

# Deutsche EuroShop AG

Geringes Kurspotential, aber 6% Dividendenrendite

**Kaufen**

Erstrating

**Immobilien**

Branche

**Deutschland**

Unternehmenssitz

**31,70 EUR**

aktueller Kurs

**33 EUR**

Kursziel

## 100% Shoppingcenter

### Zusammenfassung

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Aktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Über Investitionspartnerschaften bestehen zwölf Beteiligungen mit einem anteiligen Investitionsvolumen von 1,1 Mrd. EUR. Weitere Zukäufe sind geplant. Aktuell hält die Gesellschaft noch eine Liquiditätsreserve von 47 Mio. EUR, die bis zum Ende dieses Jahres investiert werden soll. An die Aktionäre soll eine steuerfreie Dividende in Höhe von 30 Mio. EUR ausgeschüttet werden. Dies entspricht aktuell einer Rendite von 6% nach Steuern.

Die Läden der Shoppingcenter sind zum großen Teil an namhafte Einzelhandelskonzerne wie Karstadt oder H&M vermietet. Die Mietverträge sind langfristig konzipiert und indexiert. Das Centermanagement hat die Deutsche EuroShop an externe Dienstleistungsunternehmen ausgelagert. Dazu zählt hauptsächlich die ECE Projektmanagement, die Marktführer in diesem Bereich ist.

Obwohl der Einzelhandel derzeit in einer tiefen Krise mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die Einzelhandelsimmobilien steckt, ist die Entwicklung bei Shoppingcentern weiterhin expansiv. Mit ihren zentral gelegenen Shoppingcentern profitiert die Deutsche EuroShop von diesem Trend.

Den NAV der Deutschen EuroShop schätzen wir auf 35,80 EUR pro Aktie. Aktuell notiert die Aktie mit einem Abschlag von 11,7% vom NAV und damit etwas über dem Branchendurchschnitt von 11,0%. Ursache dürfte der fehlende REIT-Status sein. Das Ergebnis unserer Economic Value Added-Analyse ergibt einen fairen Unternehmenswert von 515 Mio. EUR, was einem Betrag von 32,98 EUR je Aktie entspricht. Wir sehen für die Aktie daher nur begrenztes Kurspotential. Aufgrund der aktuellen Dividendenrendite von 6% beläuft sich die insgesamt mögliche Rendite des Papiers jedoch auf knapp über 10%. Wir stufen die Aktie deshalb als **Kauf** ein.



Quelle: Bloomberg

#### Bewertung je Aktie

NAV	35,80
Fair value	32,98
52-Wochen-Hoch	33,95
52-Wochen-Tief	26,11

#### Relative Performance (%)

	3M	6M	12M
Index			
EPRA	-9,5	-11,9	-2,85
SDAX	-17,6	-29,5	-17,6

#### Kennzahlen / Kürzel

Börsenwert (Mio. EUR)	492,2
Anzahl Aktien (Mio.)	15,625
Bloomberg	DEQ GR
ISIN:	DE0007480204

#### Anteilseigner

Familie Otto:	21,23%
Streubesitz:	78,77%

Kennzahlen (Konzern)	2001	2002	2003e	2004e	2005e
Gesamtleistung	22,72	46,49	48,44	50,93	53,42
EBITDA	8,87	37,03	46,42	51,02	56,26
EBIT	-2,98	15,42	24,05	24,83	30,07
EBT	-12,63	4,00	8,08	4,47	9,60
EAT	-16,78	-3,00	2,83	2,91	7,20
EV/EBITDA			16,2	14,7	

Quelle: Deutsche Euroshop. HSH Nordbank

### Beteiligungen ausschließlich an Shoppingcentern

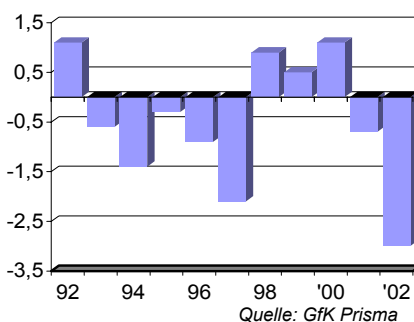
### Jährliche Ausschüttung des Cash-flows

=> Dividendenrendite: 6%

### Unternehmensziele:

- Zukauf von 2-3 Shoppingcenter p.a.
- Aufnahme in den MDAX geplant

Umsatzentwicklung des deutschen Einzelhandels  
- Veränderung ggü. Vj. in %



### Strategie der Deutschen EuroShop

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Über Investitionspartnerschaften bestehen mittlerweile zwölf Beteiligungen mit einem anteiligen Investitionsvolumen von 1,1 Mrd. EUR. Acht der zwölf Standorte befinden sich in Deutschland, zwei in Italien sowie je einer in Frankreich und Ungarn. Zuletzt hat sich die Deutsche EuroShop mit 50 % am Phoenix-Center in Hamburg-Harburg beteiligt, das im Herbst 2004 eröffnet werden soll. Die Liquiditätsreserve des Unternehmens beträgt aktuell noch 47 Mio. EUR, die bis Ende 2003 investiert werden soll.

Ziel der Gesellschaft ist es, den jährlich anfallenden Cash-flow an die Aktionäre auszuschütten. Geplant sind 30 Mio. EUR p.a. bzw. 1,92 EUR pro Aktie. Im Wesentlichen handelt es sich dabei um den Jahresüberschuss zuzüglich Abschreibungen. Damit wird unterstellt, dass die Objekte zumindest keinen Wertverlust erfahren und sich dauerhaft in einem neuwertigen Zustand befinden. Dieser Qualitätsanspruch soll mit jährlichen Instandhaltungsprogrammen realisiert werden. Die dafür anfallenden Aufwendungen müssen durch anschließende Mietsteigerungen finanziert werden, welche sich wiederum nur durchsetzen lassen, wenn infolge der Instandhaltung die Immobilien den Bedürfnissen der Mieter entsprechen. Dem Centermanagement, das für die entsprechenden Maßnahmen verantwortlich ist, kommt daher eine entscheidende Bedeutung zu. Die Deutsche EuroShop hat diese Aufgabe an externe Dienstleistungsunternehmen ausgelagert. Die Objekte betreut vor allem die ECE Projektmanagement GmbH & Co. KG.

In den kommenden Jahren plant die Deutsche EuroShop den Kauf von etwa zwei bis drei Shoppingcentern pro Jahr. Dabei soll die Eigenkapitalquote 45% langfristig nicht unterschreiten. Neben weiterem Eigenkapital böten sich Erlöse aus geplanten Portfolioumschichtungen als Finanzierungsquelle an. Ziel ist es, zu den größten fünf Retail Real Estate-Unternehmen in Europa zu gehören. Darüber hinaus wird die Aufnahme in die Indizes EPRA und MDAX angestrebt. Aktuell ist die Aktie u.a. im SDAX gelistet.

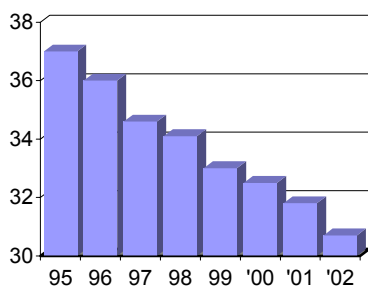
### Marktumfeld – Einzelhandel

Der Einzelhandel steckt derzeit in einer tiefen Krise. Im vergangenen Jahr sind die Umsätze um nominal 3,5% zurückgegangen. Die Geschäftsaufgaben häufen sich. Im Jahr 2002 gab es etwa 9.000 Einzelhandelsinsolvenzen. Als Ursachen wird eine anhaltende Konsumzurückhaltung bei gleichzeitig steigendem Angebot gesehen.

Das Institut GfK Prisma nennt die Arbeitsmarkt- sowie die Einkommens-, Konjunktur- und Kaufkraftentwicklung als wesentlichen Faktor für die Umsatzeinbußen. Bei steigenden Arbeitslosenzahlen hat sich das verfügbare Einkommen seit 1992 real um lediglich 13% erhöht. Aufgrund der wachsenden Konsumzurückhaltung ist dem Einzelhandel von dieser Zunahme wenig zugeflossen. Gleichzeitig ist die Verkaufsfläche in den letzten zehn

Jahren um 18% auf 107,5 Mio. m<sup>2</sup> gestiegen. Die Warenfülle wird in modernen Einzelhandelsgeschäften immer großzügiger präsentiert. Dadurch ist die Flächenproduktivität zwischen 1992 und 2002 um 14% auf 3.400 EUR/m<sup>2</sup> gesunken.

Anteil des Einzelhandelsumsatzes am Konsum in %



Quelle: Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung

Kurzfristig wird sich die Konsumneigung nicht ändern. Obwohl die Erwartungen der Verbraucher hinsichtlich der konjunkturellen Erholung zunehmend optimistischer werden, besteht große Unsicherheit wie sich diese Entwicklung auf das verfügbare Einkommen auswirkt. Die geplante Vorverlegung der dritten Stufe der Steuerreform hat zwar die Stimmung zunächst verbessert, die anschließenden Diskussionen über die Art der Gegenfinanzierung trübte diese jedoch wieder ein. Die notwendigen Reformen der sozialen Sicherungssysteme wird ebenfalls noch längere Zeit für Unsicherheit sorgen, da die Verbraucher nicht wissen, mit welchen Belastungen sie in Zukunft rechnen müssen. Vor diesem Hintergrund ist in den kommenden 1 ½ Jahren bestenfalls mit einer Stabilisierung der Einzelhandelsumsätze auf dem Niveau des vergangenen Jahres zu rechnen. Auch bei langfristig steigenden Einkommenszuwächsen wird der Einzelhandel daran nur unterproportional partizipieren, da der Anteil der Einzelhandelsumsätze an den gesamten Konsumausgaben der privaten Haushalte weiter sinken wird.

### Markt für Einzelhandelsimmobilien

Die negative Entwicklung im Einzelhandel hat entsprechende Auswirkungen auf den Markt für Einzelhandelsimmobilien. Die Ladenmieten sinken. Während 2002 die westdeutschen Mieten um durchschnittlich 1,8% nachgaben, liegen sie in Ostdeutschland unverändert auf dem allerdings niedrigeren Vorjahresniveau. Bei der Interpretation dieser Durchschnittszahlen muss zwischen so genannten 1a-Lagen und 1b- oder B-Lagen unterschieden werden. Letztere zeichnen sich durch weniger Passantenaufkommen und geringer Angebotsvielfalt aus. Hier ist ein besonders starker Verfall der Ladenmieten zu beobachten, der aufgrund insgesamt weiter wachsender Verkaufsflächen anhalten wird. Gleichzeitig existiert bei den 1a-Lagen nach wie vor ein Nachfrageüberhang. Die Mieten bleiben konstant. In größeren Städten muss sogar mit weiteren Anstiegen gerechnet werden. Insbesondere internationale Filialisten setzen weiterhin auf 1a-Lagen. Die Preisschere wird sich daher weiter öffnen.

### Shoppingcenter

Trotz Kaufzurückhaltung ist bei Shoppingcentern die Entwicklung hier zu Lande weiterhin expansiv. Im März 2003 gab es in Deutschland 340 Shoppingcenter, welche insgesamt eine Geschäftsfläche von 11,36 Mio. m<sup>2</sup> bereitstellten. Die Expansion findet dabei nicht nur in Großstädten statt. In mittelgroßen Städten entstehen zunehmend kleinere Einheiten, und selbst in Kleinstädten werden Einkaufszentren oder Einkaufspassagen realisiert. Ende 2002 waren weitere 69 Zentren mit fast 1,9 Mio. m<sup>2</sup> Gesamtfläche in Planung. Einer Untersuchung des German Council of Shopping Centers e.V. (GCSC) zufolge erschaffen die Centerbetreiber 2003 rund 420.000 m<sup>2</sup> Verkaufsfläche für rund 750 Einzelhändler, Dienstleistungsunternehmen und Freizeit-/Unterhaltungseinrichtungen auf durchschnittlich 23 500 m<sup>2</sup>

*Ladenmieten von 1b-Lagen sinken. Die Mieten von 1a-Lagen zeigen teilweise eine leichte Aufwärtstendenz.*

*Trotz Kaufzurückhaltung expandieren Shoppingcenter.*

### Verdrängungswettbewerb bei begehrten Innenstadtlagen.

Einkaufsfläche je Standort. Gegenüber dem Vorjahr mit zwölf neu eröffneten Shoppingcentern und rund 300.000 m<sup>2</sup> wird sich die Fläche demnach in diesem Jahr um 40% erhöhen. Perspektivisch wird die erfolgreiche Etablierung neuer Center allerdings schwieriger, da die interessanten Plätze bereits besetzt sind und auch die administrative Genehmigungspraxis restriktiver wird.

Bei einer insgesamt rückläufigen Konsumneigung wird es infolge wachsender Verkaufsflächen zu Blessuren in anderen Einkaufslagen kommen. Der zunehmende Wettbewerb wird weiterhin Druck auf die Mieten der Einzelhandelsimmobilien ausüben. Dies gilt insbesondere für die innerstädtischen Einkaufsmeilen, da sich beim Bau neuer Center ein Trend zu zentralen Lagen abzeichnet. Bis zu 60% der bis 2005 geplanten Einheiten sind Innenstadtlagen.

Gleichzeitig stärken neue Einkaufscenter die Attraktivität der Innenstädte und ziehen Kaufkraftpotenzial an. Da die klassischen Warenhäuser an Zugkraft für die Innenstädte verlieren, übernehmen diese zunehmend Shoppingcenter. Sie zeichnen sich trotz eines hohen Bekleidungsanteils durch eine große Angebotsvielfalt aus, wobei die Mieten innerhalb eines Centers unterschiedlich hoch sind. Ein Vorteil der Shoppingcenter ist ihr modularer Aufbau. Nicht funktionierende Shop-Konzepte können schnell und flexibel ausgetauscht werden, womit die Anziehungskraft langfristig gesichert werden kann.

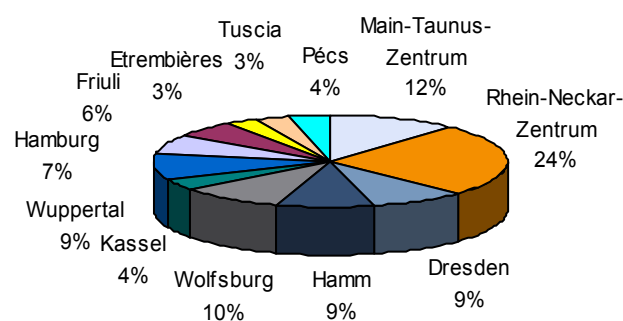
### Immobilien der Deutschen EuroShop

#### Die Einkaufszentren der Deutschen EuroShop befinden sich in zentraler Innenstadtlage.

Mit wenigen Ausnahmen befinden sich die meisten Shoppingcenter der Deutschen EuroShop dem aktuellen Trend folgend in zentralen Innenstadtlagen. Lediglich das Main-Taunus-Zentrum bei Frankfurt und das Rhein-Neckar-Zentrum in Viernheim sind außerhalb, allerdings an verkehrsgünstigen Standorten, gelegen. Bei den meisten Einkaufszentren handelt es sich um neue bzw. renovierte, auf die aktuellen Bedürfnisse der Kunden ausgerichtete Objekte. Mit Ausnahme des CC Friuli in Italien sind alle Objekte nach klassischen Shoppingcenterkonzepten aufgebaut, d.h. sie können auf eine sich verändernde Mieterstruktur angepasst werden.

Die Gesamtverkaufsfläche mit über 1000 Läden beläuft sich auf 450.100 m<sup>2</sup> (inkl. der im Bau befindlichen Objekte). An dem gesamten Investitionsvolumen von etwa 1,65 Mrd. EUR hat die Deutsche EuroShop einen Anteil von ca. 1,1 Mrd. EUR. Ungefähr die Hälfte davon ist fremd finanziert.

#### Das anteilige Investitionsvolumen beträgt 1,1 Mrd. EUR



Quelle: Deutsche Euroshop

## Portfolio der Deutschen EuroShop

Standorte	Mietfläche (m <sup>2</sup> )	Eröffnung	Beteiligung
Main-Taunus-Zentrum	93.900	Okt.2001	37,4%
Rhein-Neckar-Zentrum	64.000	Nov. 2002	92,8%
Altmarkt-Galerie, Dresden	43.800	Sept. 2002	50,0%
Allee-Center, Hamm	34.800	Mrz. 1992	87,7%
City-Galerie, Wolfsburg	30.000	Sept. 2001	89,0%
City-Point, Kassel	29.400	Feb. 2002	40,0%
City-Arkaden, Wuppertal	28.600	Okt. 2001	72,0%
Phoenix-Center, Hamburg	26.500	Herbst 2004	50,0%
CC Friuli, Udine (Italien)	28.600	1993	92,8%
CC Tuscia, Viterbo (Italien)	15.200	1998	99,9%
Etrembières, Annemasse (F)	8.600	1994	92,8%
Pécs Árkád, Pécs (Ungarn)	34.200	Frühj. 2004	50,0%

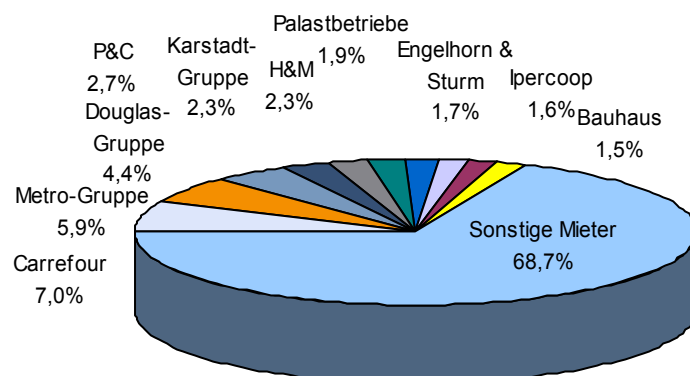
Quelle: Deutsche EuroShop

Die Mietverträge sind langfristig ausgestaltet, indexiert und enthalten eine Umsatzbeteiligung.

Das anteilige Mietvolumen für 2003 dürfte etwa 61,5 Mio. EUR betragen. Die Mietverträge sind an den Index der Lebenshaltungskosten gekoppelt und mit einer langen Laufzeit ausgestattet. Über 86% der Mietverträge enden 2008 oder später. Darüber hinaus besteht eine Umsatzbeteiligung. Bei einer guten Entwicklung im Einzelhandel können so die Mieteinnahmen zusätzlich ansteigen. Obgleich die Shoppingcenter teilweise an 1a-Lagen liegen, werden keine überdurchschnittlich hohen Mieteinnahmen generiert, da die Mieter relativ große Mietflächen nutzen. Gleichzeitig garantiert diese Politik einen sehr hohen Vermietungsgrad und eine vergleichsweise geringe Mieterfluktuation. Der Vermietungsgrad beträgt zurzeit 99% (ohne Pécs und Hamburg). Zu den Mietern zählen namhafte Einzelhandelsketten wie Karstadt oder H&M, die wiederum kleinere Einzelhändler anlocken. Wie die nachfolgende Mieterstruktur verdeutlicht besteht keine große Abhängigkeit von einzelnen Mietern. Die zehn größten Mieter haben einen Mieterlösanteil von 31,2%.

Vermietungsgrad: 99%

## Mieterlösanteile der 10 größten Mieter



Quelle: Deutsche Euroshop

### Phoenix Center

Die jüngste Akquisition der Deutschen EuroShop ist eine 50%-ige Beteiligung am Phoenix-Center in Hamburg-Harburg, das im Herbst 2004 eröffnet werden soll. Das anteilige Investitionsvolumen beläuft sich auf 78 Mio. EUR. Beteiligungspartner sind mit jeweils 25 % die Unternehmensgruppe Büll & Dr. Liedtke und die ECE-Gruppe, die auch für die Generalplanung, Vermietung sowie das Centermanagement zuständig ist. Das im Bau befindliche Shoppingcenter wird etwa 120 Fachgeschäfte auf einer Verkaufsfläche von ca. 26.500 m<sup>2</sup> bieten. Zusätzlich entstehen auf ca. 2.000 m<sup>2</sup> Büro- und Praxisflächen. Bereits 70 % der Ladenflächen sind langfristig an renommierte Einzelhandelsunternehmen vermietet. Im Einzugsgebiet des Shoppingcenters leben rund 560.000 Menschen.

### Centermanagement

*Neun der zwölf Center werden vom Marktführer ECE verwaltet.*

Das Management der acht deutschen und des ungarischen Shoppingcenters wird von der ECE durchgeführt. Diese entwickelt, plant, realisiert, vermietet und managt seit 37 Jahren Handels- und Dienstleistungszentren. Mit 73 Shoppingcentern im Management ist das Unternehmen Marktführer in Europa. Zu den Aufgaben des Centermanagements zählen nicht nur die Vermietung und die Verantwortung für den technischen Betrieb inklusive Instandhaltung, sondern auch die Durchführung verkaufsfördernder Maßnahmen. Diese Dienstleistungen werden mit 8% Umsatzbeteiligung bezahlt. Die ECE ist als Betreiber für ihr umfangreiches Know-how bei der Positionierung und Optimierung ihrer Einkaufscenter bekannt, der sich darüber hinaus durch seine Standorttreue auszeichnet. Die von der ECE gemanagten Einkaufscenter haben entgegen dem Branchentrend Umsatzzuwächse verzeichnet.

Das Management der italienischen und französischen Shoppingcenter wird von drei verschiedenen Gesellschaften durchgeführt. Dazu zählen die Espansione Commerciale S.R.L. in Italien, die mit 16 Jahren Erfahrung derzeit 45 Center betreut, Carrefour als größte Einzelhandelskette in Europa und die Espace Expansion S.A. in Frankreich. Espace Expansion verwaltet seit über 30 Jahren Einkaufscenter. Aktuell sind es 27 Einheiten.

### SWOT-Analyse

#### Strengths

- Die Deutsche EuroShop konzentriert sich ausschließlich auf das Geschäft mit Shoppingcentern. Diese Fokussierung schafft nicht nur Transparenz für den Kapitalmarkt, sondern verhindert auch Effizienzverluste innerhalb des Konzerns.
- Die Shoppingcenter sind überwiegend an erstklassigen Standorten gelegen und weisen einen hochwertigen Zustand auf. Der Vermietungsgrad ist dementsprechend hoch.



- Die Mietverträge sind langfristig konzipiert und indexiert. Dadurch sind auf absehbare Zeit sichere Mieteinnahmen garantiert.

#### **Weaknesses**

- Es besteht eine große Abhängigkeit von der ECE. Teile der Wertschöpfungskette liegen nicht im Einflussbereich der Deutschen EuroShop. Darüber hinaus gehört die ECE der Familie Otto, die wiederum einen Anteil von 21% an der Deutschen EuroShop hält.
- Abhängigkeit von der Entwicklung des krisengeschüttelten Einzelhandels.
- Die Aktie der Deutschen EuroShop ist trotz Aufstieg in den SDAX umsatzschwach. Obwohl sich die Börsenliquidität in den vergangenen Monaten deutlich verbessert hat, ist sie nach wie vor verbesserungswürdig. Mit einem Umsatz von durchschnittlich 27,2 Mio. EUR lag die Aktie im August in der MDAX-Rangliste lediglich auf Rang 88. Hinsichtlich Börsenkapitalisierung belegt das Papier Rang 32.

#### **Opportunities**

- Ein Teil der Miete ist an den Umsatz des Mieters geknüpft. Dadurch kann die Deutsche EuroShop an einer konjunkturellen Erholung partizipieren.
- Das Centermanagement wird von Unternehmen mit langjähriger Erfahrung betrieben. Dies erhöht die Wahrscheinlichkeit einer langfristigen Wertsteigerung der Objekte.
- Das Unternehmen strebt die Aufnahme in den MDAX an. Dadurch würde der Bekanntheitsgrad der Aktie wesentlich gesteigert werden.

#### **Threats**

- Wenn es dem Centermanagement nicht gelingt, erforderliche Umstrukturierungen der Einkaufszentren durch anschließende Mietsteigerungen zu finanzieren, würde dies nicht nur eine nachhaltige Wertentwicklung verhindern, sondern auch die geplanten Dividendenausschüttungen erschweren.
- Falls sich die Krise im Einzelhandel fortsetzt, könnten Mietausfälle die Folge sein.
- Sollte die aktuelle Attraktivität eines Shoppingcenters nicht dauerhaft sein, wären Wertverluste die Folge.

### Geschäftsentwicklung Deutsche EuroShop

Im ersten Halbjahr 2003 sind die Umsatzerlöse der Deutschen EuroShop von 22,4 auf 24,3 Mio. EUR gestiegen. Dies ist vor allem auf die Verkaufsfächenerweiterung im Rhein-Neckar-Zentrum zurückzuführen. Ebenso erhöhten sich die Erträge aus den Beteiligungen von 2,1 auf 3,6 Mio. EUR, nachdem die Shoppingcenter in Dresden und Kassel 2002 eröffnet wurden und 2003 erstmals über die gesamte Berichtsperiode zum Ergebnis beisteuern.

*Periodenüberschuss im ersten Halbjahr von 1,2 Mio. EUR nach einem Fehlbetrag von 0,8 Mio. EUR im Vorjahr.*

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen, die sich insbesondere aus den Grundstücksbetriebskosten und der Geschäftsbesorgung bzw. dem Centermanagement zusammensetzen, sind aufgrund der nachlassenden Investitionstätigkeit im ersten Halbjahr um 8,3% auf 4,1 Mio. EUR gesunken. Der Personalaufwand erhöhte sich von 163.000 auf 355.000 EUR. Die Abschreibungen beliefen sich fast unverändert auf knapp 11,2 Mio. EUR. Die erheblichen Investitionen des Vorjahres sowie weiterhin rückläufige Zinsen führten dazu, dass die Zinserträge mit 3,0 Mio. EUR um 0,9 Mio. unter denen des Vorjahres lagen. Die Zinsaufwendungen sind dagegen um 2,5% auf 9,4 Mio. EUR gestiegen. Insgesamt konnte das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit um rund 76% von 3,4 auf 6,0 Mio. EUR gesteigert werden. Nach Abzug der Unternehmenssteuern und der Anteile anderer Gesellschafter ergibt sich ein Periodenüberschuss von 1,2 Mio. EUR. Im ersten Halbjahr 2002 lag ein Fehlbetrag von 0,8 Mio. EUR vor.

### Planungsrechnung Konzern

Wir haben eine detaillierte GuV- und Bilanzplanung für die nächsten fünf Jahre erstellt, wobei wir mögliche Kapitalerhöhungen, mit denen der Zukauf von weiteren Shoppingcentern finanziert werden könnte, nicht berücksichtigen. Die Deutsche EuroShop plant, etwa zwei bis drei Shoppingcenter pro Jahr zu erwerben.

*Umsatzerwartung für 2003:  
48 Mio. EUR*

Für 2003 unterstellen wir, dass alle Shoppingcenter mit Ausnahme von Pécs in Ungarn und dem Phoenix-Center in Hamburg über die gesamten 12 Monate Mieteinnahmen erzielen werden. Allerdings tragen nur die Center zum Umsatz bei, an denen eine Beteiligung von über 50% besteht. In diesem Jahr sollten die Umsätze etwas über 48 Mio. EUR liegen. Wir gehen davon aus, dass sich der Umsatz bis 2007 auf etwa 56 Mio. EUR erhöht. Diese Umsatzsteigerungen resultieren aus den geplanten Investitionen. Die aktuell noch zur Verfügung stehende Liquidität von 47 Mio. EUR soll noch in diesem Jahr investiert werden, wobei wir Beteiligungen von über 50% annehmen. Langfristig gehen wir von einem Vermietungsgrad von fast 100% aus. Dazu tragen zum einen langfristig ausgehandelte Mietverträge bei, zum anderen das erfahrene Centermanagement. Aufgrund der aktuellen Krise im Einzelhandel haben wir keine umsatzbedingten Mehreinnahmen unterstellt. Auch gehen wir nicht von wesentlichen Mietsteigerungen aus. Inflationsbedingte Erhöhungen werden nicht berücksichtigt.



*Beteiligungsergebnis 2003:*  
7,5 Mio. EUR

Bei fünf Shoppingcentern hält die Deutsche EuroShop Anteile von 50% oder weniger. Der durch diese Einkaufszentren generierte Cash-flow geht als Beteiligungsergebnis in die GuV des Konzerns ein. Für 2003 schätzen wir die Erträge auf 7,5 Mio. EUR. Ab 2005 erwarten wir ein Beteiligungsergebnis von 13,3 Mio. EUR. Ursache für diesen Anstieg ist die Eröffnung der Center in Pécs und Hamburg im Frühjahr bzw. Herbst 2004.

*Sonstige betriebl. Aufw. 2003:*  
8,7 Mio. EUR

Die sonstigen betrieblichen Aufwendungen beziffern wir auf etwa 18% des Umsatzes. Sie steigen daher unseren Schätzungen zufolge von 8,7 Mio. im Jahr 2003 auf 10,1 Mio. EUR in 2007. Etwa 8% vom Umsatz entfallen auf den Bereich Geschäftsbesorgung bzw. Centermanagement, welches in Deutschland und Ungarn durch die ECE betrieben wird. Der Geschäftsbesorgungsvertrag mit der DB Real Estate Management GmbH für kaufmännische Dienste wurde zur Jahresmitte 2003 gekündigt. Der Rest der betrieblichen Aufwendungen sind im Wesentlichen die Grundstücksbetriebskosten.

*EBIT 2003:*  
24,0 Mio. EUR

Die Deutsche EuroShop beschäftigt zurzeit fünf Mitarbeiter (inkl. zwei Vorstandsmitglieder). Die Personalkosten sollten in den kommenden fünf Jahren bei etwa 800.000 EUR liegen. Aufgrund der geplanten Investitionen werden die Abschreibungen bis 2007 unseren Schätzungen zufolge auf 26,2 Mio. EUR ansteigen. Insgesamt erwarten wir einen Anstieg des Ergebnisses vor Zinsen und Steuern von 24,0 Mio. auf 34,8 Mio. EUR.

Da der aktuelle Kassenbestand sinkt und wir einen Anstieg der Verbindlichkeiten unterstellen, wird auch der negative Zinssaldo wachsen. Fast 90% der derzeitigen Verbindlichkeiten sind mit einer Restlaufzeit von über fünf Jahren und einem festen Zinssatz ausgestattet, so dass von dieser Seite kein Anstieg der Zinslast zu erwarten ist.

Der Steueraufwand beinhaltet die Zuführungen zur Rückstellung für passive latente Steuern sowie französische und italienische Ertragssteuern. Aktuell ist die Quote vom Vorsteuerergebnis noch sehr hoch. Für 2003 gehen wir von 65% aus. In unseren Modellrechnungen haben wir diese sukzessive auf 25% gesenkt.

*Jahresüberschuss 2003:*  
2,5 Mio. EUR

Für das Jahr 2003 erwarten wir einen Jahresüberschuss von 2,5 Mio. EUR, der bis 2007 auf 9,6 Mio. EUR anwächst. Auf der Basis dieser Prognose wird ausreichend Cash-flow generiert, um die geplanten Dividenden von 30 Mio. EUR jährlich bzw. 1,92 EUR pro Aktie auszuschütten.

### **Überleitungsrechnung vom Konzern zum AG-Ergebnis**

Das Ergebnis der AG erhält man, indem zum Ergebnis des Konzerns die Abschreibungen addiert und einige andere, jedoch weniger bedeutsame Adjustierungen vorgenommen werden. Mittels der oben genannten Instandhaltungsprogramme soll der Wert der Immobilien erhalten bzw. sogar gesteigert werden. Sofern die Abschreibungen die Kosten dieser Programme übersteigt, kann der überschüssige Cash-flow an die Aktionäre ausgeschüttet werden.

**Überleitung vom Konzern zum AG Ergebnis**

in 1.000 EUR	2001	2002
Jahresüberschuss/-fehlbetrag des Konzerns	-16.778	-3.002
zzgl. Abschreibungen	11.852	21.603
zzgl. Aufwand in der Investitionsphase	23.196	2.451
abzgl. Zuführung zur Liquiditätsreserve	-285	-750
abzgl. Anteile Dritter	-1.137	-2.327
zzgl./abzgl. Ausschüttungsüberhang	-2.498	293
Jahresüberschuss der AG	14.350	18.268

Quelle: Deutsche EuroShop

**Bewertung – Economic Value Added-Analyse**

Mittels der Economic Value Added-Analyse (EVA<sup>®</sup>) berechnen wir den Unternehmenswert als Summe aus Net Asset Value (NAV) und dem Market Value Added (MVA). Den MVA erhält man, wenn man alle künftigen EVA<sup>®</sup>s diskontiert und addiert. Die EVA<sup>®</sup>s werden als Differenz aus dem betrieblichen Gewinn nach Steuern (NOPAT) und den absoluten Kapitalkosten ermittelt. Die Kapitalkosten werden berechnet, indem der durchschnittliche Kapitalkostensatz (WACC) auf das eingesetzte Kapital inkl. stiller Reserven appliziert wird. Der WACC ist die gewichtete Summe aus Eigen- und Fremdkapitalkosten. Die meisten Immobilienunternehmen notieren mit einem Abschlag zum NAV, der aus unterschiedlichen Diskontierungszinsen bei der Bewertung der einzelnen Immobilien auf der einen und des gesamten Unternehmens auf der anderen Seite resultiert. Ein wesentlicher Grund für abweichende Zinssätze ist die Regionalität sowie die mangelnde Transparenz lokaler Immobilienmärkte, die differierende Risikoeinschätzungen der Investoren nach sich ziehen.

*Ergebnis EVA: 32,98 EUR je  
Aktie*

Das Ergebnis unserer Economic Value Added-Analyse für die Deutsche EuroShop ergibt einen fairen Unternehmenswert von 515 Mio. EUR, was einem Betrag von 32,98 EUR je Aktie entspricht.

**Peer-Group-Vergleich**

Als Peer-Group haben wir sieben europäische Gesellschaften ausgewählt, deren Geschäft mit Einzelhandelsimmobilien einen Anteil von mindestens 70% am Gesamtgeschäft hat. Im einzelnen haben wir den Net Asset Value pro Aktie mit dem aktuellen Kursniveau verglichen sowie das Verhältnis von Enterprise Value (EV) zum EBITDA der jeweiligen Gesellschaften untersucht.

Alle Unternehmen werden mit einem Discount zum NAV bewertet. Im Durchschnitt beträgt dieser 11,0%. Den NAV der Deutschen EuroShop schätzen wir auf knapp 559 Mio. EUR bzw. 35,80 EUR pro Aktie. Wie bei den meisten Immobiliengesellschaften erwarten wir auch bei der Deutschen EuroShop einen Abschlag vom NAV. Aktuell beläuft er sich auf 11,7% und damit etwas über dem Durchschnitt, was aus dem fehlenden REIT-Status herrührt.

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. Auf Basis der Schätzungen für das Jahr 2003 und 2004 erhalten wir einen fairen Wert von 33,10 bzw. 35,20 EUR pro Aktie. Da die Deutsche EuroShop sich noch in der Investitionsphase befindet, ist eine Bewertung anhand von Multiplikatoren jedoch nur begrenzt aussagefähig.

### Peer-Group

	Retail-Anteil	Marktkap. in Mio.	Kurs	NAV/Aktie	Discount	EV/EBITDA	
						2003	2004
Corio	70%	1.906,8 EUR	28,76	31,43	8,50%	14,46	14,13
Eurocommercial	85%	620,4 EUR	21,2	21,35	0,70%	17,43	16,82
Kleppierre	75%	2.079,5 EUR	46,46	49,33	5,82%	24,31	22,17
Liberty International	89,7%	2.106,8 GBp	674	862	21,81%	14,62	13,63
Pillar Properties	74%	465,6 GBp	427,5	520	17,79%	14,43	13,90
Rodamco Europe	80%	4.068,7 EUR	45,39	48,29	6,01%	15,02	15,19
Vast Ned Retail	100%	657,2 EUR	40,7	48,8	16,60%	16,26	14,74
<b>Durchschnitt</b>					<b>11,03%</b>	<b>16,65</b>	<b>15,80</b>
<b>Deutsche EuroShop</b>	<b>100%</b>	<b>493,8 EUR</b>	<b>31,6</b>	<b>36,08</b>	<b>12,42%</b>	<b>16,20</b>	<b>14,70</b>
Fair Value						33,10	35,20

Quelle: HSH Nordbank, Bloomberg, Geschäftsberichte

Bei einer Rendite von 10% und mehr empfehlen wir eine Aktie zum Kauf. Ansonsten lautet das Rating Verkaufen. Der faire Wert der Deutschen EuroShop liegt unseren Berechnungen zufolge bei knapp 33 EUR. Wir sehen für die Aktie daher nur begrenztes Kurspotential. Aufgrund der aktuellen Dividendenrendite von 6% beläuft sich die insgesamt mögliche Rendite des Papiers jedoch auf knapp über 10%. Wir stufen die Aktie deshalb als **Kauf** ein.

## Deutsche Euroshop

## Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Umsatzerlöse	46,5	48,4	50,9	53,4	55,9	55,9
BV / akt. Eig.lstg.						
<b>Gesamtleistung</b>	<b>46,5</b>	<b>48,4</b>	<b>50,9</b>	<b>53,4</b>	<b>55,9</b>	<b>55,9</b>
Personalaufwand	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Sonst. Betriebl. Ertrag	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonst. Betriebl. Aufwand	13,8	8,7	9,2	9,6	10,1	10,1
Beteiligungsergebnis	4,5	7,5	10,1	13,3	15,6	15,9
<b>EBITDA</b>	<b>37,0</b>	<b>46,4</b>	<b>51,0</b>	<b>56,3</b>	<b>60,6</b>	<b>61,0</b>
Marge in%	79,6	95,8	100,2	105,3	108,4	109,1
alle Abschreibungen AV	21,6	22,4	26,2	26,2	26,2	26,2
<b>EBIT</b>	<b>15,4</b>	<b>24,1</b>	<b>24,8</b>	<b>30,1</b>	<b>34,4</b>	<b>34,8</b>
Marge in %	33,2	49,7	48,8	56,3	61,6	62,3
Zinserträge	7,2	4,6	0,6	0,6	0,7	0,9
Zinsaufwand	18,6	20,6	20,9	21,1	21,1	21,1
Zinsergebnis	-11,4	-16,0	-20,4	-20,5	-20,4	-20,2
Ergebnis der gew. Geschäftstätigkeit	4,0	8,1	4,5	9,6	14,0	14,6
Außerordentliches Ergebnis	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>EBT</b>	<b>4,0</b>	<b>8,1</b>	<b>4,5</b>	<b>9,6</b>	<b>14,0</b>	<b>14,6</b>
EBT-Marge Gesamtstg. in %	8,6	16,7	8,8	18,0	25,1	26,2
Unternehmensertragssteuern	7,0	5,3	1,6	2,4	3,5	3,7
Steueraufwandsquote in %	175,1	65,0	35,0	25,0	25,0	25,0
Ergebnis nach Steuern	-3,0	2,8	2,9	7,2	10,5	11,0
Ergebnisanteile Dritter	-0,1	0,4	0,4	0,9	1,3	1,4
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>6,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>
JÜ-Marge auf Umsatz in %	-6,7	5,1	5,0	11,8	16,5	17,2
Gewinn je Aktie in EUR	-0,20	0,16	0,16	0,40	0,59	0,61
Dividende je Aktie in EUR	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92	1,92
Anzahl der Aktien in Mio.	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6	15,6

Quelle: HSH Nordbank AG

## Deutsche Euroshop

**Bilanz**

in Mio. EUR	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Aktiva:</b>						
Anlagevermögen	814,7	929,8	903,6	877,4	851,2	825,1
Anteil an Bilanzsumme in %	81,4	94,9	94,4	93,9	92,9	91,9
Working Capital Aktiv	31,7	33,9	37,2	39,8	42,6	42,8
Liquidität	153,9	16,2	16,7	17,7	22,0	29,9
Umlaufvermögen	185,6	50,1	54,0	57,5	64,6	72,7
Anteil an Bilanzsumme in %	18,6	5,1	5,6	6,1	7,1	8,1
Bilanzsumme	1.000,3	979,9	957,6	934,9	915,9	897,8
<b>Passiva:</b>						
Eigenkapital	556,8	528,9	501,1	476,5	454,4	432,6
Anteil an Bilanzsumme in %	55,7	54,0	52,3	51,0	49,6	48,2
Steuerrückstellungen	15,0	20,3	21,8	24,2	27,7	31,4
Rückstellungen gesamt	22,6	24,3	23,8	25,2	27,7	31,4
Finanzverbindlichkeiten gesamt	409,4	416,1	421,4	421,4	421,4	421,4
Working-Capital Passiv	11,4	10,7	11,2	11,8	12,3	12,3
Summe Verbindlichkeiten	443,4	451,0	456,5	458,4	461,5	465,1
Anteil an Bilanzsumme in %	44,3	46,0	47,7	49,0	50,4	51,8
Bilanzsumme	1.000,3	979,9	957,6	934,9	915,9	897,8
Net Working Capital	20,4	23,2	26,0	28,0	30,3	30,5
Netto-Verschuldung						
Finanzverbindlichkeiten	409,4	416,1	421,4	421,4	421,4	421,4
- Liquidität	153,9	16,2	16,7	17,7	22,0	29,9
= Netto-Verschuldung	255,6	399,9	404,7	403,7	399,4	391,5
Capital employed						
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	556,8	528,9	501,1	476,5	454,4	432,6
+ stille Reserve Immobilien	2,5	60,2	90,5	118,5	144,7	170,9
= NAV	559,3	589,1	591,6	595,0	599,1	603,5
+ Finanzverbindlichkeiten	409,4	416,1	421,4	421,4	421,4	421,4
= Capital employed	968,8	1.005,1	1.013,0	1.016,4	1.020,5	1.024,9

Quelle: HSH Nordbank AG

## Deutsche Euroshop

## Kapitalflußrechnung

in Mio. EUR	2002	2003	2004	2005	2006	2007
<b>Jahresüberschuss</b>	<b>-3,1</b>	<b>2,5</b>	<b>2,5</b>	<b>6,3</b>	<b>9,2</b>	<b>9,6</b>
- Ergebnisanteile Dritter	-0,1	0,4	0,4	0,9	1,3	1,4
+ Abschreibungen	21,6	22,4	26,2	26,2	26,2	26,2
+ Zunahme Rückstellung	-2,9	1,6	-0,4	1,4	2,5	3,7
- Zunahme Net Working Capital	0,0	2,9	2,8	2,0	2,3	0,2
<b>Cash Flow aus laufender Geschäftstätigkeit</b>	<b>22,1</b>	<b>23,2</b>	<b>25,2</b>	<b>31,0</b>	<b>34,3</b>	<b>37,9</b>
- Investitionen	144,2	137,5	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Cash Flow aus Investitionen</b>	<b>-144,2</b>	<b>-137,5</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Kapitalmaßnahmen						
+/- Zunahme/Tilgung Finanzschulden	111,6	6,6	5,4	0,0	0,0	0,0
- Dividendenzahlung	34,0	30,0	30,0	30,0	30,0	30,0
<b>Cash Flow aus Finanzierung</b>	<b>77,6</b>	<b>-23,4</b>	<b>-24,6</b>	<b>-30,0</b>	<b>-30,0</b>	<b>-30,0</b>
Veränderung der Zahlungsmittel	-44,6	-137,7	0,5	1,0	4,3	7,9
Zahlungsmittel Jahresanfang	198,4	153,9	16,2	16,7	17,7	22,0
Zahlungsmittel Jahresende	153,9	16,2	16,7	17,7	22,0	29,9

Quelle: HSH Nordbank AG



## Deutsche Euroshop

## Economic Value Added

in Mio. EUR	2003	2004	2005	2006	2007
Gesamtleistung	48,4	50,9	53,4	55,9	55,9
EBIT	24,1	24,8	30,1	34,4	34,8
Cash operating taxes	-10,4	-6,8	-7,7	-8,8	-8,9
Abschreibungen	21,6	22,4	26,2	26,2	26,2
sonstige Bereinigungen	1,0	1,1	1,2	1,4	1,6
NOPAT	37,0	45,3	49,8	53,2	53,6
Eigenkapital inkl. Anteile Dritter	556,8	528,9	501,1	476,5	454,4
+ stille Reserve Immo./Bereinigung	2,5	60,2	90,5	118,5	144,7
= Eigenkapital gesamt	559,3	589,1	591,6	595,0	599,1
+ Finanzverbindlichkeiten	416,1	421,4	421,4	421,4	421,4
Capital employed am Jahresanfang	968,8	1.005,1	1.013,0	1.016,4	1.020,5
Capital employed am Jahresende	1.005,1	1.013,0	1.016,4	1.020,5	1.024,9
Capital employed im Durchschnitt	986,9	1.009,1	1.014,7	1.018,5	1.022,7
WACC in %	4,53	5,15	5,36	5,36	5,37
ROIC in %	3,75	4,49	4,91	5,22	5,24
Spread in %	-0,78	-0,66	-0,45	-0,14	-0,13
Capital Charge	44,7	26,0	26,3	25,4	23,5
NOPAT*	37,0	45,3	49,8	53,2	53,6
EVA	-7,7	-6,6	-4,6	-1,4	-1,3
Diskontfaktor	0,9889	0,9405	0,8926	0,8472	0,8040
Barwerte EVA	-7,6	-6,2	-4,1	-1,2	-1,0

Quelle: HSH Nordbank AG

Barwert EVA Planungsphase	-20,2
+ Barwert EVA Terminal Value	-23,8
= Market Value Added	-44,0
+ Net Asset Value	559,3
= Shareholder Value (1% Terminal Growth)	515,4
= Shareholder Value je Aktie in EUR	32,98
Discount / Premium EVA in % zum NAV	11,7

## Sensitivitätsanalyse (Shareholder Value je Aktie in EUR)

Beta	Wachstumsrate TV		
	0,5%	1,0%	1,5%
0,50	33,59	33,42	33,21
0,60	33,23	33,07	32,88
0,70	32,88	32,73	32,54

**Anschrift** **HSH Nordbank AG**  
Gerhart-Hauptmann-Platz 50  
20095 Hamburg

**HSH Nordbank AG**  
Martensdamm 6  
24103 Kiel  
[www.hsh-nordbank.de](http://www.hsh-nordbank.de)

**Redaktion** Research  
Fax: (040) 3333-34339  
E-mail: [research@hsh-nordbank.com](mailto:research@hsh-nordbank.com)

**Ihre Ansprechpartner  
Aktienresearch**

**Energy-Research**

Telefon: (040) 3333-

Versorger / Regenerative Energien	Stefan Gäde Arndt Krakau	-12029 - 11548
--------------------------------------	-----------------------------	-------------------

Energie	Steffen Wollnik Andy Sommer	-11928 - 12064
---------	--------------------------------	-------------------

<b>Immobilien-Research</b>	Stefan Goronczy Stefan Gäde	-12023 -12029
----------------------------	--------------------------------	------------------

**Sales**

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

**Corporate Finance**

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