



Independent Research

Investment-Studie

Deutsche EuroShop

Marktsegment: Prime Standard
Branche: Immobilien

Juli 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 21.07.2003

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.

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

AKTIEN DEUTSCHLAND - UPDATE

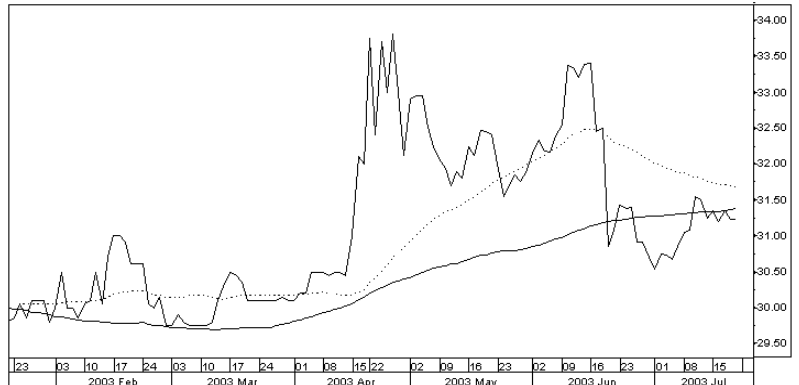
Kaufen

DEUTSCHE EUROSHOP AG

Ereignis:
Aufnahme Coverage

Einschätzung:
Kaufen

IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz



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

Deutsche Euroshop; 21. Juli 2003

- ⇒ **Die Deutsche EuroShop investiert als einzige Immobilien-AG in Deutschland in Einkaufszentren**
- ⇒ **Die Dividendenrendite von über 6% ist überaus attraktiv. Zudem ist die Dividendenausschüttung in den kommenden Jahren auf Investorebene steuerfrei**
- ⇒ **Die Gesellschaft notiert seit Mitte Juli im SDAX**
- ⇒ **Unser Bewertungsmodell ermittelt einen rechnerisch fairen Wert der Aktie von 37,00 Euro - damit besteht ein Kurspotential vom gegenwärtigen Kurs von rd. 18%**
- ⇒ **Wir nehmen die Coverage des Wertes mit dem Votum Kaufen auf**

EuroShop AG		Immobilien		Performance					
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	-1,10				
Aktienanzahl in Mio.	15,625	http://www.deutsche-euroshop.de		Rel. 3 Monate	-16,74				
Ø Tagesumsatz	5570	Letzte Dividende	1,92	Rel. 6 Monate	-10,76				
WKN	748020	Marktkapt.Mio.Euro	489,1	Rel. 12 Monate	3,03				
Kurs	31,23	Währung	EUR	Beta	0,90				
52W Hoch	34,50	Datum	22.07.2002	Prime All Share	0,067%				
52W Tief	26,11	Datum	31.10.2002	SDAX	5,800%				
Aktionäre:	Deutsche Bank 23,20%; Familie Otto 21,23%; Free Float 55,57%								
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

Das Unternehmen

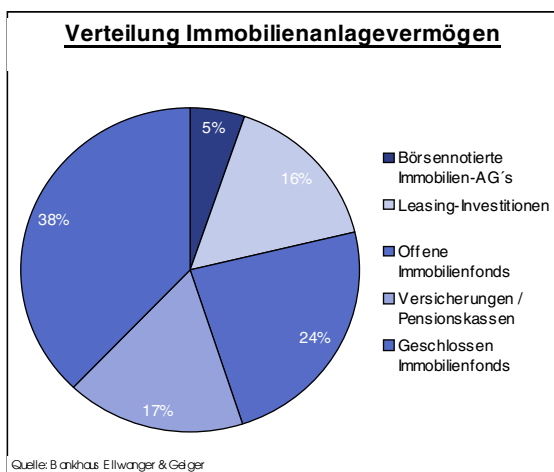
Die Deutsche EuroShop investiert als einzige Immobilien-AG in Deutschland ausschliesslich in Einkaufszentren

Mittelfristiges Ziel ist die Notierung im MDAX

Die Ende 1997 gegründete und seit Anfang 2001 an der Börse notierte Deutsche EuroShop AG investiert als einzige deutsche Immobilien-Aktiengesellschaft ausschliesslich in Einkaufszentren. Die eigentliche Geschäftstätigkeit wurde erst 2000 aufgenommen und das Immobilien-Portfolio befindet sich noch im Aufbau. Die eingegangenen Beteiligungen befinden sich jeweils an etablierten Standorten - meist Innenstadtlagen - mit einem nachhaltigen Einzugsgebiet von mindestens 300.000 Einwohnern und einer Mindestmietfläche von 15.000 qm. Hauptfokus der Investitionen ist Deutschland, z.T. investiert die Gesellschaft aus Diversifizierungs- und Renditegesichtspunkten zusätzlich im benachbarten Ausland. Insgesamt ist die Deutsche EuroShop an elf Shopping-Centern in vier Ländern beteiligt. Bei einem Gesamtinvestitionsvolumen von 1,5 Mrd. Euro beläuft sich die Mietfläche auf rd. 411.000 qm mit rd. 900 Ladeneinheiten und einem Mietvolumen von rd. 91,5 Mio. Euro. Das Management der einzelnen Objekte wird über Outsourcing-Verträge an regionale Spezialisten weitergereicht. So werden beispielsweise die deutschen Objekte vom europäischen Marktführer für das Management von Einkaufszentren, der ECE Projektmanagement, betreut. Die administrativen Holding-Aufgaben wurden bis vor kurzem von einem der beiden Grossaktionäre, der Deutschen Bank, mittels deren Tochter Deutsche Bank Real Estate übernommen. Im Zuge der begonnen Neupositionierung der Aktie auf dem Börsenparkett hat die Gesellschaft diese administrativen Aufgaben an sich genommen. Die Aktionäre sollen sowohl an einer kontinuierlichen positiven Entwicklung der Mieteinnahmen als auch einer langfristig stabilen Wertentwicklung der Immobilien partizipieren können. Gegenwärtig beschäftigt die Deutsche EuroShop fünf Mitarbeiter (inkl. dem Vorstand). Neben dem kontinuierlichen Ausbau der Ertragskraft des Unternehmens sind die mittel- bis langfristigen Ziele der Deutschen EuroShop die Notierung im MDAX und die Positionierung als eines der Top 5 Unternehmen in Europa im Bereich Retail Real Estate.

Immobilien als Portfoliodiversifikation

Die Deutsche EuroShop AG ist als eine auf einen bestimmten, ertragsreichen Bereich im Immobiliensektor fokussierte Investmentgesellschaft konzipiert worden. Immobilien als eigenständige Investmentklasse eignen sich insgesamt hervorragend zur Diversifikation von Portfolios, da sie eine geringe Korrelation zu anderen Vermögensklassen (Anleihen, Aktien) aufweisen und durch den Substanzwert der Immobilie gegen einen plötzlich auftretenden Wertverlust vergleichsweise gut abgesichert sind. Unter Diversifikationsaspekten ist ein indirektes Investment in Immobilienfonds oder Immobilienaktien als Teil einer Gesamtportfoliostrategie aufgrund der Stückelungsmöglichkeit und der erhöhten Fungibilität der einzelnen Anteile ggü. ganzen Objekten für Investoren attraktiv. In den USA ist die Portfoliodiversifikation über Immobilien mit Hilfe von Real Estate Investment Trusts (REITs) wesentlich verbreiteter als im europäischen Raum, der ein vergleichbares Anlageinstrument nicht kennt. Der Vorteil von REITs sind zum einen die steuerliche Bevorzugung und zum anderen die hohe Handelbarkeit im Zuge der weiten Verbreitung dieser Anlageform. Die typischen Risiken eines direkten Immobilien-Investments sind die häufig mangelnde Transparenz auf dem Immobilienmarkt und die Heterogenität der Anlageobjekte (jedes Objekt ist ein Unikat), die ein umfassendes Wissen von seiten des Investors für die faire Bewertung eines Objektes notwendig macht. Das Management und die Mit-



Beide Vorstandsmitglieder besitzen langjährige Branchenerfahrung im Immobiliensektor

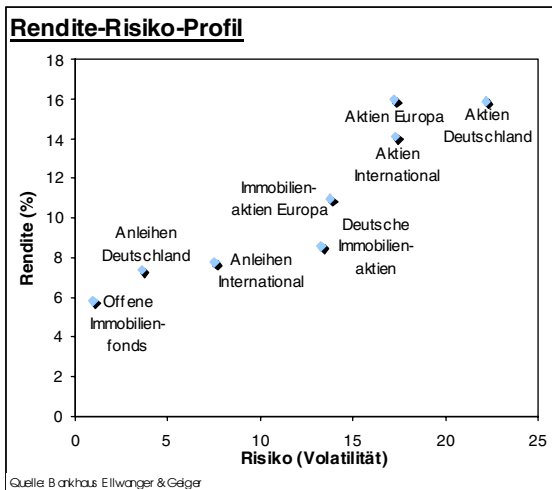
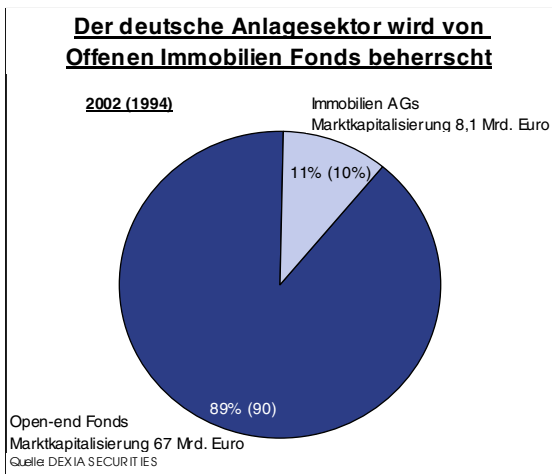
arbeiter der Immobilienfonds und Immobilienaktien besitzen dieses Know-how und stellen dieses Wissen dem Anleger zur Verfügung. Wie bei einem Portfoliomanager eines Aktienfonds ist Branchenerfahrung und Gespür für den Markt für den Anlageerfolg unabdingbar. Die Deutsche EuroShop besitzt dieses erforderliche Know-how durch ihre Mitarbeiter. Die beiden Vorstände, Claus-Matthias Böge und Dirk Hasselbring, können jeweils auf eine langjährige Branchenerfahrung verweisen.

Investments in Immobilienaktien

Immobilienaktien zeichnen sich ggü. Immobilienfonds durch eine höhere Transparenz aus

Im Vergleich zu geschlossenen oder offenen Immobilienfonds ist aus unserer Sicht der Grad an Transparenz bei Immobilienaktien aufgrund der aktienrechtlichen Bilanzierungs- und Publizitätsvorschriften deutlich besser. Durch den jederzeit möglichen Kauf bzw. Verkauf der Immobilienaktie an der Börse profitieren Anleger von einer gesteigerten Fungibilität ihres Investments. Anders als bei geschlossenen Immobilienfonds stehen nicht das Steuerminimierungspotential der Anlage, sondern insbesondere die Wertentwicklung des Bestands und die Gewinne aus Bestandsumschichtungen innerhalb des Portfolios neben den Mieteinnahmen im Vordergrund. Dezierte Anlageziele des Managements der Deutschen EuroShop sind die Erzielung hoher Gesamterträge, die in Form von Dividendenzahlungen an die Aktionäre weitergegeben werden, und die Erzielung lang-

fristiger Wertsteigerungen der Objekte, die sich vor allem in einem steigenden Aktienkurs manifestieren. Hinsichtlich der Popularität liegen Immobilienaktien trotz der eben genannten Vorteile hinter denen der Immobilienfonds weit zurück. Dies liegt aus unserer Sicht vor allem in der zwar theoretisch höheren Flexibilität im Investment, die dem Investor aber bei vielen Immobilienaktien häufig nicht vollständig zur Verfügung steht. Gründe hierfür sind häufig ein zu niedriger Free-Float und schwache Umsätze im Börsenhandel. Zudem erfahren (offene) Immobilienfonds eine deutlich grössere Wahrnehmung bei den Anlegern durch die Werbung der Banken, für die diese Fonds oftmals eine sehr lukrative Ertragsquelle sind. Immobilienaktien stehen somit insbesondere mit offenen Immobilienfonds im Wettbewerb um Investorengelder, die bis dato die offenen Immobilienfonds zum Grossteil für sich haben vereinnahmen können. Ein aus unserer Sicht wichtiger Erfolgsfaktor ist die Managementgebühr, die der Anleger für ein Investment in einem Immobilienportfolio tragen muss. Das Total Expense Ratio der Deutschen EuroShop beträgt weniger als 0,5% des Eigenkapitals und liegt damit unter den jährlichen Verwaltungsgebühren von offenen Immobilienfonds, die sich aktuell in Deutschland zwischen 0,5% und 0,6% des Verkehrswertes der Immobilien bewegen. Bei Immobilienfonds kommen i.d.R. Aufschläge beim Kauf der Fondsanteile hinzu, die je nach Fonds zwischen 5,00% und 5,25% liegen. Bei einer erwarteten jährlichen Rendite von Immobilienfonds von 5,00% bis 6,00% bedeutet dies, dass ein Investment in einen Fonds im ersten Jahr für den Investor keine oder kaum eine Rendite bereit hält. Im Rendite/Risiko-Vergleich erzielen offene Immobilienfonds bei geringem Risiko insgesamt eine befriedigende Rendite. Immobilienaktien erzielen i.d.R. eine höhere Rendite, allerdings trägt der Investor grundsätzlich ein höheres Risiko. Hier ist allerdings zu berücksichtigen, dass unter dem Begriff Immobilienaktien sowohl Bestandshalter als auch Projektentwickler subsumiert werden und beide Gruppen unterschiedliche Risikoprofile besitzen. Die Deutsche



Die Deutsche EuroShop ist aus unserer Sicht ein dynamischer Immobilienfonds auf Aktien

EuroShop gehört zur Gruppe der aktiven Bestandsverwalter und ist vom Investmentcharakter aus unserer Sicht ein dynamischer Immobilienfonds auf Aktien und damit mit erhöhter Fungibilität der einzelnen Anteile. Die in der Grafik erkennbare geringere Rendite/Risiko-Attraktivität deutscher Immobilienaktien ggü. europäischen Immobilienaktien führen wir auf den geringen Bekanntheitsgrad der Anlageform Immobilienaktie und einen grösseren Anteil an risikoreichen Projektentwicklern in Deutschland zurück.

Unterschiede bei Immobilienanlageformen

	Immobilien-AGs	Offene Immobilienfonds	Geschlossene Immobilienfonds
Anlagepolitik	Bei bestandshaltenden Gesellschaften gibt es festgelegte Investitionsstrategien. Bei Firmen aus Industrieunternehmen existieren oft schwer beurteilbare Altbestände.	In der Regel auf grossvolumige Gewerbeobjekte beschränkt (Büros, Läden, Betreiberobjekte). Wohnungen spielen keine Rolle.	Nach Auslaufen der Sonder-Afa in den neuen Bundesländern werden vornehmlich in- und ausländische Renditeobjekte angeboten.
Zielgruppe	Klein- und Grossanleger, Anlage ab einer Aktie möglich.	Klein- und Privatanleger, Anlage ab 50 Euro möglich.	Steuer- oder renditeorientierte Anleger, Anlagesumme meist ab 10.000 Euro oder mehr.
Fungibilität	Aktienverkauf jederzeit zu geringen Gebühren über die Börse möglich.	Anteilsrückgabe jederzeit möglich. Bei kurzer Haltezeit fällt der Ausgabeaufschlag stark ins Gewicht.	Anteilsverkauf schwierig, Steuer- und Wertrisiken bei vorzeitigem Ausstieg
Transparenz	Die aktienrechtlichen Bilanzierungs- und Publizitätsvorschriften sorgen für hohe Transparenz, allerdings mangelt es an verbindlichen Analysemethoden.	Meist nur summarische Angaben zu den Fondsobjekten. Bewertung durch Gutachterausschüsse und nicht durch den Markt. Keine Einzelangaben.	Transparenz sollte durch jährliche Geschäftsberichte und durch die geringe Anzahl von Objekten vorhanden sein.
Steuern	Steuroptimierung durch die Verwaltung. Spekulationsgewinne nach einem Jahr Haltefrist steuerfrei, Dividende z.T. steuerpflichtig.	Teilweise steuerfreie und weitgehend konstante Ausschüttungen.	Steuerorientierung oft im Vordergrund, bislang hohe Verlustzuweisungen (künftig durch Steuerreform eingeschränkt), teilweise steuerfreie Ausschüttungen.
Chancen	Wertentwicklung des Bestandes, Gewinne aus Bestandsumschichtung und durch Entwicklung von Immobilien.	Stabile Kurs- und Ausschüttungspolitik auf Basis der Wertentwicklung des Bestandes. Seltener Gewinne aus Bestandsumschichtung.	Steuervorteile, hohe laufende Rendite, langfristig Wertsteigerungschancen möglich.
Risiken	Risiken durch Immobilienentwicklung möglich. In Deutschland derzeit geringes Handelsvolumen der Aktien.	Geringes Risiko durch grosses Vermögen und breite Steuung. Hoher Bedarf an freier Liquidität, da Anleger jederzeit Anteile zurückgeben können.	Keine Risikostreuung: Anlageerfolg hängt ausschliesslich von einer oder wenigen Fondsimmobilen ab.

Quelle: Bulwien 2002; Independent Research

Strategie der Gesellschaft

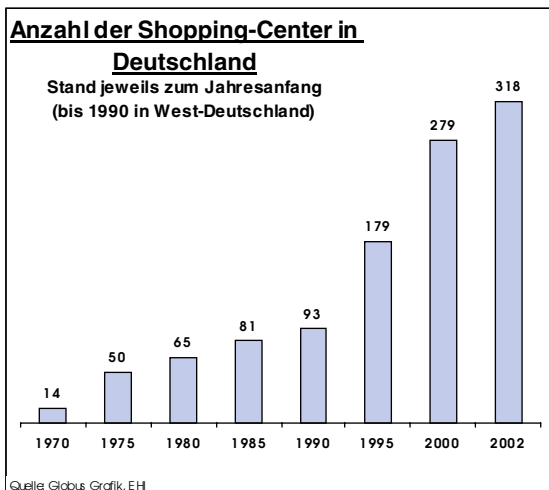
Mit der Konzentration auf Einkaufszentren besitzt die Deutsche EuroShop eine klare Investmentstrategie

Im Vergleich zu vielen anderen in Deutschland notierten Immobilienaktiengesellschaften hat die Deutsche EuroShop mit der Fokussierung auf Einkaufszentren einen aus unserer Sicht bedeutenden Vorteil. Viele Gesellschaften sind aus Industrieunternehmen, Finanzdienstleistern und staatsnahen Unternehmen mit hohem Immobilienbestand heraus entstanden. Damit weisen diese traditionellen deutschen Immobilien-AGs ein über Jahrzehnte gewachsenen Immobilienbestand auf, der meist von der Herkunft und ehemaligen Geschäftstätigkeit der Unternehmen geprägt und entsprechend heterogen und wenig strategisch ist. Nach unserer Einschätzung bedeutet ein heterogener Bestand an Immobilien nicht notwendigerweise eine Diversifikation der Investments, sondern ist hinsichtlich eines renditeorientierten Portfolio-Managements aufgrund der fehlenden Fokussierung hinderlich. Mit der Konzentration auf Einkaufszentren besitzt die Deutsche EuroShop nicht nur eine klare Investmentstrategie, sondern ist im Vergleich zu anderen Gesellschaften von konjunkturellen Bewegungen, die die Auslastung von Immobilien und die Mieteinnahmen bestimmen, deutlich unabhängiger. Während gegenwärtig vor allem in den Metropolen aufgrund der unerfreulichen konjunkturellen Entwicklung das

Mietniveau für Wohn- und Büroimmobilien sinkt und die Branche über hohe Leerstände klagt, ist die Ertragsbasis der Deutschen EuroShop aufgrund des verhältnismässig stabilen Privatkonsums nicht in diesem hohen Grad betroffen: Die Umsatzrückgänge im Einzelhandel in den Top-Lagen sind zwar spürbar, halten sich aber insgesamt in Grenzen. Einzelhändler in Randlagen sind hier in einer deutlich schlechteren Position. Gerade Shoppingcenter mit ihrem oftmals umfangreichen Rahmenprogrammen (Aktionen und Ausstellungen zu den verschiedenen Jahreszeiten, Handwerker messen, Kinderfesten etc.) üben eine hohe Attraktivität auf die Besucher aus. Hinzu kommt, dass Einzelhändler anders als Industriebetriebe wesentlich ortsgebundener sind und somit auch in konjunkturell schwachen Zeiten selten ihre Standorte wechseln, da dies i.d.R. mit einem Rückgang der Besucherzahlen einhergeht. Ein einmal eingeführter Standort ist für Einzelhändler ein wichtiges Asset und wird häufig nur dann aufgegeben, wenn mit keiner ausreichenden Erholung des wirtschaftlichen Erfolges in Zukunft gerechnet wird. Das Geschäftsmodell der Deutschen EuroShop sieht vor,

dass die Mieten abhängig vom Umsatzerfolg des Einzelhändlers bemessen werden. Zudem wird eine Mindestmiete vereinbart. Dies führt dazu, dass die Deutsche EuroShop als Eigentümerin eines Einkaufszentrums vom Erfolg der Mieter profitiert, andererseits in einer konjunkturellen Schwächeperiode einen Mindestertrag pro Ladeneinheit erzielt. Ferner achtet die Deutsche EuroShop in ihren Einkaufszentren darauf, dass die Bausubstanz nicht nur erhalten bleibt, sondern zusätzlich den geänderten Kundenbedürfnissen (Mieter und Besucher der Einkaufszentren) laufend angepasst wird. Ein aktives Mietmanagement dient dazu die Struktur der Einzelhändler in einem Einkaufszentrum ausgewogen und zugleich attraktiv für die Besucher zu gestalten. Das Management der einzelnen Einkaufszentren auf der operativen Ebene wird über Outsourcing-Dienstleister wie beispielsweise durch die ECE Projektmanagement oder Unibail bewerkstelligt. Die ECE Projektmanagement ist auf diesem Gebiet in Europa Marktführerin und seit mehreren Jahren existieren enge Geschäftsbeziehungen. Einer der beiden Vorstände der Deutschen EuroShop hat als leitender Mitarbeiter bei der ECE lange Jahre das Geschäft mit Einkaufszentren kennen gelernt und verfügt damit über umfangreiches Branchen-Know-How.

Das Geschäftsmodell sieht vor, dass die Mieten abhängig vom Umsatzerfolg des Einzelhändlers bemessen werden



Das Portfolio

Vom Eigenkapital in Höhe von 600 Mio. Euro sind bereits 527 Mio. Euro in Immobilien investiert

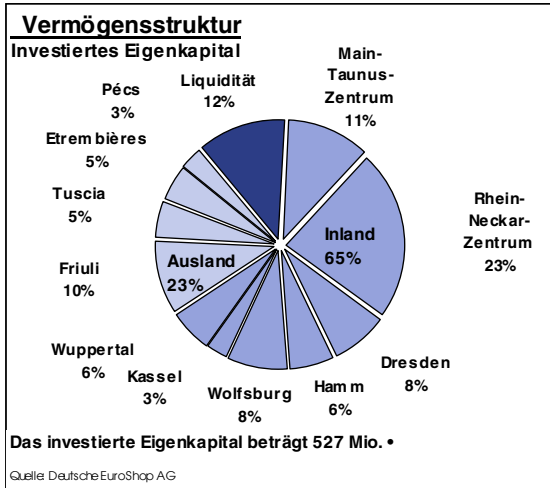
Die Deutsche EuroShop ist eine noch junge Gesellschaft, denn die Geschäftstätigkeit wurde erst Ende 2000 aufgenommen, nachdem die Gründung bereits im Jahr 1997 erfolgt war. Ausgestattet wurde die Deutsche EuroShop mit einem Eigenkapital von 600 Mio. Euro, von denen derzeit rd. 527 Mio. Euro in elf verschiedenen Einkaufszentren investiert wurden. Davon stehen sieben Shopping-Center in Deutschland, zwei in Italien und jeweils eines in Frankreich und Ungarn. Die meisten Einkaufszentren befinden sich nicht in den grossen Metropolen wie Berlin, Hamburg oder München, sondern an überregional bedeutenden Standorten wie Dresden, Wuppertal, Wolfsburg u.a. Die Deutsche EuroShop konzentriert sich auf Standorte, in denen sich ein Einkaufszentrum einen dominierenden Stellenwert erarbeiten kann. Die gewählten Standorte sind etabliert und befinden sich in sog. 1A-Lagen. Die Objekte sind alle - ausser Pécs, Ungarn - nahezu vollständig vermietet. Der Vermietungsstand in Pécs liegt gegenwärtig bei 82%; hierbei ist allerdings zu beachten, dass sich dieses Zentrum erst im Bau befindet und im Frühjahr 2004 eröffnet werden soll. Die Mietfläche aller elf Objekte beträgt insgesamt 411.000 qm, die mit über 16.000 Parkplätzen und rd. 900 Geschäften ausgestattet sind. Kumuliert kommen die elf Einkaufszentren auf ein Einzugsgebiet von 9,6 Mio. Einwohnern. Entsprechend ihrer Beteiligungsverhältnisse verfügt die Deutsche EuroShop über eine Mietfläche von 272.300 qm. Zu den Mietern gehören viele bekannte Namen wie Galeria Kaufhof, Karstadt, Saturn, Peek & Cloppenburg,

	Standort	Beteiligung	Stellplätze	Geschäfte	Vermietungsstand
Main-Taunus-Zentrum	Frankfurt	37,4%	5.000	rd. 100	100%
Rhein-Neckar-Zentrum	Viernheim	92,8%	3.500	rd. 100	100%
Altmarkt-Galerie	Dresden	50,0%	520	rd. 100	94%
Allee-Center	Hamm	87,7%	1.290	rd. 80	100%
City-Galerie	Wolfsburg	89,0%	800	rd. 90	100%
City-Point	Kassel	40,0%	200	rd. 70	100%
City-Arkaden	Wuppertal	72,0%	650	rd. 90	100%
Centro Commerciale Friuli	Udine, Italien	92,8%	1.500	rd. 50	100%
Centro Commerciale Tuscia	Viterbo, Italien	99,9%	1.100	rd. 40	99%
Shopping Etrembières	Annemasse, Frankreich	92,8%	1.000	rd. 50	100%
Pécs Árkád	Pécs, Ungarn	50,0%	850	rd. 130	82%

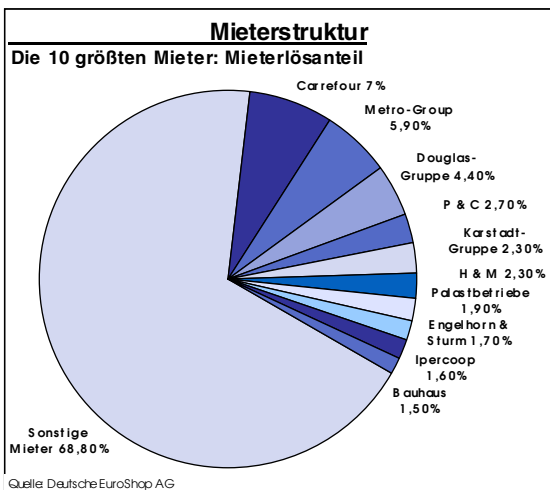
	Einzugsgebiet	Eröffnung - Investition	Umsatzerlöse (Euro)	Beteiligungserträge (Euro)	Beteiligung
Main-Taunus-Zentrum	2,2 Mo. Einw.	Okt 01	-	2.809.000	37,4%
Rhein-Neckar-Zentrum	1,4 Mo. Einw.	Nov 02	12.537.000	* 9.397.000	92,8%
Altmarkt-Galerie	1,0 Mo. Einw.	Sep 02	-	771.000	50,0%
Allee-Center	1,0 Mo. Einw.	Mrz 92	8.704.000	2.280.000	86,8%
City-Galerie	0,6 Mo. Einw.	Sep 01	7.704.000	3.031.000	89,0%
City-Point	0,8 Mo. Einw.	Feb 02	-	969.000	40,0%
City-Arkaden	0,7 Mo. Einw.	Okt 01	7.587.000	2.141.000	72,0%
Centro Commerciale Friuli	0,3 Mo. Einw.	93	* 4.293.000	-	92,8%
Centro Commerciale Tuscia	0,3 Mo. Einw.	98	2.465.000	1.741.000	99,9%
Shopping Etrembières	0,8 Mo. Einw.	94	* 3.201.000	-	92,8%
Pécs Árkád	0,5 Mo. Einw.	Frühjahr 04	-	-	50,0%

* Objekte Shopping Etrembières und CC Friuli in den Zahlen zum Rhein-Neckar-Zentrum enthalten

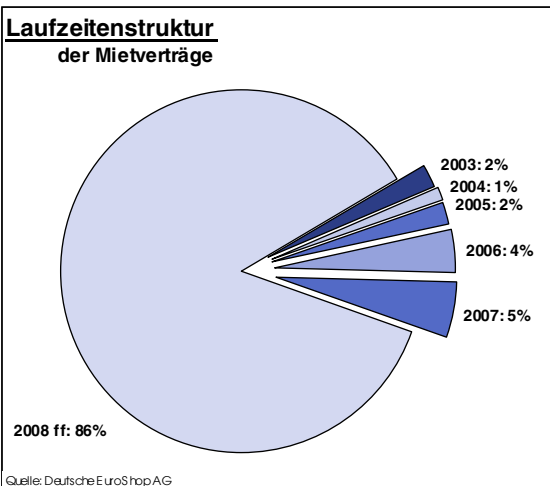
Quelle: Deutsche EuroShop



MediaMarkt, H&M u.a. Die Mieterstruktur ist insgesamt breit gefächert, so dass die Abhängigkeit von einem Mieter verhältnismässig gering ist. Gemessen an den Mieterlösen gehört Carrefour mit 7,0%, die Metro-Gruppe mit 5,9% und die Douglas-Gruppe mit 4,4% zu den grössten Mietern. Diese fragmentierte Mieterstruktur stellt sicher, dass bei einem Mietersausfall kein Dominoeffekt auf die Ertragslage der Deutschen EuroShop durchschlagen kann. Im abgelaufenen Geschäftsjahr betrug die Mietersausfälle ca. 1% der Erlössumme und dies ist ausgesprochen niedrig. Um eine hohe Planbarkeit zu gewährleisten, sind die aktuellen Laufzeiten der Mietverträge von hoher Bedeutung. Mehr als 90% der Mietverträge - gemessen an den Mieterlösen - haben eine lange Laufzeit bis nach 2006. Dies ist gegenwärtig über den Aspekt der Planbarkeit der Mieterlöse hinweg von Interesse, da das jeweilige konjunkturelle Klima beim Abschluss bzw. Verlängerung eines Mietvertrages von grosser Bedeutung ist. Wir gehen davon aus, dass die gegenwärtige konjunkturelle Schwäche weiterhin unerfreuliche Auswirkungen im laufenden und im kommenden Jahr auf dem Mietmarkt hat. Die günstige Laufzeitenstruktur der Mietverträge lässt es zu, dass keine Neuverhandlungen im grossen Stil anstehen, die möglicherweise zu Lasten der Deutschen EuroShop gehen könnten. Die Liquiditätsreserve von 72 Mio. Euro sollen noch dieses Jahr in zwei oder drei Beteiligungen fliessen. Darüber hinaus ist mittel- bis langfristig eine Kapitalerhöhung für weitere umfangreiche Investments denkbar. Die Entwicklung neuer Einkaufszentren hat in Deutschland weiteres Potential. Im europäischen Vergleich liegt Deutschland mit 116 qm Verkaufsfläche pro 1.000 Bewohner an 14. Stelle. Trotz rascher Ausbreitung der Einkaufszentren, kommt Deutschland nur auf ein Drittel der in Grossbritannien und Frankreich betriebenen Anzahl. Nach Angaben des Deutschen Seminars für Städtebau und Wirtschaft liegt dagegen der in Deutschland erzielbare Umsatz pro qm Verkaufsfläche bei rd. 335.000 Euro pro Jahr über dem europäischen Durchschnitt von 269.000 Euro.



Finanzen



Ein Langfristvergleich historischer Ergebnisgrössen und deren Entwicklung ist aufgrund des sehr jungen Alters der Gesellschaft nur eingeschränkt möglich. Zwar existiert mit dem Börsenzulassungsprospekt ein Pro-forma-Geschäftsabschluss für das Geschäftsjahr 1999, dieser ist allerdings nur bedingt vergleichbar mit den regulären Abschlüssen ab dem Jahr 2000. So existiert beispielsweise keine im historischen Verlauf passende Kapitalflussrechnung für 2000, da hierzu die Pro-forma-Bilanzzahlen für 1999 nicht die notwendige Vergleichbarkeit geben können. Hinzu kommt, dass die Deutsche EuroShop gegenwärtig noch nach HGB und noch nicht nach IAS bilanziert und es hier aufgrund bestimmter Rechnungslegungsgrundsätze – beispielsweise in der Konsolidierung von verlustausweisenden Beteiligungen – zu Diskrepanzen im Ausweis der tatsächlichen wirtschaftlichen Leistungserbringung auf AG- und Konzern-Ebene kommt. Vor diesem Hintergrund zieht die Deutsche EuroShop – wie andere Immobiliengesellschaften auch – den

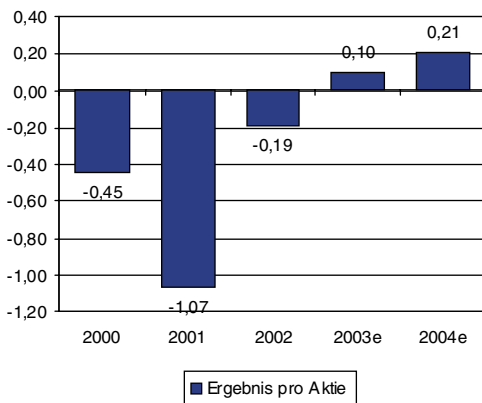
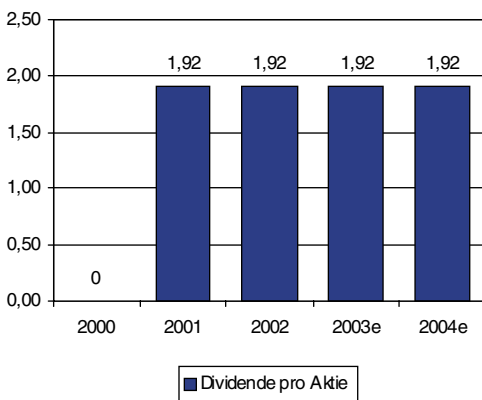
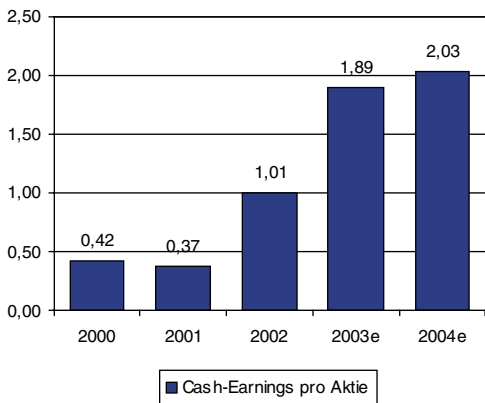
Als massgebliche Erfolgszahl zieht die Deutsche EuroShop das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der AG heran

Ausweis der Zahlen der AG denen des Konzerns vor. Als massgebliche Erfolgszahl wird das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der AG vom Management der Deutschen EuroShop herangezogen. Diese Zahl stellt den tatsächlichen Zufluss an finanziellen Mitteln aus den verschiedenen Beteiligungen an den Einkaufszentren dar. Da der Grossteil der in der Gewinn- und Verlustrechnung ausgewiesenen Steuerlast einen latenten Charakter besitzt, erhöht sich zwar die entsprechende Position auf der Passivseite der Bilanz, es kommt aber zu keinen Abflüssen. Somit ist das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit eine gute Näherung für den ausschüttungsfähigen Free-Cash-Flow. Dieser konnte im letzten Geschäftsjahr um erfreuliche 37% auf 24,8 (18,1) Mio. Euro gesteigert werden. Massgeblichen Einfluss hatten die Erträge aus den Beteiligungen, die im Vergleich zum Vorjahr um über 80% auf 23,1 (12,6) Mio. Euro anwachsen

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
10. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	10,89	-12,31	4,89	10,50	12,37
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
13. Jahresüberschuss	6,97	-16,78	-3,00	1,60	3,29
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
18. Konzernbilanzgewinn	6,62	0,64	8,85	11,45	12,23
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
9. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	10,89	18,07	24,81	27,60	28,93
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
12. Jahresüberschuss	6,97	14,35	18,27	20,30	21,26
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
17. Konzernbilanzgewinn	6,62	30,00	30,00	30,00	30,00
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

Entwicklung einiger Kennzahlen auf Konzern-Ebene



Quelle: Deutsche EuroShop; Independent Research

konnten. Damit übertrafen die Beteiligungserträge die ursprüngliche Planung des Unternehmen um rd. 3 Mio. Euro, die sich aus höheren Restausschüttungen aus dem Jahr 2001 und durch positive Veränderungen in den Zinssalden einzelner Beteiligungen ergeben haben. Der Personalaufwand stieg in 2002 deutlich auf 0,47 Mio. Euro und reflektiert die neue Unternehmensstrategie, ursprünglich von der DB Real Estate durchgeführte Dienstleistungen nunmehr im Unternehmen selbst durchzuführen. Dafür hat die DB Real Estate in 2002 rd. 1,8 Mio. Euro von der Deutschen EuroShop bekommen. Entsprechend wurden die dafür benötigten Personalkapazitäten aufgebaut. Die Erhöhung der sonstigen betrieblichen Aufwendungen von 1,3 auf 2,4 Mio. Euro enthält vor allem eine Rückstellung von rd. 0,5 Mio. Euro im Zusammenhang mit der vorzeitigen Beendigung des Outsourcing-Vertrags mit der DB Real Estate und eine Spende von 0,5 Mio. Euro an die Opfer des Hochwassers in Dresden. Somit stieg der Jahresüberschuss auf AG-Ebene im letzten Jahr um 27% auf 18,3 (14,4) Mio. Euro. Durch eine Entnahme aus der Kapitalrücklage von 12,6 Mio. Euro konnte die Gesellschaft unter Berücksichtigung einer gesetzlich vorgeschriebenen Einstellung in die Gewinnrücklage von 0,9 Mio. Euro den entstandenen Bilanzgewinn von 30 (30) Mio. Euro an ihre Aktionäre ausschütten. Dies entspricht einer Dividende pro Aktie von 1,92 Euro. Das Besondere an dieser Dividendenzahlung ist, dass sie für den Aktionär steuerfrei ist, da sie unter steuerrechtlicher Betrachtung nicht aus erwirtschafteten Gewinnen ausgezahlt wird, sondern eine Art Rückzahlung darstellt. Hintergrund hier ist eine bei der Gründung beabsichtigte steuermindernde Komponente, die für die ersten Jahre der Gesellschaft eine steuerfreie Ausschüttung garantiert. Da zwar faktisch, aber nicht steuerrechtlich Gewinne in der Gesellschaft anfallen, ersetzen die faktischen Mittelzuflüsse sukzessive die zuvor für die Investitionen benötigten Eigenmittel. Die somit freiwerdenden Eigenmittel können dann den Aktionären aus den Kapitalrücklagen zurückgegeben werden. (Überwiegende) Quelle der Ausschüttung sind dabei aber nach wie vor die erwirtschafteten Liquiditätsüberschüsse der Gesellschaft. Wir gehen davon aus, dass die Steuerfreiheit der Dividende mit dieser Konstruktion die nächsten sechs bis acht Jahre gewährleistet ist und damit für die gegenwärtigen Aktionäre ein zusätzliches willkommenes Add-on ihres Investments ist. Diese Konstruktion ist in der Branche bei Errichtung solcher Immobilieninvestmentgesellschaften durchaus üblich und wird beispielsweise auf ähnliche Art und Weise bei der Deutschen Wohnen AG angewandt.

Auf Konzernebene konnten die Umsatzerlöse aus Mieteinnahmen aufgrund der in 2002 erstmals über das gesamte Geschäftsjahr erfolgten Konsolidierungen der Einkaufszentren in Wuppertal, Wolfsburg und Tuscia von 22,7 Mio. Euro auf 46,5 Mio. Euro gesteigert werden. Hinzu kam die Aufnahme des Einkaufszentrums in Hamm in das Objektportfolio. Parallel dazu stiegen die Abschreibungen ggü. dem Vorjahr von 11,9 auf 21,6 Mio. Euro. Die Abschreibungen wurden bei inländischen Objekten mit dem steuerlich zulässigen Höchstmass angesetzt. Die Beteiligungserträge stiegen im Zuge der Fertigstellung der Objekte in Kassel und Dresden um über 60% auf 4,5 (2,8) Mio. Euro. Die geringen Zinserträge ergeben sich durch die sinkenden liquiden Mit-

Die Bilanz ist mit einer Eigenkapitalquote von über 55% stark

Gegenwärtig zahlt die Deutsche Euroshop nahezu keine Steuern - dies führt zur Bildung von hohen latenten Steuern

tel infolge der im letzten Jahr getätigten Investitionen, während sich der Zinsaufwand durch Optimierungen und dem historisch niedrigen Zinsniveau ebenfalls reduzierte. Damit erreichte die Gesellschaft mit 4,9 (-12,3) Mio. Euro ein deutlich positives Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit. Parallel dazu verringerte sich der Jahresfehlbetrag auf Konzernebene auf -3,0 (-16,8) Mio. Euro. Die Konzern-Bilanz der Deutschen EuroShop ist mit einer Eigenkapitalquote von 55,6% (64,0%) weiterhin sehr stark und soll nach Aussagen des Managements auch in Zukunft bei min. 45% beibehalten werden. Der Grossteil der Verbindlichkeiten ggü. Kreditinstituten haben zu 90% eine Restlaufzeit von über fünf Jahren und werden aufgrund der soliden Bilanzsituation der Gesellschaft günstig mit einem Zinssatz von 4,62% verzinst (Stand: Ende Dezember 2002).

Der Zusammenhang zwischen der Gewinn- und Verlustrechnung auf AG- und Konzern-Ebene macht eine von der Deutschen EuroShop veröffentlichte Übergangsrechnung deutlich. Wie bereits angedeutet, zahlt die Deutsche EuroShop nahezu keine Steuern, sondern es werden umfangreiche latente Steuern in der Bilanz gebildet. Grund hierfür sind die umfangreichen und zugleich steuerschonenden Abschreibungen auf die verschiedenen Immobilienobjekte. Anders als bei herkömmlichen Anlagegütern kann bei Immobilien die Diskrepanz zwischen kontinuierlich sinkendem Buchwert und dem tatsächlichen Verkehrswert sukzessive von Jahr zu Jahr grösser werden. Insbesondere in hervorragenden und etablierten Lagen unterliegt das Ertragspotential der Immobilienobjekte keiner Erosion über die Zeit hinweg, sondern es ist sogar möglich, dass der Wert einer Immobilie steigt. Damit müssen nicht die buchhalterisch ermittelten Abschreibungen für die Erhaltung des Ertragspotentials eingesetzt werden und dienen somit als interne Finanzierungsquelle bzw. können ausgeschüttet werden. In der Übergangsrechnung machen die Abschreibungen den bei weitem grössten Posten aus. Der Aufwand der Investitionsphase resultiert aus Aufwendungen innerhalb der Investitionsphase, die rechtlich als Aufwand gebucht werden müssen, die aber aus Investitionsmittel beglichen werden und nicht die faktischen operativen Gewinne vermindern. Die restlichen Posten der Übergangsrechnung erklären sich von selbst bzw. sind von untergeordnetem Interesse.

Überleitungsrechnung (in Mio. Euro)	2001	2002	2003e	2004e
Jahresergebnis des Konzerns	-16,78	-3,00	1,58	3,29
+ Abschreibungen	11,85	21,60	22,33	22,60
+ Aufwand der Investitionsphase	23,20	2,45	0,00	0,00
- Zuführung zur Liquiditätsreserve	-0,29	-0,75	-1,04	-1,73
- Anteile Dritter	-1,14	-2,33	-2,37	-2,70
- / + Ausschüttungsüberhang	-2,50	0,29	-0,19	-0,20
= Jahresergebnis der AG	14,35	18,27	20,30	21,26
+ Steuern	3,72	6,54	7,30	7,67
=Erg. d. gewöhnlichen Geschäftstätigkeit der AG (=Näherung Free Cash Flow)	18,07	24,81	27,60	28,93

Quelle: Deutsche EuroShop; Independent Research

Positiver Trend aus dem abgelaufenen Geschäftsjahr ist für 2003 und 2004 weiterhin intakt

Für das laufende Geschäftsjahr gehen wir von einer Fortführung des positiven Trends aus dem Jahr 2002 aus. Ertragssteigerungen kommen insbesondere aus der ganzjährigen Konsolidierung kürzlich getätigter Investments bzw. neu eröffneter Einkaufszentren. Wir halten die unternehmenseigenen Planungen aufgrund der langfristigen Mietverträge für plausibel und gehen mit dem für 2003 vorgestellten Budget konform. Damit gehen wir davon aus, dass die Deutsche EuroShop in 2003 auf AG-Ebene das Er-

Unsere Schätzung für 2004 halten wir für konservativ

gebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit um 11% auf 27,6 (24,8) Mio. Euro und im kommenden Jahr 2004 um 5% auf 28,9 Mio. Euro steigern kann. Den moderaten Anstieg in 2004 haben wir vor dem Hintergrund einer möglichen länger anhaltenden schwachen Konjunktur, die sowohl ein anhaltendes niedriges Konsumniveau als auch erhöhte Mietausfälle mit sich bringen kann, bewusst konservativ gewählt. Insgesamt sind wir für die Entwicklung der Mieten und Leerstände aufgrund der Fokussierung der Gesellschaft auf Einkaufszentren wesentlich optimistischer als wir es für den Markt herkömmlicher Immobilien - d.h. Wohnraum, Büro- oder Industrieimmobilien - sind. Parallel dazu wird die Deutsche EuroShop nach unserer Einschätzung im laufenden Geschäftsjahr mit 1,6 (-3,0) Mio. Euro wieder ein positives Jahresergebnis ausweisen können, dass im kommenden Jahr leicht auf 3,3 Mio. Euro gesteigert werden kann. Die Dividende wird nach unserer Einschätzung sowohl in 2003 als auch 2004 auf dem aktuellen hohen Niveau von 1,92 Euro beibehalten werden.

Bewertung

Für die Bewertung von Immobilienaktien sind die Dividendenrendite, der Net Asset Value und der Multiplikator EBITDA/EV wichtige Kenngrößen

Die Bewertung einer Immobilienaktie weist einige Besonderheiten auf, die einen Vergleich mittels herkömmlicher Multiplikatoren wie dem KGV oder dem EV/EBIT schwierig machen. Aufgrund des besonderen Spielraums hinsichtlich der Minimierung der Steuerlast im Immobiliensektor entspricht die Gewinnermittlung i.d.R. nicht dem tatsächlichen und ausschüttungsfähigen Zufluss an finanziellen Mitteln. Hinzu kommt, dass die hohen Abschreibungen auf Immobilien den tatsächlichen Wertverzehr des jeweiligen Objektes inkl. Berücksichtigung der Instandhaltungskosten überragen. Vor diesem Hintergrund raten wir von einer Bewertung mittels Multiplikatoren, die hauptsächlich auf Werte der Gewinn- und Verlustrechnung basieren, ab. Als sinnvoll bewerten wir dagegen den Vergleich verschiedener Immobilien-Aktien mittels der Dividendenrendite, dem Net Asset Value pro Aktie und Kennzahlen, die auf den erwirtschafteten operativen Cash-Flow abstellen. Der Net Asset Value stellt den Marktwert der Immobilien inklusive der stillen Reserven abzüglich der Verbindlichkeiten der Immobilien-AG dar. Als Kennzahl favorisieren wir vor allem das EBITDA zum Enterprise-Value, wobei das EBITDA die operative Ertragskraft des Unternehmens ähnlich dem operativen Cash-Flow widerspiegelt. Damit entspricht das EBITDA zum Enterprise Value der Verzinsung der operativen Ertragskraft auf den gesamten Unternehmenswert (Eigen- und Fremdkapital). Diese Kennzahlen bieten zwar einen ersten qualitativen Vergleich zwischen verschiedenen Immobilien-

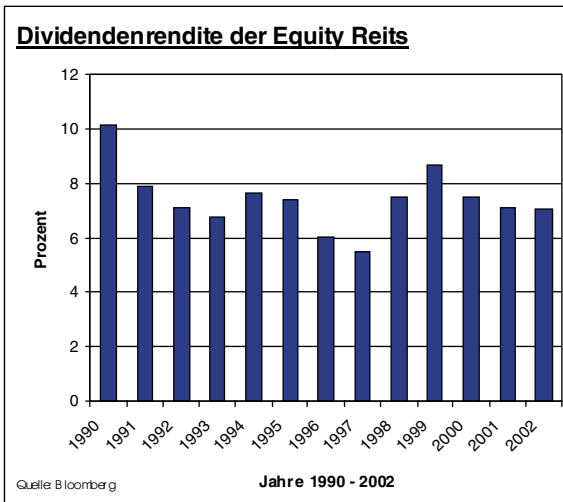
Vergleich mit anderen Immobilienaktien	Kurs am 21.07.2003 Euro	Mkt Cap am 21.07.2003 Mio. Euro	Dividende 2002 Euro	Dividendenrendite %	NAV 2002 Mio. Euro	EBITDA 2002 Mio. Euro	EBITDA /EV %
Deutsche EuroShop AG	31,23	488	1,92	6,1%	n.a.	37,03	4,5%
Deutsche Wohnen AG	150,10	600	10,00	6,7%	911,6	69,59	5,6%
RSE	21,50	865	0,00	0,0%	n.a.	-0,07	n.a.
IVG Holding AG	7,49	868	0,34	4,5%	1.642,3	350,30	11,1%
Bayerische Immobilien AG	24,21	2.323	0,26	1,1%	3.248,5	254,70	6,7%
WCM	2,16	624	0,00	0,0%	n.a.	-164,69	n.a.

Quelle: Unternehmen, Bloomberg, Independent Research

Die Aktie der Deutschen EuroShop besitzt eine attraktive Dividendenrendite

aktien, hinsichtlich der verschiedenen Geschäftsmodelle und unterschiedlichen Objektbestand ist aus unserer Sicht ein direktes Ableiten eines fairen Wertes für die Aktie der Deutsche EuroShop allerdings nicht möglich. Für den Vergleich haben wir in Deutschland notierte, grössere Aktiengesellschaften herangezogen. Deutlich sichtbar wird die hohe Dividendenrendite der Deutschen EuroShop, die nur von der Deutschen Wohnen AG übertroffen wird. Das verhältnismässig niedrige Verhältnis EBITDA / EV der Deutschen EuroShop spiegelt den gegenwärtigen noch nicht vollends abgeschlossenen Aufbau des Immobilienportfolios wider. Zudem wurde aufgrund von handelsrechtlichen Beschränkungen einige Gesellschaften nicht konsolidiert (Konsolidierungseffekt). Wir erwarten, dass hier im laufenden Jahr eine substantielle Verbesserung stattfinden wird. Drei der insgesamt sechs dargestellten Unternehmen weisen keinen Net Asset Value ihrer Portfolios aus, trotzdem wird bereits deutlich, dass Immobilienaktien zwar zum einen durch den Marktwert der Objekte z.T. abgesichert sind, die geringe Fungibilität der Anlagegattung Immobilien führt allerdings zu deutlichen Abschlägen in der Marktkapitalisierung im Vergleich zum festgestellten Nettomarktwert der Objekte zwischen 30% und 50%. Im Zuge der Anstrengungen der Deutschen EuroShop hinsichtlich Transparenz für den Kapitalmarkt, wird das Unternehmen in Zukunft - in 2004 - mit der Veröffentlichung eines Net Asset Value beginnen.

Nach unserem Verständnis positioniert sich die Deutsche EuroShop auf dem Börsenparkett als dynamischen Immobilienfonds auf Aktien. Entsprechend wichtig ist für den Investor die jährliche Ausschüttung des Fonds und dies deckt sich mit dem selbstgesteckten Ziel, die ausschüttungsfähigen Erträge auch tatsächlich an die Anteilseigner auszubezahlen.



Die Deutsche EuroShop als Portfolio ist so angelegt, dass die Aktionäre zumindest einen Jahr für Jahr konstanten, wenn nicht sogar einen leicht steigenden Zahlungsstrom erwarten können. Die Steigerung der Dividende kommt zustande zum einen durch Inflationsausgleich in den Mietverträgen, durch Wachstum der Mieterträge im Zuge der Umsatzbeteiligung am jeweiligen Einzelhändler und durch Renditeverbesserungen im Zuge von Umschichtungen innerhalb des Portfolios. Vor diesem Hintergrund halten wir die Anwendung eines Discounted Dividend-Modells (DDM) zur Ermittlung eines fairen Unternehmenswertes für die Deutsche EuroShop besonders geeignet. Das in der Aktienanalyse ansonsten bevorzugte DCF-Modell ist unserer Ansicht bei der Bewertung der Deutschen EuroShop weniger gut geeignet, da die latenten Steuern einen wesentlichen Teil der Free-Cash-Flows darstellen und weder die Höhe noch der Zeitpunkt ihrer Auflösung mit einer genügend hohen Sicherheit geschätzt werden kann. Die latenten Steuern stehen insbesondere bei Umschichtungen im Immobilien-Portfolio zur Disposition und können zu substantiellen Steuer-

zahlungen und damit zu deutlich niedrigeren Free-Cash-Flows in einzelnen Jahren führen. Als Basis für unser DD-Modell nehmen wir den aktuellen Stand der Dividende. Wir gehen davon aus, dass die Deutsche EuroShop die Dividendenausschüttung alle fünf bis sechs Jahre um rd. 5% ansteigen lassen wird. Dies ergibt eine durchschnittlich jährliche Erhöhung der Dividende um 1% pro Jahr. Als Grundverzinsung ihres Kapitals erwarten die Investoren nach unserer Meinung mindestens ein ähnliches Niveau wie bei offenen Immobilienfonds in Deutschland, also eine Verzinsung zwischen 5% und 6%. Dies liegt am unteren Ende der Spannweite der Dividendenrendite amerikanischer REITS, die in den letzten fünfzehn Jahren zwischen 5,5% und 10% gelegen hat. Obwohl sich der Immobilienmarkt hinsichtlich Struktur und Preisentwicklung in den USA und Deutschland unterscheidet, unterstützt dies unsere vorsichtige Annahme einer geforderten

Wir gehen davon aus, dass die Dividendenausschüttung alle fünf bis sechs Jahre um rd. 5% angehoben werden kann

Wir nehmen eine Dividendenrendite von 6,25% und ein durchschnittliches Wachstum von 1% für unser Bewertungsmodell an

Dividendenrendite von 5% bis 6%. Aufgrund der vorteilhaften Fokussierung auf Einkaufszentren, wird die Deutsche EuroShop - nachdem sie ihre Mittel voll investiert hat - aus unserer Sicht in der Lage sein, eine leicht über den allgemeinen Immobilienmarkt liegende Rendite ihrer Investments zu realisieren, die nahezu vollständig an die Aktionäre ausgeschüttet wird. Somit nehmen wir als Basis unserer Unternehmenswertermittlung eine Dividendenrendite von 6,25% und ein durchschnittliches Wachstum der Dividende von 1% pro Jahr an.

$$\begin{aligned}
 \text{Rechnerisch fairer Aktienkurs} &= \frac{\text{aktuelle Dividende pro Aktie} \times (1 + \text{durchschnittliches Dividendenwachstum pro Jahr})}{\text{angestrebte Dividendenrendite} - \text{durchschnittliches Dividendenwachstum pro Jahr}} \\
 &= \frac{1,92 \times (1 + 0,01)}{0,0625 - 0,01} \\
 &= \frac{1,94}{0,0525} = 36,94 \text{ Euro pro Aktie}
 \end{aligned}$$

Unser Bewertungsmodell ermittelt einen rechnerisch fairen Wert der Aktie von rd. 37 Euro; damit ist die Aktie gegenwärtig deutlich unterbewertet

Unser Dividenden-Bewertungsmodell ermittelt einen rechnerisch fairen Kurs der Aktie von knapp 37,00 Euro. Bei einem aktuellen Aktienkurs von 31,23 Euro (Schlusskurs 21. Juli) weist damit die Aktie der Deutschen EuroShop gegenwärtig ein Kurspotential von 18% auf.

		Sensitivitätsanalyse - rechnerisch fairer Aktienkurs in Euro				
		durchschnittliches Dividendenwachstum p.a.				
		0,50%	0,75%	1,00%	1,25%	1,50%
vom Investor geforderte Dividendenrendite	5,00%	42,88	45,52	48,48	51,84	55,68
	5,25%	40,62	42,99	45,63	48,60	51,97
	5,50%	38,59	40,72	43,09	45,74	48,72
	5,75%	36,75	38,69	40,83	43,20	45,85
	6,00%	35,08	36,85	38,78	40,93	43,31
	6,25%	33,56	35,17	36,94	38,88	41,03
	6,50%	32,16	33,64	35,26	37,03	38,98

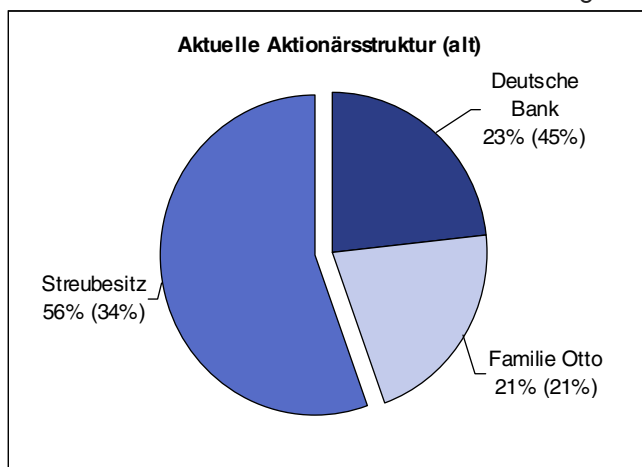
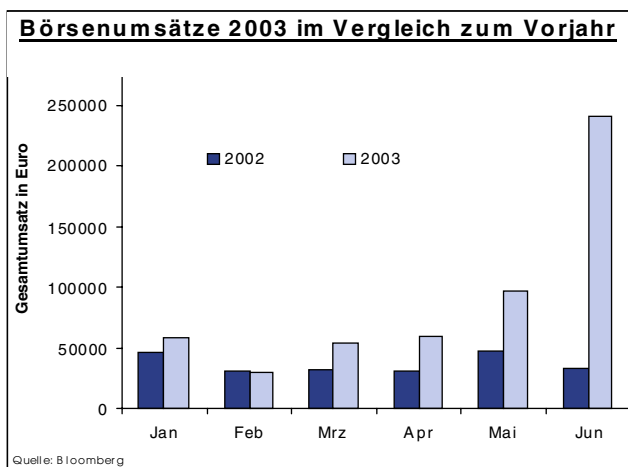
Quelle: Independent Research

Die Sensitivitätsanalyse gibt die Änderung des rechnerisch fairen Aktienkurses bei Änderung der beiden Inputvariablen „geforderte Dividendenrendite“ und „durchschnittliches Dividendenwachstum“ an.

Angestrebte Notierung in den MDAX

Wesentlicher Bestandteil der neuen Investor Relations-Strategie der Deutschen EuroShop ist das Ziel durch die Zugehörigkeit in einem Index die Wahrnehmung der eigenen Aktie durch institutionelle und private Anleger zu steigern. Mittel- bis langfristig wird eine Zugehörigkeit im MDAX und im EPRA, den Index der Branchenorganisation European Public Real Estate Association, angestrebt. Grundlage für eine Notierung im MDAX ist neben einigen qualitativen Merkmalen (Notierung im Prime Standard, ausgewogene Branchen-zusammensetzung des Index etc.) eine möglichst hohe Marktkapitalisierung des Free-Floats und ein hoher Umsatz im Börsenhandel. Mit der im Juni erfolgten Reduzierung der Beteiligung der Deutschen Bank an der Deutschen EuroShop stieg der Free-Float von zuvor 34,0% auf 55,6% und es ist davon auszugehen, dass die Deutsche Bank im Zuge ihrer gegenwärtigen Desinvestitionspolitik in absehbarer Zeit ihren Anteil am Unternehmen weiter deutlich verringern wird. Neben dem erhöhten Free-Float ist eine Erhöhung der Liquidität der Aktie auf der Börse für eine mögliche Aufnahme in einen Index unerlässlich. In den letzten Monaten war eine kontinuierliche Zunahme des Handelsvolumens im Vergleich zum korrespondierenden Vorjahresmonat deutlich zu erkennen. Um die Wahrnehmung und das Interesse an der Aktie zu erhöhen, hat die Deutsche EuroShop mit umfangreichen Massnahmen zur Verbesserung der Transparenz und der Investor Relations begonnen. Neben dem Neuaufbau der unternehmenseigenen

Die Deutsche EuroShop ist seit Mitte Juli im SDAX vertreten



Erfordernisse für den Erfolg einer Immobilienaktie auf dem Kapitalmarkt		Deutsche Euroshop
Transparenz	- Veröffentlichung Net Asset Value des Portfolios	geplant für 2004
	- Miet- & Pachteinahmen pro Objekt	(✓)
	- Auflistung der 10 grössten Mieter	✓
	- Bilanzierung nach IAS	geplant für 2005
Unternehmensstrategie	- Umsetzung einer klaren Fokussierungsstrategie	✓
Liquidität der Aktie	- Verringerung der Anteile der Grossaktionäre	erfolgt sukzessive
	- Hoher Free-Float	erfolgt sukzessive
Investor Relations	- Unterjährige Veröffentlichung von Geschäftszahlen	✓
	- Aktive Kommunikation mit dem Kapitalmarkt (Roadshows, Präsentationen, Pressemitteilungen etc.)	✓

Quelle: Dexia Securities; Independent Research

Die Deutsche Euroshop ist mit einem Indexgewicht von rd. 6% das grösste Unternehmen im SDAX

Internet-Page berichtet die Gesellschaft bereits vierteljährlich über ihre Geschäftsentwicklung, die Umstellung von HGB auf IAS ist angestossen und die Veröffentlichung der für eine Bewertung wichtigen Kennziffer Net Asset Values soll mittelfristig erfolgen.

Als Zwischenstation auf dem Weg zum MDAX ist die Deutsche EuroShop seit Mitte Juli für Fielmann in den SDAX aufgerückt. Damit ist die Deutsche EuroShop das vierte Unternehmen im SDAX mit Immobilienbezug nach AGIV Real Estate, AIG International Real Estate und TAG Tegersee. Gemessen an der gegenwärtigen Marktkapitalisierung von rd. 484 Mio. Euro überragt die Deutsche EuroShop die drei eben genannten Unternehmen, die eine Marktkapitalisierung zwischen 33 und 91 Mio. Euro aufweisen, bei weitem. Mit einem Indexgewicht von rd. 6% ist die Deutsche EuroShop das grösste im SDAX notierte Unternehmen. Entsprechend erwarten wir eine verhältnismässig grössere Wahrnehmung des neuen Indexmitglieds bei den Investoren.

Fazit

Aus unserer Sicht ist ein indirektes Investment in Immobilien aus Gründen der Diversifizierung des eigenen Portfolios sehr sinnvoll. Der Vorteil von Immobilienaktien ggü. Immobilienfonds sehen wir in der insgesamt höheren Transparenz, was Rechnungslegung, regelmässige Berichterstattung und Kostenaufwand für das Portfoliomanagement angeht. Beiden gemeinsam ist, dass der wirtschaftliche Erfolg vom Branchenwissen und dem Gespür der Mitarbeiter abhängt, die für die Zusammensetzung des Immobilienportfolios verantwortlich sind. Vorteilhaft ist aus unserer Sicht ein klar kommunizierter Fokus auf eine bestimmte Art von Immobilieninvestments. Die Deutsche EuroShop hat sowohl eine klare Investitionsstrategie (Einkaufszentren) als auch das erforderliche Branchen-Know-how. Zudem ist dem Management der Deutschen EuroShop bewusst, dass ein Erfolg der Immobilienaktie an der Börse nur über eine starke und intensive Investor-Relations-Arbeit gelingen kann. Dies gilt um so mehr als dass Immobilienaktien in Deutschland gegenwärtig noch wenig Wahrnehmung geniessen und teilweise ggü. den an der Börse notierten Industrieunternehmen gewisse Eigenheiten hinsichtlich Bewertung besitzen, die einem interessierten Investor zuerst vermittelt werden müssen. Im Vergleich zu in Deutschland notierten Immobiliengesellschaften überzeugen die Leistungen der noch jungen Gesellschaft hinsichtlich dem Wachstum des ausschüttungsfähigen Cash-Flow als auch hinsichtlich der Dividendenrendite. Unser Dividenden-Diskontierungsmodell ermittelt für die Aktie einen rechnerisch fairen Wert von nahezu 37,00 Euro. Damit hat die Aktie aus unserer Sicht ein Kurspotential von rd. 18% auf Basis des aktuellen Kurses von 31,23 Euro. Die gegenwärtige Dividendenrendite von etwas über 6% ist ein weiteres wichtiges Attraktivitätsmerkmal; zumal diese Dividende für die kommenden Jahre auf Ebene des Investors steuerfrei ist: Ein vergleichbar solides Investment in Anleihen müsste - um die gleiche Nettoendite für den Investor zu erreichen - einige Prozentpunkte höher liegen. Auf dem gegenwärtig niedrigen Zinsniveau ist dies nur über die Inkaufnahme von einem erhöhten Risiko möglich. Vor diesem Hintergrund empfehlen wir die Aktie der Deutschen EuroShop als Diversifikationsmöglichkeit mit jährlicher Ausschüttung und vorhandenem Kurssteigerungspotential zum Kauf.

Vorteilhaft ist die klar kommunizierte Fokussierung auf Einkaufszentren

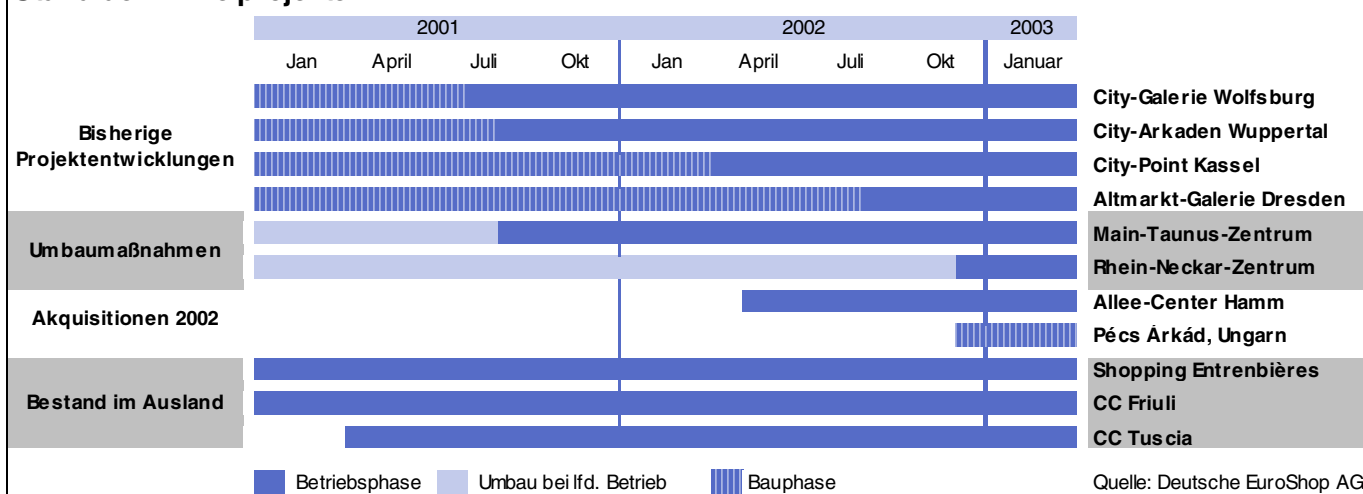
Wir sehen ein Kurspotential der Aktie von rd. 18% und votieren mit Blick auf die hohe Dividendenrendite mit Kaufen

Bilanz der Deutsche EuroShop AG

	2000	2001	2002
A Anlagevermögen			
1. Imm. Vermögensgegenstände	0,00	0,00	0,01
2. Sachanlagen	0,01	0,00	0,03
3. Finanzanlagen	444,53	474,12	513,28
B. Umlaufvermögen			
1. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	10,84	24,65	17,13
2. Wertpapiere	0,00	5,59	0,00
3. Liquide Mittel	169,66	130,55	100,90
C Rechnungsabgrenzungsposten	0,00	0,17	0,61
Summe Aktiva	625,04	635,08	631,96
A Eigenkapital			
1. Gezeichnetes Kapital	20,00	20,00	20,00
2. Kapitalrücklage	580,00	570,26	557,61
3. Gewinnrücklage	0,35	1,07	1,98
4. Bilanzgewinn	6,62	30,00	30,00
B Rückstellungen			
1. Steuerrückstellungen	3,92	7,64	14,18
2. Sonstige Rückstellungen	0,09	0,37	1,22
D Verbindlichkeiten	14,05	5,75	6,97
Summe Passiva	625,04	635,08	631,96

Quelle: Deutsche EuroShop

Stand der Einzelprojekte



Konzernbilanz

	2000	2001	2002
A Aufwendungen für die Ingangsetzung und Erweiterung des Geschäftsbetriebes	0,00	0,01	0,00
B Anlagevermögen			
1. Imm. Vermögensgegenstände	0,00	0,46	0,41
2. Sachanlagen	460,16	574,00	670,85
3. Finanzanlagen	129,64	129,64	143,41
B. Umlaufvermögen			
1. Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	85,80	27,01	31,72
2. Wertpapiere	0,00	5,59	0,00
3. Liquide Mittel	259,50	196,10	153,86
C Rechnungsabgrenzungsposten	0,79	0,01	0,00
Summe Aktiva	935,90	932,82	1.000,26
A Eigenkapital			
1. Gezeichnetes Kapital	20,00	20,00	20,00
2. Kapitalrücklage	580,00	570,26	528,51
3. Gewinnrücklage	0,35	1,07	1,98
4. Konzernbilanzgewinn	6,62	0,64	8,85
5. Anteile anderer Gesellschafter	6,13	5,09	-2,53
B Rückstellungen			
1. Steuerrückstellungen	4,24	8,02	15,02
2. Sonstige Rückstellungen	10,51	17,50	7,61
C Verbindlichkeiten	307,27	309,24	420,04
D Rechnungsabgrenzungsposten	0,77	1,00	0,77
Summe Passiva	935,90	932,82	1.000,26

Quelle: Deutsche EuroShop

Konzernebene (in Mio. Euro bzw. Euro)	2000	2001	2002	2003e	2004e
Jahresergebnis	-6,97	-16,78	-3,00	1,60	3,29
+ Abschreibungen	2,85	11,85	21,60	22,30	22,60
- Abnahme / + Zunahme der Rückstellungen	10,63	10,77	-2,89	5,70	5,80
= Cash Earnings	6,51	5,84	15,72	29,60	31,69
Anzahl der Aktien (Mio. St.)	15,625	15,625	15,625	15,625	15,625
Cash-Earnings je Aktie	0,42	0,37	1,01	1,89	2,03
Dividende je Aktie	0	1,92	1,92	1,92	1,92
Ergebnis je Aktie	-0,45	-1,07	-0,19	0,10	0,21

Quelle: Deutsche EuroShop; Independent Research

 Independent Research

Zeppelinallee 37
60325 Frankfurt am Main

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