekten geplant, wobei diese dann entweder durch Fremdmittel oder durch Desinvestitionen finanziert werden müssten, da eine mögliche Kapitalerhöhung frühestens in 2005 ansteht.

Die durchschnittliche Gesamtinvestition in ein Shoppingcenter beläuft sich auf ca. 80 - 100 Mio. €, wobei die Gesellschaft hiervon immerein anteiliges Volumen von 50% - 60% anstrebt. Aufgrund der nur prozentualen Beteiligung kann die Deutsche EuroShop eine noch breitere Streuung des investierten Kapitals und somit auch des Risikos erzielen. Derzeit umfassen die 12 Shoppingcenter rund 1.020 Ladeneinheiten mit einer Mietfläche von über 450.000 m<sup>2</sup>, was einem Mietvolumen von über 100 Mio. € p.a. entspricht.

Um die Center in einem vergleichbar neuwertigen Zustand zu erhalten und damit auch eine langfristige Wertsteigerung zu erzielen, werden die einzelnen Immobilien mit hochwertigen Baumaterialien errichtet bzw. kontinuierlich modernisiert. Diese Maßnahmen werden aus den vorhandenen Liquiditätsreserven, aber auch teilweise über die Mieten finanziert.

## **Centermanagement**

Eine besondere Bedeutung für den Erfolg der einzelnen Shoppingcenter und damit auch für die Deutsche EuroShop insgesamt kommt dem Management der einzelnen Center, wie z.B. der Verantwortung für einen besucherorientierten Auftritt der Center, der Einhaltung der Öffnungszeiten, der kundenbezogenen Gestaltung der Verkaufsflächen oder der ansprechenden Dekoration zu. Aufgrund dieser Besonderheit bedient sich die Gesellschaft hierfür erfahrener externer Dienstleister, die ca. 8% der Mieteinnahmen als Bezahlung für das Center-Management erhalten.



Für alle deutschen Objekte arbeitet das Unternehmen beispielsweise mit der zur Otto-Familie gehörenden ECE Projektmanagement GmbH & Co. KG zusammen, die seit 40 Jahren am Markt für Shoppingcenter tätig und dabei führend in Europa ist und mit der bereits seit Jahren enge Geschäftsbeziehungen bestehen.

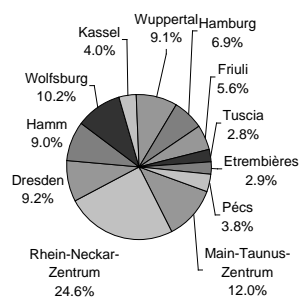
## Das Portfolio

Das Portfolio der Deutschen EuroShop befindet sich momentan noch in der Aufbau-phase und umfasst wie o.g. derzeit 12 Objekte. Grundsätzlich sollen sich die Center in der Innenstadt in 1a-Lagen befinden oder bereits etablierte Standorte sein.

Acht Shoppingcenter stehen in Deutschland, wobei die Standorte nicht in den ganz großen Metropolen zu finden sind, sondern eher in überregional bedeutenden Städten wie Dresden, Wolfsburg oder Wuppertal. Im Inland sieht die Gesellschaft daher noch eine Marktgröße von etwa 40 - 80 Städten, in denen die EuroShop investieren könnte. Die vier ausländischen Standorte finden sich in Frankreich (1), Italien (2) sowie Ungarn (1). Zukünftige ausländische Center sollen jedoch möglichst in den Ländern erworben werden, in denen die ECE auch schon tätig ist.

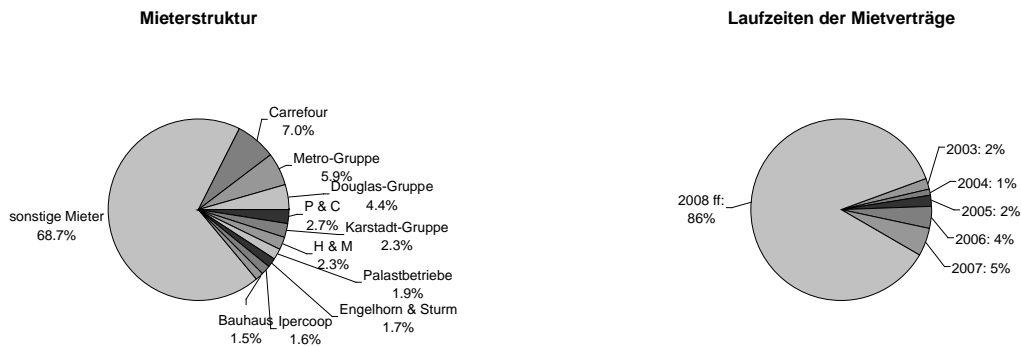
Vorzugsweise werden dabei neben Österreich die drei EU-Beitrittsländer Ungarn, Tschechien und Polen im Mittelpunkt stehen. Die derzeitigen Auslandsstandorte stehen auch vor dem Hintergrund der Mittelbeschaffung für weitere Investitionen mittelfristig zur Disposition. Langfristig soll die Auslandsquote dann bei etwa 25% liegen.

Anteiliges Investitionsvolumen



Bis auf wenige, an die Center angeschlossene Büroflächen sind sämtliche Einzelhandelsflächen derzeit voll vermietet. Die Mietausfälle beziffert das Management auf rund 1% der Mieterlöse. Die 10 größten Mieter verantworten etwa 30% der Mieterträge, wobei z.B. die Metro- oder die Douglas-Gruppe mit mehreren Tochterunternehmen zu den Mietern zählen. Auch der Blick auf die Struktur der Mietlaufzeiten verdeutlicht u.E. eine gute Risikostreuung. So laufen über 85% der Mietverträge noch bis mindestens 2008.

Da die meisten Mietverträge eine Laufzeit von 10 Jahren haben, macht sich hier das noch junge Portfolio der Gesellschaft positiv bemerkbar.



### Phoenix-Center

Vor kurzem konnte die Gesellschaft die Beteiligung an ihrem zwölften Shoppingcenter bekannt geben. Mit einem anteiligen Investitionsvolumen von 78 Mio. € investiert die Deutsche EuroShop in das zur Zeit noch in Bau befindliche Phoenix-Center in Hamburg-Harburg. Das Center wird im Herbst 2004 fertig gestellt sein und dann ca. 120 Fachgeschäfte mit einer Verkaufsfläche von 26.500 m<sup>2</sup> zuzüglich 2.000 m<sup>2</sup> Gewerbefläche sowie eine Gesamtmietfläche von ca. 39.000 m<sup>2</sup> umfassen.

Die Beteiligungsquote beläuft sich auf 50%. Die restlichen 50% teilen sich gleichmäßig die Unternehmensgruppe Büll & Dr. Liedtke sowie die ECE-Gruppe, die auch für die Generalplanung, die Vermietung und das Centermanagement zuständig ist. Nach Angaben des Managements sind bereits jetzt rund 70% der Ladenflächen vermietet. Für weitere 10% liegen unterschriftsreife Verträge vor, so dass wir derzeit mit einer Vollvermietung zur Eröffnung in 2004 rechnen.

### Der Markt für Shoppingcenter in Deutschland

Nach aktuellen Erhebungen (Institut für Gewerbezentren - IfG; März 2003) bestehen gegenwärtig in Deutschland 455 Shoppingcenter ab einer Geschäftsfläche von 8.000 m<sup>2</sup>. Die Gesamtfläche dieser Center beträgt insgesamt etwa 11,3 Mio. m<sup>2</sup>, so dass die durchschnittliche Centergröße bei fast 25.000 m<sup>2</sup> liegt.

288 der 455 Shoppingcenter zählen zu den sogenannten Regionalen Centern (> 15.000 m<sup>2</sup>), also den von der Deutschen EuroShop bevorzugten Centern. Die durchschnittliche Größe dieser Center beträgt nahezu 33.000 m<sup>2</sup>. Bis zum Jahresende erwartet das IfG rund 300 Center gegenüber 90 Centern in 1990. 64% der Regionalen Center werden darüber hinaus als klassische Einkaufszentren eingruppiert, 21% als Fachmarktzentren sowie ca. 7% als Einkaufsgalerien bzw. -passagen.

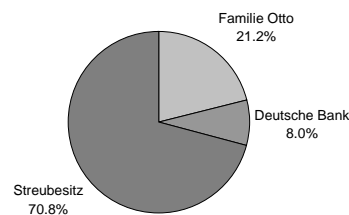


Etwa 36% der Regionalen Center liegen dabei in der Innenstadt und somit an den präferierten Standorten der EuroShop, 16% in Stadtteilen sowie 31% und 17% am Stadtrand bzw. auf der grünen Wiese. Der Großteil der Geschäftsfläche entfällt mit etwa 86% auf den Einzelhandelsbereich. Lediglich ca. 6% stehen für Freizeit und Entertainment (Kino, Fitnessstudio, Spielhalle usw.) sowie 4% für den Gastronomiebereich und 6% für Dienstleistungen zur Verfügung

### Aktionärsstruktur

Das Grundkapital der Gesellschaft ist eingeteilt in 15,625 Mio. Aktien. Das tägliche Handelsvolumen belief sich in den zurückliegenden Monaten auf knapp 3.500 Stück pro Tag (letzten sechs Monate: 5.400). Vor wenigen Wochen hat die Gesellschaft bekannt gegeben, dass der ehemalige Großaktionär Deutsche Bank (vormals ca. 45%) seinen Aktienbestand von 23,2% auf 7,96% reduziert hat. Wir gehen davon aus, dass das Institut bereits in den nächsten Tagen auch die restlichen Anteile verkaufen wird. Die meldepflichtigen Anteile der Familie Otto liegen zu 13,5% bei Alexander Otto sowie zu 7,7% bei Benjamin Otto.

Aktionärsstruktur



Die Platzierung der Anteile der Deutschen Bank erfolgte nach Angaben des Managements kursschonend an etwa 600 Privatinvestoren. Angabegemäß sei damit die Anzahl der Aktionäre seit Jahresanfang auf inzwischen 5.250 gestiegen, von denen etwa 175 auf institutioneller Seite mit einem Aktienanteil von ca. 46% zu finden sind.

### Index-Zugehörigkeit

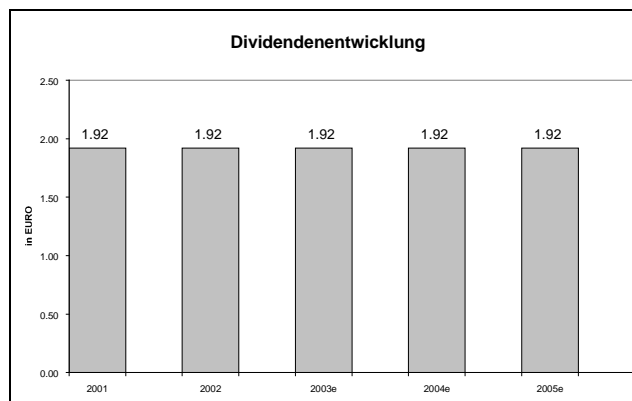
Die Aktien der Deutschen EuroShop werden nach dem Aufstieg Fielmanns in den MDAX seit Mitte Juli im Auswahlindex SDAX geführt und verfügen jetzt bereits über die höchste Indexgewichtung. Erklärtes Ziel der Gesellschaft ist, mittelfristig den Aufstieg in den MDAX zu schaffen. Mit Blick auf die Marktkapitalisierung lag das Unternehmen im August bereits auf Platz 32 unter den MDAX-Werten und sollte aufgrund des erhöhten Free-floats in den nächsten Monaten hier noch bessere Platzierungen erreichen.

Aufgrund der geringen Börsenliquidität (aktuell Platz 88) verfehlt die Aktie jedoch zur Zeit noch die Kriterien der Deutschen Börse für einen möglichen MDAX-Aufstieg. Um die Kriterien in Bezug auf den Aktienumsatz zu erfüllen, müsste sich dieser im 12-Monatsschnitt nahezu vervierfachen, wobei wir sehen, dass gerade in den letzten Monaten eine deutliche Erhöhung der Liquidität zu erkennen ist. Ein vergrößerter Free-float kann hier hilfreich sein, eine signifikante Erhöhung der Liquidität sollte u.E. jedoch nicht kurzfristig erreicht werden können. Ab Januar des kommenden Jahres erwartet die Gesellschaft darüber hinaus, Mitglied im europäischen Immobilienauswahindex EPRA zu werden.

## Dividendenpolitik

Die Gesellschaft verfolgt eine Free Cash-flow basierte Dividendenpolitik, wobei hierfür das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit des AG-Abschlusses die maßgebliche Kenngröße darstellt, da diese Kennzahl den tatsächlichen Mittelzufluss aus den Beteiligungen der jeweiligen Einkaufszentren darstellt. Die ausgewiesenen Steuern haben zudem größtenteils einen latenten Charakter und führen daher nicht zu einem Mittelabfluss.

Für 2002 betrug der Jahresüberschuss der AG 18,3 Mio. €. Unter Berücksichtigung der gesetzlich vorgeschriebenen Einstellung in die Gewinnrücklagen (0,9 Mio. €) und einer Entnahme aus den Kapitalrücklagen lag der Bilanzgewinn bei 30,0 Mio. €, der vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet wurde und einer Dividende von 1,92 € je Aktie entsprach.



Da unter steuerlicher Betrachtung die Dividendenzahlung in diesem Fall eine Art Rückzahlung an die Aktionäre darstellt, ist die Ausschüttung für den Aktionär steuerfrei. Auf aktuellem Kursniveau entspricht die Zahlung einer Rendite von 6,1% nach Steuern und liegt damit deutlich über dem Schnitt der dividendenstärksten Titel aus dem MDAX bzw. über der aktuellen Rendite von offenen Immobilienfonds von unter 4,7%.



Diese Konstruktion, die bei Immobiliengesellschaften nicht unüblich ist, wurde bei Gründung der Gesellschaft absichtlich gewählt, um den Anlegern in den ersten Jahren eine steuerfreie Ausschüttung (Zielrendite mindestens 5% p.a.) zu gewährleisten. Unseres Erachtens sollte die Konstruktion der Steuerfreiheit der Dividenden - bei gleichbleibender Steuerpolitik - noch etwa 7 - 8 Jahre anhalten können. Zumindest für die nächsten drei Perioden erwarten wir keine Anhebung der Dividendenzahlung. Danach sollte es jedoch zu einer leicht gesteigerten Ausschüttung kommen.

**Aktuelle  
Geschäftsentwicklung**

Die Deutsche EuroShop hat vor kurzem ihre Zahlen für das erste Halbjahr 2003 vorgelegt. Den Umsatz konnte der Konzern dabei von 22,4 Mio. € auf 24,3 Mio. € (+8,5%) steigern, was zu einem Großteil auf die Verkaufsflächenerweiterung (um 10.000 m<sup>2</sup> auf jetzt 60.000 m<sup>2</sup>) im Rhein-Neckar-Zentrum zurückzuführen ist. Nachdem die beiden in 2002 eröffneten Center in Dresden und Kassel nun vollständig zum Halbjahresergebnis beigetragen haben, konnte die EuroShop die Erträge aus Beteiligungen von 2,1 Mio. € auf 3,6 Mio. € erhöhen

Aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus sowie des Liquiditätsabflusses durch den Erwerb des Shoppingcenters in Hamm in 2002 sanken dagegen die Zinserträge auf 3,0 Mio. € (nach 3,9 Mio. €), so dass der Zinssaldo bei -6,4 Mio. € (nach -5,3 Mio. €) lag. Insgesamt erreichte die Gesellschaft ein Vorsteuerergebnis von 6,0 Mio. € (nach 3,4 Mio. €). Der Periodenüberschuss verbesserte sich gleichzeitig von -0,8 Mio. € auf +1,2 Mio. €. Auf AG-Ebene erhöhten sich die Beteiligungserträge auf 14,0 Mio. € (11,9 Mio. €) sowie der Periodenüberschuss auf 11,1 Mio. € (10,0 Mio. €).

**Ausblick**

Für das Gesamtjahr 2003 erwarten wir im Konzern eine weitere Umsatzsteigerung, die sich dann auch positiv auf die Entwicklung des betrieblichen Ergebnisses (EBT) und des Konzernüberschusses auswirken sollte. Auch auf AG-Ebene wird sich die positive Entwicklung der Beteiligungserträge fortsetzen, so dass das ausgegebene Ziel des Managements, in 2003 ein AG-Vorsteuerergebnis von 27,6 Mio. € zu erzielen, unseres Erachtens gut erreicht werden kann.

## SWOT-Analyse

### Stärken/Chancen

- attraktive - z.Zt. noch steuerfreie - Dividendenrendite
- gegenüber anderen Immobiliengesellschaften klare Investitionsstrategie mit der ausschließlichen Konzentration auf ertragsstarke Einkaufszentren
- erfahrenes Management
- langlaufende Mietverträge führen zu gesicherten und kontinuierlichen Einnahmen
- indexierte Mindestmietverträge mit Beteiligung am Umsatzwachstum des Einzelhandels
- professionelles Centermanagement durch führende und erfahrene Dienstleister wie die ECE
- Total Expense Ratio liegt unter 0,5% vom Eigenkapital und damit deutlich niedriger als beispielsweise bei offenen Immobilienfonds
- Indexzugehörigkeit zum SDAX mit mittelfristiger MDAX-Aufstiegschance
- gesteigerter Free-float durch Rückzug der Deutschen Bank als Aktionär

### Schwächen/Risiken

- schwache Entwicklung des Einzelhandels
- Mietausfälle, die jedoch durch die Mieterstruktur minimiert werden
- Kostenüberschreitungen bei laufenden Investitionen, wobei bei den zurückliegenden Projekten die Budgets noch nie negativ verfehlt wurden, da zumeist zu Festpreisen agiert wird
- geänderte Steuerpolitik in Bezug auf Mindestbesteuerung oder Begrenzung des Verlustabzuges
- Aktie steht zur Zeit noch nicht im unmittelbaren Anlegerfokus
- noch keine IAS-Bilanzierung
- Aussagefähigkeit der HGB-Abschlüsse bei Immobiliengesellschaften
- Wachstum fast ausschließlich über Kapitalerhöhung möglich
- Risiko liegt bei nur wenig handelnden Personen





## Finanzdaten und Bewertung

Für die Berechnung eines möglichen Fair Values der Deutschen EuroShop lässt sich eine Bewertung anhand von Vergleichsunternehmen nur schwer durchführen. Zum einen gestaltet sich die Geschäftstätigkeit des Unternehmens als einzigartig, so dass direkt vergleichbare Immobilienaktiengesellschaften nicht zu finden sind. Zum anderen liegen für die wenigen börsennotierten Immobiliengesellschaften, die zumindest als Bestandshalter (wie die Deutsche EuroShop) einzustufen sind und somit im weiteren eine mögliche Vergleichsgruppe darstellen könnten zu wenig verlässliche Konsensdaten vor.

Für die Errechnung eines fairen Wertes für die Aktie ziehen wir daher auf der einen Seite ein Dividendenmodell hinzu. Dies sehen wir als gerechtfertigt an, da die Dividendenzahlung unseres Erachtens der wichtigste Investmentaspekt für ein Engagement in die Deutsche EuroShop darstellt. Auf der anderen Seite stellt die Berechnung des Net Asset Values (NAV) gerade bei Immobiliengesellschaften eine gute Näherungsgröße für den Fair Value einer Aktie dar. Die Veröffentlichung des NAV wird die Gesellschaft selber erst ab 2004 vornehmen. Wir behelfen uns daher mit einer Näherungsrechnung über das EBITDA bzw. über die Bewertung der einzelnen Shoppingcenter.

Für das Dividendenmodell gehen wir von der aktuellen Dividende i.H.v. 1,92 € aus. Wir glauben, dass dieses Niveau zunächst noch bis 2005 gezahlt werden wird und es dann erstmals zu einer Anhebung der Ausschüttung kommen sollte. Für die - langfristige - Dividendensteigerung gehen wir von einer jährlichen durchschnittlichen Anhebung i.H.v. 1,0% aus. Als vom Anleger geforderte Verzinsung des eingesetzten Kapitals setzen wir die aktuelle Dividendenrendite von 6,1% an. Der sich daraus ergebende Fair Value je Aktie liegt bei 37,65 €. Die Sensitivitätsanalyse zeigt darüber hinaus eine Spanne zwischen 32,00 € und 45,71 €.

	Wachstumsrate der Dividende					
		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
Geforderte Verzinsung des eingesetzten Kapitals	6,50%	32,00	33,39	34,91	36,57	38,40
	6,30%	33,10	34,59	36,23	38,02	40,00
	6,10%	34,29	35,89	37,65	39,59	41,74
	5,90%	35,56	37,28	39,18	41,29	43,64
	5,70%	36,92	38,79	40,85	43,15	45,71

Bei der Bewertung über die einzelnen Shoppingcenter errechnen wir für jedes einzelne Objekt anhand der anteiligen Mietfläche sowie einer von uns angesetzten Durchschnittsmiete und einem branchenüblichen Bewertungsfaktor den jeweiligen Wert der Beteiligung. Die Summe der Beteiligungen zuzüglich der aktuellen Barposition (inkl. Forderungen ggü. Beteiligungsunternehmen) und abzüglich des verzinslichen Fremdkapitals, des anteiligen Fremdkapitals der als Beteiligung gehaltenen Shoppingcenter sowie Anteile Dritter ergibt den Marktwert des Eigenkapitals.

Aufgrund des Ansatzes einer minimalen bzw. maximalen Durchschnittsmiete sowie einem minimalen bzw. maximalen Bewertungsfaktor ergibt sich hiernach eine Bewertungsspanne je Aktie zwischen 35,19 € und 45,05€.

Center	Fläche	Beteiligung*	anteilige Fläche	min. Durchschnittsmiete	max. Durchschnittsmiete	min. Jahresmiete in Mio.	max. Jahresmiete in Mio.	min. Faktor Jahresmiete	max. Faktor Jahresmiete	min. Wert der Beteiligung in Mio.	max. Wert der Beteiligung in Mio.
<b>Voll konsolidierte Shoppingcenter</b>											
Rhein-Neckar-Zentrum	64.000	100,0%	64.000	20	25	15,36	19,20	15,5	16,0	238,08	307,20
Hamm	34.800	100,0%	34.800	20	25	8,35	10,44	14,5	15,5	121,10	161,82
Wolfsburg	30.000	100,0%	30.000	20	25	7,20	9,00	14,5	15,5	104,40	139,50
Wuppertal	28.600	100,0%	28.600	20	25	6,86	8,58	14,5	15,5	99,53	132,99
Udine	28.600	100,0%	28.600	12	13	4,12	4,46	13,5	14,5	55,60	64,69
Viterbo	15.200	100,0%	15.200	15	22	2,74	4,01	13,5	14,5	36,94	58,19
Annemasse	8.600	100,0%	8.600	20	25	2,06	2,58	13,5	14,5	27,86	37,41
<b>Summe</b>	<b>196.400</b>					<b>37,78</b>	<b>47,22</b>			<b>683,51</b>	<b>741,51</b>
<b>Beteiligungen</b>											
Main-Taunus-Zentrum	93.900	37,4%	35.119	20	25	8,43	10,54	15,5	16,0	130,64	168,57
Dresden	43.800	50,0%	21.900	20	25	5,26	6,57	14,5	15,5	76,21	101,84
Kassel	29.400	40,0%	11.760	20	25	2,82	3,53	14,5	15,5	40,92	54,68
Pécs	34.200	50,0%	17.100	19	24	3,90	4,92	13,5	14,5	52,63	71,41
Hamburg**	39.000	50,0%	19.500	0	0	-	-	14,5	15,5	-	-
<b>Summe</b>	<b>450.100</b>					<b>3,90</b>	<b>4,92</b>			<b>300,41</b>	<b>396,50</b>
+ Barposition										142,66	142,66
- verzinsliches FK										406,21	406,21
- FK der Beteiligungen										168,14	168,14
- Anteile Dritter										2,39	2,39
<b>Summe</b>										<b>549,84</b>	<b>703,92</b>
Aktienanzahl										15,625	15,625
<b>Wert je Aktie</b>										<b>35,19</b>	<b>45,05</b>

\*100% Beteiligungsansatz bei den voll-konsolidierten Centern

\*\* Hamburg wird erst zum 1.1.2004 berücksichtigt

Als letztes Bewertungsmodell ziehen wir die Berechnung des NAV - hilfsweise über das für 2003 erwartete EBITDA - hinzu. In dem prognostizierten EBITDA für 2003 i.H.v. 44,8 Mio. € ist unseres Erachtens ein Anteil von etwa 6,2 Mio. € der nicht konsolidierten Beteiligungen enthalten. Zuzüglich der Holdingkosten ergibt sich eine Summe von 41,4 Mio. €, die wir mit dem Faktor 17,4 multiplizieren. Der Faktor ergibt sich als reziproker Wert der von uns angesetzten Verzinsung von 5,75% (aufgrund der unternehmensspezifischen Begebenheiten: Mittelwert aus durchschnittlichem Zinssatz für Fremdkapital bzw. der aktuellen Dividendenrendite). Zuzüglich des Buchwertes der Beteiligungen und des Umlaufvermögens sowie abzüglich der Rückstellungen, der Finanzverbindlichkeiten und der Anteile Dritter ergibt sich ein NAV von 37,40 €.



## BANKHAUS LAMPE

	in Mio. Euro
EBITDA 2003e	44,8
- Anteil der Nicht-Konsolidierten Center	6,2
+ Holdingkosten	2,8
Summe	41,4
Faktor	17,4
Wert	720,7
+ Beteiligungsbuchwert	143,4
+ Umlaufvermögen	155,1
- Rückstellungen	22,5
- Verbindlichkeiten	412,4
Summe	584,4
Aktien	15,625
NAV pro Aktie in Euro	37,40
Kurs der Aktie in Euro	31,60
Ab/Aufschlag auf NAV	-16%

Unsere Bewertungsmodelle zeigen derzeit einen fairen Wert je Aktie in einer Spannbreite von 32 € und 46 €. Unser Kursziel setzen wir in der Nähe des Fair Values aus dem Dividendenmodell, also auch in der Nähe des Mittelwertes der unterschiedlichen Modelle, da bei der Bewertung der Aktie aus unserer Sicht die zukünftige Dividendenausschüttung im Mittelpunkt steht. Aufgrund der in den nächsten Jahren noch steuerfreien Dividendenzahlung erkennen wir - auch gegenüber der Alternativenanlage in offene Immobilienfonds - einen deutlichen Renditevorteil. Positive Impulse für die Kursentwicklung versprechen wir uns in den nächsten Monaten zudem aus dem vollständigen Anteilsverkauf der Deutschen Bank.

Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die Börsenumsätze in dem Wert sehr niedrig waren, jedoch in letzter Zeit stetig angestiegen sind. Aufgrund dieser mangelnden Börsenliquidität ist bei einer Anlageentscheidung zu beachten, dass Wertpapierdispositionen zu einer gewissen Reaktion des Börsenkurses führen können.

Insgesamt halten wir das Investment gerade für den langfristig orientierten Anleger, insbesondere auch aus Diversifikationsgesichtspunkten für interessant. Wir stufen den Wert als Outperformer ein und setzen ein Kursziel auf Jahressicht von 37 €.

## Gewinn- und Verlustrechnung des Konzerns

Deutsche EuroShop										
in Mio. Euro	2001		2002		2003e		2004e		2005e	
<b>Umsatz</b>	<b>22,7</b>	<b>100,0%</b>	<b>46,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>48,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>49,5</b>	<b>100,0%</b>	<b>52,5</b>	<b>100,0%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			<b>104,6%</b>		<b>3,2%</b>		<b>3,1%</b>		<b>6,1%</b>	
Personalaufwendungen	0,0	0,1%	0,5	1,1%	0,8	1,7%	0,8	1,7%	0,9	1,7%
- zum Vorjahr in Prozent			2456,7%		66,2%		3,1%		6,1%	
Abschreibungen	11,9	52,2%	21,6	46,5%	22,4	46,7%	23,8	48,0%	25,2	48,0%
- zum Vorjahr in Prozent			82,3%		3,8%		6,0%		6,1%	
sonst. betriebl. Ergebnis	-16,3	-71,9%	-12,6	-27,2%	-7,2	-15,0%	-6,9	-14,0%	-7,4	-14,0%
- zum Vorjahr in Prozent			22,7%		43,0%		3,7%		-6,1%	
Beteiligungsergebnis	2,8	12,4%	4,5	9,8%	4,8	10,0%	7,7	15,5%	8,9	17,0%
- zum Vorjahr in Prozent			61,7%		5,5%		59,8%		16,3%	
<b>EBIT</b>	<b>-2,7</b>	<b>-11,7%</b>	<b>16,3</b>	<b>35,1%</b>	<b>22,4</b>	<b>46,6%</b>	<b>25,6</b>	<b>51,8%</b>	<b>28,0</b>	<b>53,3%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			713,1%		37,1%		14,6%		9,1%	
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-9,6</b>	<b>-42,5%</b>	<b>-11,4</b>	<b>-24,6%</b>	<b>-13,2</b>	<b>-27,5%</b>	<b>-13,6</b>	<b>-27,5%</b>	<b>-14,4</b>	<b>-27,5%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			18,4%		15,5%		3,1%		6,1%	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>-12,3</b>	<b>-54,2%</b>	<b>4,9</b>	<b>10,5%</b>	<b>9,2</b>	<b>19,1%</b>	<b>12,0</b>	<b>24,3%</b>	<b>13,5</b>	<b>25,8%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			---		87,4%		31,2%		12,6%	
Steuern	4,5	19,7%	7,9	17,0%	7,3	15,3%	9,0	18,2%	10,2	19,4%
- zum Vorjahr in Prozent			---		---		23,0%		12,6%	
Steuerquote	-36,3%		161,4%		80,0%		75,0%		75,0%	
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-16,8</b>	<b>-73,8%</b>	<b>-3,0</b>	<b>-6,5%</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,0</b>	<b>6,1%</b>	<b>3,4</b>	<b>6,5%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			---		161,1%		64,0%		12,6%	
Saldo Bereinigungspositionen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Anteile Dritter	1,8	7,8%	-0,1	-0,3%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
<b>Bereinigter Jahresüberschuss</b>	<b>-15,0</b>	<b>-66,1%</b>	<b>-3,1</b>	<b>-6,7%</b>	<b>1,8</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,0</b>	<b>6,1%</b>	<b>3,4</b>	<b>6,5%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			79,2%		158,7%		---		12,6%	
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,625		15,625		15,625		15,625		15,625	
<b>Ergebnis je Aktie in EURO</b>	<b>-0,96</b>		<b>-0,20</b>		<b>0,12</b>		<b>0,19</b>		<b>0,22</b>	



## Gewinn- und Verlustrechnung der AG

<b>Deutsche EuroShop AG</b>											
in Mio. Euro	2001		2002		2003e		2004e		2005e		
<b>Erträge aus Beteiligungen</b>	<b>12,6</b>	<b>100,0%</b>	<b>23,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>26,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>30,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>31,5</b>	<b>100,0%</b>	
- zum Vorjahr in Prozent			<b>84,1%</b>		<b>12,4%</b>		<b>15,4%</b>		<b>5,0%</b>		
Personalaufwendungen	0,0	0,2%	0,5	2,1%	0,5	2,0%	0,6	2,0%	0,6	2,0%	
- zum Vorjahr in Prozent			2456,7%		5,9%		15,4%		5,0%		
Abschreibungen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,1%	0,0	0,1%	0,0	0,1%	
- zum Vorjahr in Prozent			-1,1%		130,5%		15,4%		5,0%		
sonst. betriebl. Ergebnis	-1,3	-10,7%	-2,3	-10,0%	-2,6	-10,0%	-3,0	-10,0%	-3,2	-10,0%	
- zum Vorjahr in Prozent			-70,8%		-12,8%		-15,4%		-5,0%		
<b>EBIT</b>	<b>11,2</b>	<b>89,1%</b>	<b>20,3</b>	<b>87,9%</b>	<b>22,9</b>	<b>88,0%</b>	<b>26,4</b>	<b>88,0%</b>	<b>27,7</b>	<b>88,0%</b>	
- zum Vorjahr in Prozent			81,7%		12,4%		15,4%		5,0%		
<b>Finanzergebnis</b>	<b>6,9</b>	<b>54,7%</b>	<b>4,5</b>	<b>19,3%</b>	<b>3,9</b>	<b>15,0%</b>	<b>3,0</b>	<b>10,0%</b>	<b>1,6</b>	<b>5,0%</b>	
- zum Vorjahr in Prozent			-34,9%		-12,9%		-23,1%		-47,5%		
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>18,1</b>	<b>143,8%</b>	<b>24,8</b>	<b>107,2%</b>	<b>26,8</b>	<b>103,0%</b>	<b>29,4</b>	<b>98,0%</b>	<b>29,3</b>	<b>93,0%</b>	
- zum Vorjahr in Prozent			---		7,9%		9,8%		-0,4%		
Steuern	3,7	29,6%	6,5	28,3%	6,7	25,7%	7,3	24,5%	7,3	23,2%	
- zum Vorjahr in Prozent			---		---		9,8%		-0,4%		
Steuerquote	20,6%		26,4%		25,0%		25,0%		25,0%		
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>14,3</b>	<b>114,2%</b>	<b>18,3</b>	<b>78,9%</b>	<b>20,1</b>	<b>77,2%</b>	<b>22,0</b>	<b>73,5%</b>	<b>22,0</b>	<b>69,7%</b>	
- zum Vorjahr in Prozent			---		9,9%		9,8%		-0,4%		
Gewinnvortrag/Einstellungen in die Gewinnrücklagen	5,9	47,0%	-0,9	-3,9%	-1,0	-3,8%	-0,2	-0,7%	0,0	0,0%	
Entnahme aus der Kapitalrücklage	9,7	77,5%	12,6	54,6%	10,9	42,0%	8,2	27,2%	8,0	25,5%	
<b>Bilanzgewinn</b>	<b>30,0</b>	<b>238,7%</b>	<b>30,0</b>	<b>129,6%</b>	<b>30,0</b>	<b>115,4%</b>	<b>30,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>30,0</b>	<b>95,2%</b>	
- zum Vorjahr in Prozent			0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,625		15,625		15,625		15,625		15,625		
<b>Dividende je Aktie in EURO</b>	<b>1,92</b>		<b>1,92</b>		<b>1,92</b>		<b>1,92</b>		<b>1,92</b>		

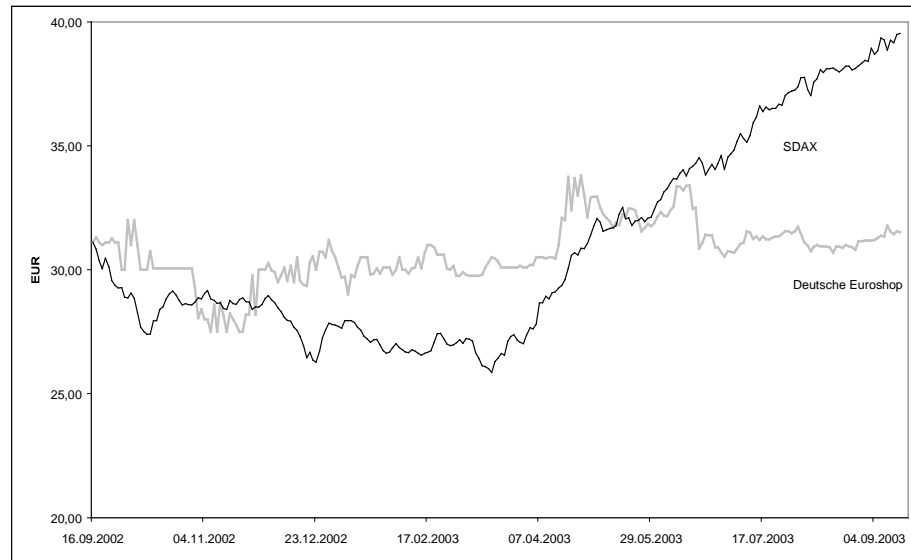
# Konzern-Bilanz

Aktiva						
in Mio. Euro	31.12.01		31.12.02		30.06.03	
<b>Aufwendungen f.d. Ingangsetzung und Erweiterung d. Geschäftsbetriebes</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			-26,4%		0,0%	
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,5	0,0%	0,4	0,0%	0,4	0,0%
- zum Vorjahr in Prozent			-10,0%		-6,4%	
Sachanlagen	574,0	61,5%	670,9	67,1%	663,9	68,9%
- zum Vorjahr in Prozent			16,9%		-1,0%	
Finanzanlagen	129,6	13,9%	143,4	14,3%	143,4	14,9%
- zum Vorjahr in Prozent			10,6%		0,0%	
<b>Anlagevermögen</b>	<b>704,1</b>	<b>75,5%</b>	<b>814,7</b>	<b>81,4%</b>	<b>807,7</b>	<b>83,9%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			15,7%		-0,9%	
Forderungen und sonst. Vermögensgegenstände	27,0	2,9%	31,7	3,2%	35,0	3,6%
- zum Vorjahr in Prozent			17,4%		10,3%	
Wertpapiere	5,6	0,6%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
- zum Vorjahr in Prozent			---		---	
Kassenbestand	196,1	21,0%	153,9	15,4%	120,1	12,5%
- zum Vorjahr in Prozent			-21,5%		-21,9%	
<b>Umlaufvermögen</b>	<b>228,7</b>	<b>24,5%</b>	<b>185,6</b>	<b>18,6%</b>	<b>155,1</b>	<b>16,1%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			-18,9%		-16,4%	
<b>Rechnungsabgrenzung</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			-87,8%		---	
<b>Summe Aktiva</b>	<b>932,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.000,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>963,0</b>	<b>100,0%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			7,2%		-3,7%	

Passiva						
in Mio. Euro	31.12.01		31.12.02		30.06.03	
Gezeichnetes Kapital	20,0	2,1%	20,0	2,0%	20,0	2,1%
- zum Vorjahr in Prozent			0,0%		0,0%	
Kapitalrücklage	570,3	61,1%	528,5	52,8%	507,4	52,7%
- zum Vorjahr in Prozent			-7,3%		-4,0%	
Gewinnrücklagen	1,1	0,1%	2,0	0,2%	2,0	0,2%
- zum Vorjahr in Prozent			85,7%		0,0%	
Bilanzgewinn	0,6	0,1%	8,9	0,9%	1,2	0,1%
- zum Vorjahr in Prozent			1285,4%		-86,0%	
Anteile anderer Gesellschafter	5,1	0,5%	-2,5	-0,3%	-2,4	-0,2%
- zum Vorjahr in Prozent			-149,6%		-5,3%	
<b>Eigenkapital</b>	<b>597,1</b>	<b>64,0%</b>	<b>556,8</b>	<b>55,7%</b>	<b>528,2</b>	<b>54,8%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			-6,7%		-5,1%	
<b>Rückstellungen</b>	<b>25,5</b>	<b>2,7%</b>	<b>22,6</b>	<b>2,3%</b>	<b>22,5</b>	<b>2,3%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			-11,3%		-0,8%	
<b>Verbindlichkeiten</b>	<b>309,2</b>	<b>33,2%</b>	<b>420,0</b>	<b>42,0%</b>	<b>412,4</b>	<b>42,8%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			35,8%		-1,8%	
davon Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten	298,0	31,9%	409,4		406,2	
- zum Vorjahr in Prozent			37,4%		-0,8%	
<b>Rechnungsabgrenzung</b>	<b>1,0</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			-23,7%		---	
<b>Summe Passiva</b>	<b>932,8</b>	<b>100,0%</b>	<b>1.000,3</b>	<b>100,0%</b>	<b>963,0</b>	<b>100,0%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			7,2%		-3,7%	



## Chart



## Termine

- Initiative Immobilien-Aktie: 23. Oktober 2003
- Neun-Monats-Zahlen: 28. November 2003

---

### Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, 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. Angaben darüber, ob eine in diesem Bericht enthaltene Anlageempfehlung für einen Investor im Hinblick auf seine Wertpapiererfahrung, seine Anlageziele und seine finanziellen Verhältnisse geeignet ist, enthält dieser Bericht nicht. Wir empfehlen deshalb, dass Investoren, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen, sich den Rat eines Anlageberaters ihrer Bank einholen.

Nachdruck und Vervielfältigung ist nur mit Quellenangabe zulässig.

Roland Könen

Tel.: 0211/4952-637 Fax: -494 roland.koenen@lampebank.de