



Independent Research

---

# **Investment-Studie**

# **Deutsche EuroShop**

**Marktsegment: Prime Standard**  
**Branche: Immobilien**

**September 2003**

**Hauptsitz:**

Independent Research -  
Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH  
Zeppelinallee 37  
60325 Frankfurt am Main

Tel.: 069/971490-0  
Fax: 069/971490-90

E-Mail: info@irffm.de

**Geschäftsführer:**

Pierre Drach

**Analyst dieser Studie:**

Ronald Reepel

Frankfurt, den 17.09.2003

## Disclaimer

Dieses Dokument ist im Auftrag der hier beschriebenen Gesellschaft erstellt worden. Die Independent Research GmbH ist nicht befugt, Aussagen oder Garantien im Namen der Gesellschaft abzugeben. Insbesondere sind die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Prognosen allein die der Autoren. Sie haben nur am heutigen Datum Gültigkeit und können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden.

**DIESES DOKUMENT WIRD IHNEN AUSSCHLIESSLICH ZU IHRER INFORMATION ZUR VERFÜGUNG GESTELLT. DIESES DOKUMENT DARF WEDER ALS GANZES NOCH TEILWEISE REPRODUZIERT ODER AN EINE ANDERE PERSON WEITERVERTEILT WERDEN.**

Es ist nicht auszuschließen, daß dieser Bericht noch wesentlich geändert wird. Die Independent Research GmbH hat den Inhalt dieses Dokuments nicht unabhängig geprüft. Daher wird die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen weder ausdrücklich gewährleistet noch eine solche Gewährleistung impliziert. Der Empfänger dieses Dokuments sollte sich auf diese Informationen oder Meinungen nicht verlassen. Weder die Independent Research GmbH noch die beschriebene Gesellschaft oder eine andere Person haftet für einen Schaden, der sich aus einer Verwendung dieses Dokuments oder der darin enthaltenen Angaben oder sich anderweitig in Zusammenhang damit ergibt.

**DIESES DOKUMENT STELLT WEDER EIN ANGEBOT NOCH EINE EINLADUNG ZUR ZEICHNUNG ODER ZUM KAUF EINES WERTPAPIERES DAR, NOCH BILDET DIESES DOKUMENT ODER DARIN ENTHALTENE INFORMATIONEN EINE GRUNDLAGE FÜR EINE VERTRAGLICHE ODER ANDERWEITIGE VERPFLICHTUNG IRGEND-EINER ART.**

**OFFENLEGUNG MÖGLICHER INTERESSENSKONFLIKTE NACH §34b WpHG IM ZEITPUNKT DER VERÖFFENTLICHUNG:**

Weder Independent Research GmbH noch ein mit ihr verbundenes Unternehmen

- a) hält in Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, 1% oder mehr des Grundkapitals,
- b) war an einer Emission von Wertpapieren, die Gegenstand dieser Studie sind, beteiligt, oder
- c) hat die analysierten Wertpapiere aufgrund eines mit dem Emittenten abgeschlossenen Vertrages an der Börse oder am Markt betreut. Ausnahme hiervon ist eine vertragliche Beziehung zwischen dem hier dargestellten Unternehmen und Independent Research für die Erstellung von Research-Berichten.

**DURCH ANNAHME DIESES DOKUMENTS AKZEPTIERT DER EMPFÄNGER DIE VERBINDLICHKEIT DER VORSTEHENDEN BESCHRÄNKUNGEN.**

**AKTIEN DEUTSCHLAND - UPDATE**

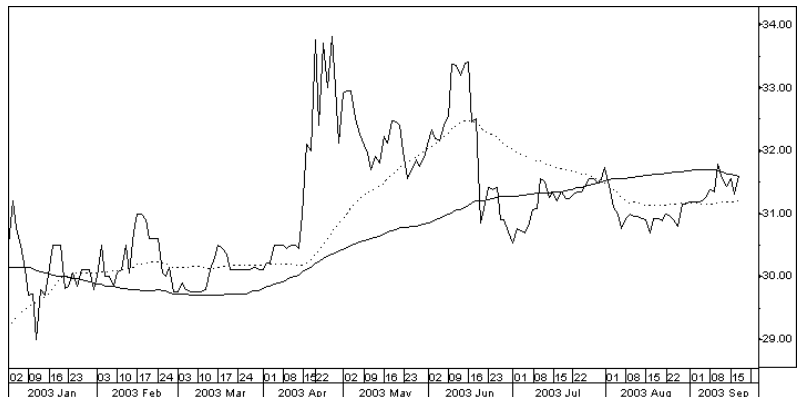
**Kaufen**

**DEUTSCHE EUROSHOP AG**

**Ereignis:**  
Update

**Einschätzung:**  
Kaufen

<b>IR</b>	<b>3</b>	<b>2</b>	<b>3</b>
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



Ronald Reepel  
Telefon: +49 (0)69 / 971490-0

Deutsche EuroShop; 17. September 2003

- ⇒ **Im ersten Halbjahr 2003 entwickelte sich das operative Ergebnis der AG erfreulich; wir sehen unsere Schätzungen für das Gesamtjahr bestätigt**
- ⇒ **Mit dem Erwerb der 50%-Beteiligung an dem Einkaufszentrum Phoenix in Hamburg erfolgt der Ausbau des Immobilienportfolios planmässig**
- ⇒ **Der höhere Free-Float nach dem Verkauf des Deutsche Bank-Anteils und eine verstärkte Investor-Relations-Arbeit bieten ein gutes Fundament für weitere Kurssteigerungen**
- ⇒ **Unser Bewertungsmodell ermittelt einen rechnerisch fairen Wert der Aktie von 37,00 Euro - damit besteht ein Kurspotenzial vom gegenwärtigen Kurs von rd. 17%**
- ⇒ **Wir belassen unser Votum unverändert auf Kaufen**

<b>EuroShop AG</b>		<b>Immobilien</b>		<b>Performance</b>				
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	-1,74			
Aktienanzahl in Mio.	15,625	http://www.deutsche-euroshop.de		Rel. 3 Monate	-10,71			
Ø Tagesumsatz	7037	Letzte Dividende	1,92	Rel. 6 Monate	-28,11			
WKN	748020	Marktkapt.Mio.Euro	493,8	Rel. 12 Monate	-7,36			
Kurs	31,60	Währung	EUR	Beta	0,90			
52W Hoch	33,95	Datum	28.04.2003	Prime All Share	0,067%			
52W Tief	26,11	Datum	31.10.2002	SDAX	5,800%			
Aktionäre:	Familie Otto 21,23%; Free Float 78,77%							
Beteiligungen:	Beteiligung an elf Einkaufszentren							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 04e:	16,43
2001	22,7	-3,0	-12,6	-16,8	-1,07	neg.	EV/EBIT 04e:	32,57
2002	46,5	15,4	4,0	-3,0	-0,19	neg.	Div-Rendite 03e:	6,1%
2003e	48,0	22,3	9,3	1,6	0,10	304,98	CAGR Umsatz 01-04e:	30,2%
2004e	50,2	25,3	11,1	3,3	0,21	148,3	CAGR JÜ 01-04e:	-
Zahlen in Mio. Euro ausser EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL: HGB

---

Der operative Cash-Flow konnte sich in H1 verdoppeln

---

### **Finanzen: Das operative Ergebnis der AG entwickelt sich erfreulich**

In den ersten sechs Monaten konnte das operative Ergebnis – jene massgebliche Erfolgszahl, die den tatsächlichen Finanzmittelzufluss bei Immobilienaktien misst – um über 10% auf 15,0 (13,6) Mio. Euro gesteigert werden. Hierbei stiegen die Erträge aus den Beteiligungen überproportional um über 17% auf 14,0 (11,9) Mio. Euro. Die Personalaufwendungen wurden im Zuge der nun vollständig erreichten Selbstständigkeit ggü. der Deutschen Bank Real Estate auf 0,36 (0,16) Mio. Euro verdoppelt und die Zinserträge verringerten sich durch das derzeitige niedrige Zinsniveau auf 2,0 (2,7) Mio. Euro. Auf Konzernebene wurden die Cash-Earnings mit 12,3 (6,5) Mio. Euro und der Cash-Flow aus der laufenden Geschäftstätigkeit auf 17,0 (8,9) Mio. Euro nahezu verdoppelt. Das Unternehmen unterstreicht damit die gesteigerte Ertragsfähigkeit. Vor dem Hintergrund dieser erfreulichen Halbjahreszahlen gehen wir davon aus, dass die Deutsche EuroShop die von uns erwarteten Gesamtjahreszahlen für 2003 erreichen wird. Wir rechnen auf AG-Ebene mit einem operativen Ergebnis von 27,6 (24,8) Mio. Euro und einem Nettoergebnis von 20,3 (18,3) Mio. Euro. Auf Konzernebene prognostizieren wir Cash-Earnings von 29,6 (15,7) Mio. Euro.

---

Erwerb einer 50%-Beteiligung am Phoenix-Center in Hamburg

---

### **Portfolio: Ausbau des Portfolios erfolgt planmässig**

Mitte August erwarb die Deutsche EuroShop für rd. 25 Mio. Euro eine 50%-Beteiligung an dem Phoenix-Center in Hamburg. Das Einkaufszentrum mit einer Mietfläche von rd. 39.000 qm Mietfläche und Platz für insgesamt 120 Geschäfte soll im Herbst 2004 eröffnet werden. Der Vorvermietungsstand liegt bereits bei 70%. Mit einem Kaufkraftindexstand von rd. 110% liegt der Standort deutlich über dem Bundesdurchschnitt von 100%. Entsprechend erwarten wir eine positive Renditeentwicklung für das Objekt. Damit besitzt die Deutsche EuroShop in ihrem Portfolio insgesamt zwölf Shopping-Center. Mit einem aktuell investierten Eigenkapital von 552 (Ende Juli 03: 527) Mio. Euro kommt die Deutsche EuroShop ihrem Ziel, bis Ende 2003 vollständig mit 600 Mio. Euro investiert zu sein, recht nahe. Der Vorstand führt gegenwärtig weitere Verhandlungen über mehrere aussichtsreiche Projekte. Wir gehen davon aus, dass mit einem grösseren oder zwei kleineren Projekten die Deutsche EuroShop dieses Ziel in absehbarer Zeit erreichen kann.

---

Die Deutsche Bank hat sich zur Gänze von ihren Anteilen an der Deutschen EuroShop getrennt - damit stieg der Freefloat auf 79%

---

### **Aktie: Höherer Free-Float und eine verstärkte Investor Relations-Arbeit bieten ein gutes Fundament für weitere Kurssteigerungen der Aktie**

Im letzten halben Jahr konnte die Deutsche EuroShop deutliche Fortschritte in der Etablierung der Aktie auf dem Kapitalmarkt erzielen. Die Beendigung des Geschäftsbesorgungsvertrages mit der DB Real Estate Management ermöglicht nunmehr einen grösseren Handlungsspielraum auch in der Vermarktung der eigenen Aktie. Zusätzlich reduzierte die Deutsche Bank im Zuge ihrer Desinvestitionsstrategie ihren Anteil von ehemals 45% (Stand Ende 2002) sukzessive und ist seit wenigen Tagen nicht mehr an der Deutschen EuroShop beteiligt. Aktuell ist die Familie Otto an der Gesellschaft mit rd. 21% beteiligt. Der Streubesitz liegt nun nach Abgabe der Anteile durch die Deutsche Bank bei rd. 79%. Aufgrund des höheren Free-Float und der verhältnismässig hohen Marktkapitalisierung von nahezu 500 Mio. Euro konnte die Aktie in den SDAX aufsteigen. Mit einem steigenden Handelsvolumen stehen die Chancen für die Aktie gut, mittelfristig in den MDAX aufgenommen zu werden. Zudem begrüssen wir den Schritt des Unternehmens, ab sofort nicht nur halbjährlich, sondern vierteljährlich die aktuellen Geschäftszahlen zu veröffentlichen.

### **Fazit: Die Halbjahreszahlen bestätigen uns in unserer positiven Einschätzung der Entwicklungschancen der Aktie**

Die erfreulichen Halbjahreszahlen bestätigen uns in unserer positiven Einschätzung der Entwicklungschancen der Aktie. Vorteilhaft ist aus unserer Sicht der klar kommunizierte Fokus auf eine bestimmte Art von Immobilieninvestments – den Einkaufszentren. Die Deutsche EuroShop verfügt über zwei wesentliche Faktoren für den zukünftigen Erfolg:

Auf dem gegenwärtigen Kursniveau ist die Aktie aus unserer Sicht mit einem Kursziel von 37,00 Euro ein klarer Kauf

Sie besitzt sowohl eine klare Investitionsstrategie als auch das dazu erforderliche Branchen-Know-how. Im Vergleich zu anderen in Deutschland notierten Immobilienaktien überzeugen die Leistungen der noch jungen Gesellschaft sowohl hinsichtlich dem Wachstum des ausschüttungsfähigen Cash-Flow als auch hinsichtlich der Dividendenrendite, die in 2002 bei rd. 6% gelegen hat. Unser Bewertungsmodell (Dividend-Discount-Modell mit einem durchschnittlichen Wachstum der Dividende von 1%) ergibt einen rechnerisch fairen Wert der Aktie von nahezu 37 Euro. Auf dem derzeitigen Kursniveau von etwas über 31 Euro, einem Kursziel von 37 Euro und einer Dividendenrendite von rd. 6% empfehlen wir die Aktie – nicht nur aus Diversifikationsgründen – zum Kauf.

Gewinn- und Verlustrechnung - Konzern (in Mio. Euro)	2000	2001	2002	2003e	2004e
1. Umsatzerlöse	0,00	22,72	46,49	48,00	50,20
2. Sonstige betriebliche Erträge	0,00	0,15	0,27	0,35	0,40
3. Personalaufwand	0,00	0,02	0,49	0,83	0,83
4. Abschreibungen	0,00	11,85	21,60	22,30	22,60
5. Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,48	16,47	12,90	6,90	7,20
6. Erträge aus Beteiligungen	9,10	2,81	4,55	5,20	6,60
7. Zinssaldo	2,27	-9,65	-11,43	-13,00	-14,20
8. Abschreibungen auf Wertpapiere des UV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>10. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>10,89</b>	<b>-12,31</b>	<b>4,89</b>	<b>10,50</b>	<b>12,37</b>
11. Steuern vom Einkommen und Ertrag	3,92	4,14	7,00	7,70	7,83
12. Sonstige Steuern	0,00	0,32	0,90	1,20	1,25
<b>13. Jahresüberschuss</b>	<b>6,97</b>	<b>-16,78</b>	<b>-3,00</b>	<b>1,60</b>	<b>3,29</b>
14. Gewinnvortrag	0,00	6,62	0,00	0,00	0,00
15. Entnahmen aus der Kapitalrücklage	0,00	9,74	12,65	9,72	8,74
16. Einstellungen in die Gewinnrücklage	0,35	0,72	0,91	0,02	0,00
17. Auf andere Gesellschafter entfallender Jahresfehlbetrag	0,00	1,77	-0,12	-0,15	-0,20
<b>18. Konzernbilanzgewinn</b>	<b>6,62</b>	<b>0,64</b>	<b>8,85</b>	<b>11,45</b>	<b>12,23</b>
19. EBITDA	13,17	8,87	37,03	44,60	47,92
20. EBIT	13,17	-2,99	15,42	22,30	25,32
21. EBT	10,89	-12,63	4,00	9,30	11,12

Gewinn- und Verlustrechnung - AG (in Mio. Euro)	2000	2001	2002	2003e	2004e
1. Sonstige betriebliche Erträge	0,00	0,00	0,12	0,00	0,00
2. Personalaufwand	0,00	0,02	0,49	0,83	0,85
3. Abschreibungen auf Sachanlagen	0,00	0,01	0,01	0,02	0,02
4. Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,48	1,35	2,43	1,35	1,40
5. Erträge aus Beteiligungen	9,10	12,57	23,14	25,90	28,90
6. Sonstige Zinsen und ähnliche Erträge	2,27	6,88	4,48	3,90	2,30
7. Abschreibungen auf Wertpapiere des UV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
8. Zinsen und ähnliche Aufwendungen	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>9. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>	<b>10,89</b>	<b>18,07</b>	<b>24,81</b>	<b>27,60</b>	<b>28,93</b>
10. Steuern vom Einkommen und Ertrag	3,92	3,72	6,54	7,30	7,67
11. Sonstige Steuern	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
<b>12. Jahresüberschuss</b>	<b>6,97</b>	<b>14,35</b>	<b>18,27</b>	<b>20,30</b>	<b>21,26</b>
13. Gewinnvortrag	0,00	6,62	0,00	0,00	0,00
14. Entnahmen aus der Kapitalrücklage	0,00	9,74	12,65	9,72	8,74
15. Einstellungen in die Gewinnrücklage	0,35	0,72	0,91	0,02	0,00
<b>17. Konzernbilanzgewinn</b>	<b>6,62</b>	<b>30,00</b>	<b>30,00</b>	<b>30,00</b>	<b>30,00</b>
18. EBITDA	8,62	11,20	20,34	23,72	26,65
19. EBIT	8,62	11,19	20,34	23,70	26,63
20. EBT	10,89	18,07	24,81	27,60	28,93

 Independent Research

Zeppelinallee 37  
60325 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0  
Telefax: +49 (69) 971490-90  
E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)