

AKTIENANALYSE

Aktuelle Empfehlung der Hamburger Sparkasse

06.10.2003

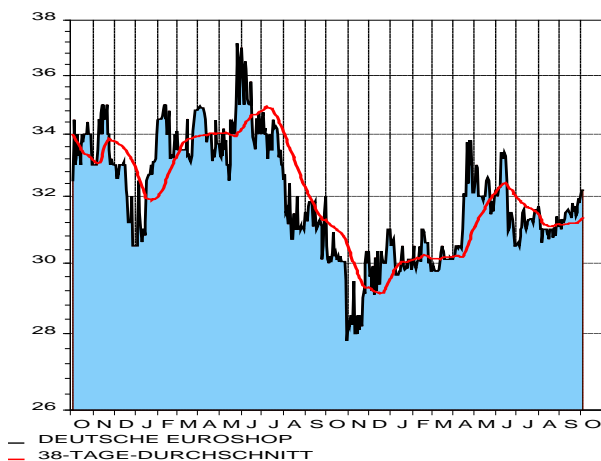
Deutsche EuroShop AG **Kaufen** (Erstinstufung)

Mit Stabilität und Dividendenrendite zum Erfolg

ISIN-Nr.: DE0007480204

Reuters-Kürzel: DEQn.DE

www.deutsche-euroshop.de



Branche		Immobilien		
Kurs am 06.10.2003		32,50 EUR		
Hoch/Tief seit 01.01.03		33,95 / 27,79 EUR		
in Mio. EUR	2002	2003e	2004e	
Umsatz	46,49	48,64	51,03	
EBITDA	37,02	45,26	48,65	
EBIT	15,41	22,91	25,09	
Ergebnis pro Aktie	-0,20	0,11	0,20	
Eigenkapitalquote	55,7 %	53,9 %	52,1 %	
Dividende 2002 / Div.-Rendite:		1,92 EUR / 6,20 %		
Ausstehende Aktien:		15.625.000 Stück		
Aktionärsstruktur:		Familie Otto 21,23 %		
Marktkapitalisierung / Free Float:		507,8 Mio. EUR/ 78,77 %		
Index / Handelbarkeit:		SDAX / enger Markt, Limitierung ratsam		

Unternehmensprofil

Die im Januar 2001 erstmals am Kapitalmarkt notierte Deutsche EuroShop AG (DES) zählt zu den Schwergewichten im SDAX. Das Unternehmen mit Sitz in Hamburg ist die einzige deutsche Immobilien AG, deren Anlagestrategie ausschließlich auf Investitionen in Shoppingcenter fokussiert ist. Die eingegangenen Beteiligungen liegen zumeist in etablierten Innenstadtlagen überregional bedeutender Ballungsgebiete mit einem nachhaltigen Einzugsgebiet von mindestens 300.000 Einwohnern. Das Management der Objekte wird von regional erfahrenen Center-Spezialisten wie z. B. ECE übernommen. Das sich noch im Aufbau befindliche Beteiligungsportfolio umfasst derzeit 13 Shoppingcenter mit einem anteiligen Investitionsvolumen von 1,15 Mrd. EUR. Die vorhandenen liquiden Mittel in Höhe von 18 Mio. EUR sollen noch in diesem Jahr investiert werden.

Stärken-/Schwächen-Profil

- + Management verfügt über langjährige Erfahrungen im Immobiliensektor
- + Klare Objektfokusierung auf Shoppingcenter
- + Langfristig angelegtes Dividendenkonzept einer steuerfreien Ausschüttung bis 2008/2009
- + Immobilienwertsteigerungspotenzial
- + Langfristige Mietverträge, hoher Vermietungsstand, breite Mieterstruktur
- Risiken durch Immobilienpreis-, Miet- und Zinsentwicklung
- Aktuelle Probleme der Unternehmensbewertung
- Weiteres Wachstum ist abhängig von zukünftiger Kapitalaufnahmemöglichkeit
- Geringe Anlegerakzeptanz von Immobilien AGs im Vergleich zu Immobilienfonds

Geschäftsjahr 2002

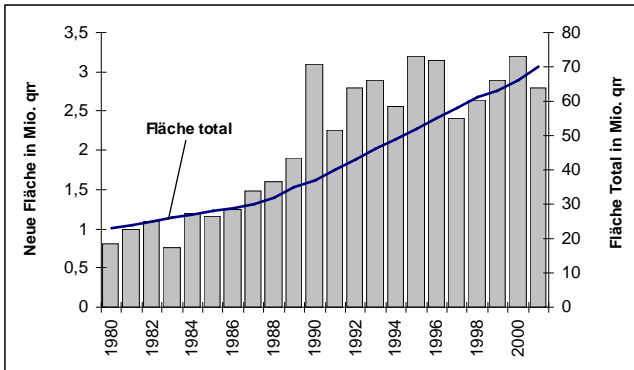
Die Deutsche EuroShop AG (DES) konnte im Geschäftsjahr 2002 den Konzernumsatz mit 46,5 Mio. EUR mehr als verdoppeln und damit die eigenen Planungen um ca. 12 Prozent übertreffen. Das Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit verbesserte sich auf 4,89 (- 12,31) Mio. EUR, der Jahresfehlbetrag reduzierte sich von 16,78 auf 3,0 Mio. EUR. Die positive Entwicklung des vergangenen Jahres konnte sich auch in den ersten sechs Monaten des laufenden Geschäftsjahres fortsetzen. Während die Steigerung der Umsatzerlöse von 22,4 auf 24,3 Mio. EUR vor allem auf Verkaufsflächenerweiterungen zurückzuführen ist, beruht der Anstieg der Beteiligungserträge von rund 2,1 auf 3,6 Mio. EUR auf der erstmaligen Berücksichtigung von zwei Shoppingcentern in Dresden und Kassel. Insgesamt konnte das operative Ergebnis in den ersten sechs Monaten gegenüber dem vergleichbaren Vorjahreszeitraum um 76 Prozent auf 6,0 Mio. EUR verbessert werden. Daraus ergibt sich ein Periodenüberschuss von 1,2 (- 0,8) Mio. EUR. Auf Konzernebene erwarten wir in 2003 erstmals ein positives Jahresergebnis in Höhe von 1,78 Mio. EUR. Die aktuelle Eigenkapitalquote liegt bei rund 54,8 Prozent, wobei das Management mittelfristig von einer Eigenkapitalquote in Höhe von mindestens 45 Prozent ausgeht. Trotz der aktuell schwierigen Situation des Immobilienmarktes beurteilen wir das Shoppingcenter-Segment im Vergleich zu anderen Immobilienbereichen als relativ robust und wertstabil.

Aufgrund der uns vorliegenden Unternehmensinformationen bewerten wir die Deutsche EuroShop AG bei unserer Erstinstufung mit Kaufen. Neben einer attraktiven steuerfreien Dividende (Dividendenrendite 5,9 Prozent) bieten sich dem Anleger zudem moderate Renditesteigerungsmöglichkeiten durch die langfristige Wertentwicklung des Immobilienportfolios.

Dynamische Entwicklung bei Shoppingcentern

Seit Anfang der 80er Jahre verzeichnet der Markt für Shoppingcenter in Europa eine dynamische Entwicklung mit anhaltend hohem Flächenwachstum.

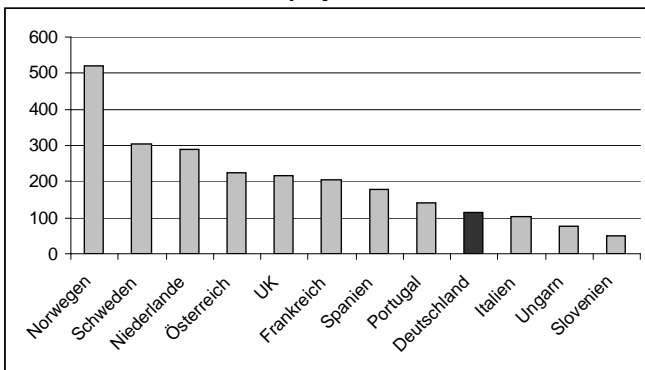
Entwicklung der Shoppingcenter-Flächen in Europa in 2002 (Angaben in Mio. qm)



Quelle: Cushman & Wakefield Healey & Baker 2002

Auch die Entwicklung in Deutschland kann, trotz der derzeit schwierigen konjunkturellen Lage mit leicht rückläufigen Einzelhandelsumsätzen, nach wie vor als expansiv bezeichnet werden. Verglichen mit dem Jahr 2000 nahm die Verkaufsfläche aller Shoppingcenter mit einer Mindestfläche ab 8.000 qm bis März 2003 um 17 Prozent auf 11,36 Mio. qm zu. Seit 1995 hat eine Verdopplung der Shoppingcenter-Anzahl stattgefunden. Während Deutschland bei der absoluten Shoppingcenter-Fläche einen vorderen Rang in Europa einnimmt, zeigt die folgende Grafik die im europäischen Vergleich relativ geringe durchschnittliche Verkaufsfläche von rund 115 qm (Stand 2002) pro 1.000 Einwohner das noch vorhandene Wachstumspotential auf.

Verkaufsfläche in Mio. qm je 1.000 Einwohner in 2002



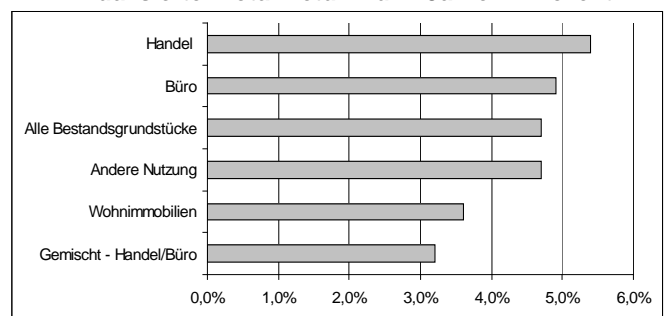
Quelle: Cushman & Wakefield Healey & Baker 2002

Angesichts der aktuell mehr als 30 Planungsvorhaben ist mit einer Zunahme an neuen Verkaufsflächen von rund 1,5 Mio. qm bis Ende 2004 im Inland zu rechnen. In den vergangenen Jahren lässt sich zudem eine Trendumkehr von Standorten auf der „grünen Wiese“ hin zu Innenstadtlagen beobachten. Dies unterstreicht den dynamischen Wachstumspfad dieser Branche, wenngleich das größte Potenzial langfristig wohl in den EU-Beitrittsländern Osteuropas liegen dürfte. Auch bei der Anzahl der durchschnittlichen Jahresbesuche der Kunden pro Shoppingcenter liegt Deutschland bislang im euro-

päischen Mittelfeld. Ziel des Centermanagements muss es daher sein, die Shoppingcenter zukünftig verstärkt zu Erlebniszentren zu entwickeln, um die Besuchsfrequenz und die Verweildauer zu erhöhen. Durch die Liberalisierung der Ladenöffnungszeiten in Deutschland sollte hier zusätzliches Potenzial vorhanden sein. Seit 1990 hat sich der Anteil des Einzelhandelsumsatzes am privaten Verbrauch von 42,2 auf 31,8 Prozent reduziert. Dabei zeichnet sich ein Trend hin zu Shoppingcentern ab, die den Umsatzanteil am Gesamteinzelhandelsumsatz innerhalb der letzten 10 Jahre verdoppeln konnten.

Die weltweite Verschlechterung der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen in den letzten Jahren hatte einen deutlich negativen Einfluss auf die Wertentwicklung des deutschen Immobilienmarktes. Die Markt- und Verkehrswerte reduzierten sich nach den vergangenen Boomjahren erstmals seit 1998 um ein Prozent, die Leerstandsrate (ausgedrückt in Prozent der Bruttoerträge) stieg auf 5,6 Prozent. Der Total Return verschlechterte sich in 2002 gegenüber dem Vorjahr von 5,9 auf 4,2 Prozent. Innerhalb des deutschen Immobilienmarktes ergibt sich jedoch ein heterogenes Bild der Entwicklung. So erzielten Handelsimmobilien in 2002 mit 5,1 Prozent im Vergleich zu Büro- (4,6 %) und Wohnimmobilien (3,0%) den höchsten Total Return. Auch bei einer Betrachtung der letzten sieben Jahre entwickelten sich Handelsimmobilien aufgrund der geringen zyklischen Nachfrageänderungen mit 5,4 Prozent besser als der Gesamtmarkt

Annualisierter Total Return für 7 Jahre in Prozent



Quelle: DID Deutsche Immobilien Datenbank

Unternehmen und Strategie

Die DES ist seit Ende 2000 operativ am Markt tätig und seit Anfang 2001 im amtlichen Handel Frankfurt notiert. Die Portfolios vieler Immobilienunternehmen sind häufig nicht strategischen Ursprungs, sondern durch Abspaltung oder Verkauf des Immobilienbesitzes von Industrie- und öffentlichen Unternehmen entstanden. Die dort enthaltenen Bestände resultieren zumeist aus der langen Tradition der ehemaligen Eigentümer (z. B. Eisenbahner-Wohnungen) oder weisen eine heterogene Struktur aus Wohn- und Gewerbeimmobilien jeder Art auf. Eine solche Portfoliostruktur kann im Rahmen einer Diversifikationsstrategie Vorteile beinhalten, jedoch wird das Portfoliomanagement durch die Heterogenität der Objektbestände erschwert.

Das Geschäftsmodell der Deutschen EuroShop AG ist dagegen mit der ausschließlichen Beteiligung an Shoppingcentern klar fokussiert und kann daher im Rahmen eines aktiven Portfoliomanagements renditeorientiert ausgerichtet werden. Das Unternehmen verfolgt eine langfristig ausgerichtete Dividendenpolitik, die durch wachsende Liquiditätsüber-

schüsse aus der Bewirtschaftung der im Portfolio enthaltenen Shoppingcentern gesichert werden soll.

Bei der Standortwahl stellt neben der gezielten Analyse der Größe des vorhandenen Einzugsgebietes, der Qualität der Immobilie und der Konzeptfähigkeit vor allem das daraus resultierende Wertsteigerungspotential das dominierende Entscheidungskriterium dar. Die bislang eingegangenen Beteiligungen befinden sich daher vornehmlich in etablierten deutschen Innenstadtlagen überregional bedeutender Zentren wie z. B. Dresden, Hamm, Wolfsburg, Kassel und Wuppertal mit einem Einzugsgebiet von mindestens 500.000 Einwohnern und einer Mietfläche von 28.600 qm (City-Arkaden Wuppertal) bis 93.900 qm (Main-Taunus-Zentrum in Sulzbach). Die Konzentration auf mittelgroße Ballungszentren erscheint vor allem unter dem Gesichtspunkt der dominanten Bedeutung eines hochwertigen Shoppinangebots für die Lebensqualität der Bewohner in Bezug auf das langfristige Wertsteigerungspotential als konsistent. Innenstadtlagen in Metropolen wie Hamburg, Berlin oder München stehen aufgrund des dort vorherrschenden Wettbewerbsdrucks und der hohen Immobilienpreise nicht im Zielfokus der Gesellschaft, was aus unserer Sicht ein strategischer Vorteil ist. Jedoch bleibt auch abseits der großen Metropolen die Suche nach geeigneten Immobilien und Standorten schwierig.

Neben den neuen inländischen Shoppingcentern umfasst der Bestand derzeit noch vier ausländische Beteiligungen in Frankreich, Italien und Ungarn. Aufgrund der vorhandenen Deutschland-Expertise wird sich die Gesellschaft auch in Zukunft bei weiteren Investitionen vornehmlich auf den heimischen Markt konzentrieren und ausländische Engagements weitgehend auf deutschsprachige Länder oder EU-Beitrittskandidaten beschränken. Im Rahmen der zukünftigen Portfolioanpassung schließen wir mittelfristig eine Reduzierung der bestehenden drei Beteiligungen in Frankreich und Italien nicht aus. Die daraus resultierenden Erlöse könnten dann in ertragsstärkere Objekte investiert werden.

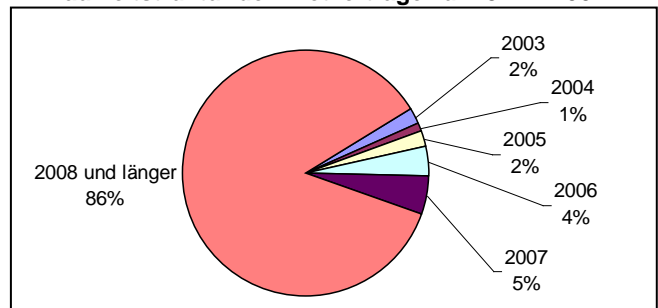
Die mit den Einzelhändlern abgeschlossenen Mietverträge sehen i. d. R. eine indexierte Mindestmiete mit einer zusätzlichen Umsatzbeteiligung vor. Das hat zur Folge, dass die DES auf Basis der fest vereinbarten Miete einen sicheren Zahlungseingang generiert und zudem von einem Umsatz Erfolg der jeweiligen Mieter durch den variablen Teil profitieren kann. In konjunkturell schwächeren Zeiten mit rückläufigen Einzelhandelsumsätzen wird der variable Mietertrag zwar sinken, doch sichert dieses Modell dem Vermieter vor allem in solchen Phasen eine längerfristig höhere Mieterbindung als ein starres Mietsystem. Der wirtschaftliche Erfolg ist somit maßgeblich von der langfristig erfolgreichen Etablierung der Shoppingcenter in den jeweiligen Einzugsgebieten abhängig. Das Management der Beteiligungsobjekte wird nicht vom Unternehmen selbst, sondern von darauf spezialisierten regionalen Centermanagementgesellschaften vorgenommen. Diese sorgen zum einen durch die Organisation von besonderen Aktionen, Ausstellungen und Dekorationen in den Shoppingcentern für ein spezielles Einkaufserlebnis, zum anderen übernehmen sie die Verwaltung des Objektes, wie z. B. die Regelung einheitlicher Öffnungszeiten oder Einhaltung von Mindestqualitätsmaßstäben der Einzelhändler bei der Shop-Gestaltung. Die DES arbeitet auf diesem Gebiet eng mit europäisch ausgerichteten Unternehmen wie „ECE Projektmanagement“ oder einer Tochter der französischen Unibail S. A. zusammen. Ein Geschäftsbesorgungs-

vertrag mit der DB Real Estate Management GmbH wurde Mitte dieses Jahres aufgelöst. Statt dessen sollen diese Dienstleistungen nunmehr selbst von der Gesellschaft durchgeführt werden.

Beteiligungsportfolio

Finanziert mit einem Eigenkapital von rund 600 Mio. EUR umfasst das Beteiligungsportfolio derzeit 13 Shoppingcenter mit einer Gesamtmietfläche von rund 484.500 qm, über 19.700 Parkplätze und mehr als 1.100 Fachgeschäfte. Gemessen am Beteiligungsanteil der Deutschen EuroShop entspricht dies einer derzeitigen Mietfläche von rund 300.500 qm und anteiligen Erträgen von 23,1 Mio. EUR in 2002. Der Vermietungsstand über alle Flächen betrug Ende 2002 rund 99 Prozent. Sowohl das sich noch in der Bauphase befindliche Objekt Pécs Árkád in Ungarn (Fertigstellung Anfang 2004, Vermietungsstand ca. 90 Prozent) als auch die jüngsten Beteiligungen (Phoenix-Center in Hamburg-Harburg, derzeitiger Vermietungsstand über 70 Prozent und Forum Wetzlar, Eröffnung Anfang 2005, derzeitiger Vermietungsstand über 50 Prozent) werden ab 2004 bzw. 2005 ihre volle Ertragskraft entwickelt haben. Bei der Beurteilung eines Immobilienportfolios ist der Laufzeitstruktur der Mietverträge ein besonderer Stellenwert beizumessen. Durch die zumeist langfristige Bindung (ca. 86 Prozent der Mietverträge gelten bis 2008 und länger) gewinnt die Gesellschaft an Planungssicherheit. Dies ist insbesondere im Hinblick auf die derzeitigen konjunkturellen Unsicherheiten und den damit verbundenen negativen Auswirkungen auf Neuvermietungen von besonderer Bedeutung.

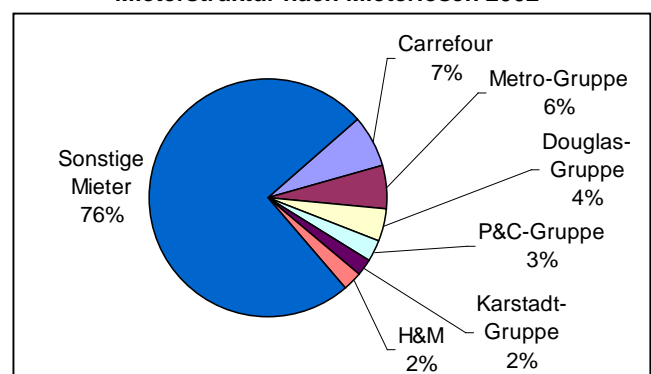
Laufzeitstruktur der Mietverträge zum 31.12.2002*



Quelle: Deutsche EuroShop AG, *ohne Pécs, Phoenix-Center, Wetzlar

Neben der Struktur der Mietverträge kommt auch dem Mietermix eine besondere Rolle bei der Bewertung zuteil.

Mieterstruktur nach Mieterlösen 2002*



Quelle: Deutsche EuroShop AG, *ohne Pécs, Phoenix-Center, Wetzlar

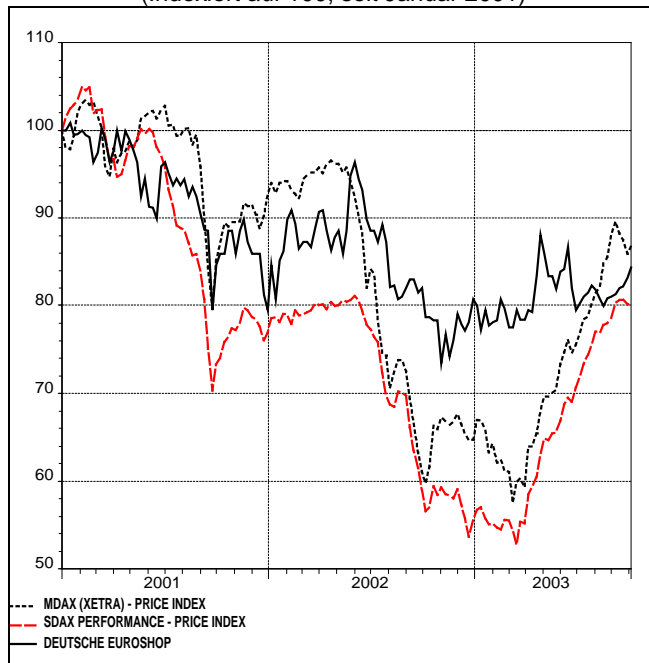
Neben großen und namhaften Handelsketten wie Carrefour, Metro, Douglas, P&C und Karstadt - die Abhängigkeit von den zehn größten Mietern am Gesamtmieteinkommen lag im vergangenen Jahr bei akzeptablen 32 Prozent - weist die Struktur insgesamt eine hohe Diversifikation auf. Zudem kann die Ausfallrate an Mieterlösen von rund einem Prozent gemessen an den Gesamterlösen des vergangenen Jahres als gering erachtet werden.

Die Gesellschaft wird bei einer bis zum Jahresende angestrebten Vollinvestition der vorhandenen Liquidität von derzeit 18 Mio. EUR mit rund 1,2 Mrd. EUR an Shoppingcentern beteiligt sein. Derzeit sind rund 1,15 Mrd. EUR an Fremd- und Eigenkapital investiert.

Aktie

Die Aktie der Deutschen EuroShop AG notiert seit Juli 2003 im Small Cap Segment SDAX der Deutschen Börse AG. Sowohl im Vergleich zum SDAX als auch im Vergleich zum DAX konnte sich die Aktie seit ihrem Börsendebüt am 2. Januar 2001 gegenüber den negativen Entwicklungen an den Kapitalmärkten relativ gut behaupten.

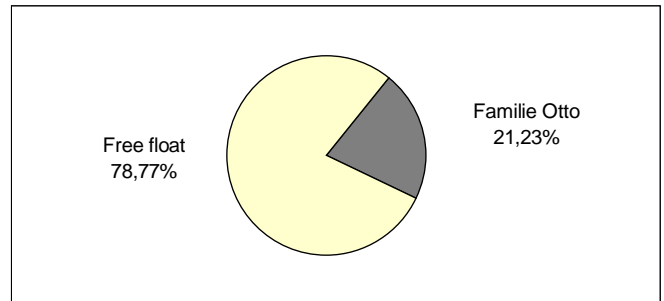
Deutsche EuroShop AG vs. MDAX und SDAX
(Indexiert auf 100, seit Januar 2001)



Mit einem Index-Gewicht von rund acht Prozent bei einer Indexkapitalisierung von 398 Mio. EUR (Marktkapitalisierung: 507 Mio. EUR) ist die Aktie der DES der schwerste Titel im SDAX. Im Vergleich zu den drei anderen im SDAX notierten Immobilien AGs (AGIV Real Estate, AIG International Real Estate und TAG Tegernsee) weist die DES neben der mit Abstand höchsten Marktkapitalisierung den mit durchschnittlich 7.098 Stück Tagesumsatz liquidesten Handel auf. Die deutliche Zunahme des Handels in Aktien der Deutschen EuroShop AG seit Beginn dieses Jahres ist vor allem auf die Reduzierung des Anteils der Deutschen Bank im Rahmen ihrer Desinvestitionsstrategie von rund 45 Prozent zurückzuführen. Seit Mitte September ist der Anteilsverkauf der Deutschen Bank abgeschlossen. Da uns von Seiten des

zweiten großen Altaktionärs, der Familie Otto, keine Reduzierungsabsichten bekannt sind, dürfte die bislang kursbelastende Unsicherheit weitgehend gewichen sein. Damit ergibt sich bei 15,625 Mio. Aktien ein Free float von derzeit 78,77 Prozent.

Aktuelle Aktionärsstruktur



Durch die Erhöhung des Free float erscheint eine mittelfristige Notierung der Deutschen EuroShop Aktie im MDAX möglich, wodurch der Wert abermals verstärkt in den Fokus von Investoren rücken sollte.

Bewertung

Die Bewertung der Deutschen EuroShop AG gestaltet sich in vielfacher Hinsicht als schwierig. Zum einen erscheinen aufgrund der klaren Geschäftsfokussierung auf die Beteiligung an Shoppingcentern die anderen deutschen Immobilien AGs (IVG, RSE, WCM, Bayerische Immobilien AG) aufgrund deutlich abweichender Geschäftsmodelle als direkte Vergleichsgruppe ungeeignet. In Europa weisen dagegen mit den niederländischen Unternehmen Rodamco, Corio und Eurocommercial sowie mit der französischen Klépierre große Immobilien AGs eine ähnliche Geschäftsausrichtung wie die DES auf. Jedoch verhindert die derzeitige Bilanzierungspraxis der DES nach HGB einen direkten Kennzahlenvergleich (z. B. EBITDA-, EBIT-Multiplikatoren) mit Immobilienunternehmen, die bereits nach IAS bilanzieren. Spätestens ab 2005 ist jedoch von der Gesellschaft geplant, die Rechnungslegung auf IAS umzustellen. Auch das internationale übliche Verfahren zur Bewertung von Immobilienunternehmen, der Net Asset Value (NAV), kann derzeit noch nicht angewendet werden, da die DES die Veröffentlichung dieser Kennzahl erst ab 2004 vornehmen wird. Grundsätzlich ist aber anzumerken, dass die meisten Immobilienunternehmen mit einem Abschlag zwischen 5 und 25 Prozent zu ihrem NAV an der Börse bewertet werden.

Die Deutsche EuroShop AG ist ein vergleichsweise junges Unternehmen, welches seine Beteiligungen an den verschiedenen Shoppingcentern hauptsächlich in den vergangenen zwei bis drei Jahren getätigt hat. Aufgrund der sehr zeitnahen Investitionsphase erachten wir das Eigenkapital als eine gute erste Indikation. **Daraus lässt sich ein Buchwert je Aktie für das Jahr 2002 von 35,80 EUR, bzw. ein erwarteter Buchwert je Aktie von 33,98 EUR für 2003 ableiten.**

Aufgrund der dargestellten Bewertungsproblematik erachten wir ein Dividenden Diskontierungsmodell (Discounted Dividend Modell - DDM) als das derzeit geeignete Verfahren zur Ermittlung des fairen Aktienkurses der Deutschen EuroShop AG. Dabei wird der Marktwert des Eigenkapitals als Barwert

der zukünftigen Dividendenzahlungen bestimmt. Für das DDM werden folgende Annahmen getroffen: Als langfristiges Wachstum der aktuellen Dividende in Höhe von 1,92 EUR unterstellen wir einen, aus unsere Sicht, sehr konservativen Wert von jährlich durchschnittlich 0,5 Prozent. Als Grundlage für den Diskontierungszins beziehen wir uns auf die langfristige Rendite offener deutscher Immobilienfonds in Höhe von 4,97 Prozent p. a. (10 Jahre) und vergleichen diesen Wert mit der durchschnittlichen aktuellen Dividendenrendite der nach der Marktkapitalisierung 10 größten Immobilienaktien des MSCI-Real Estate European Union Index von aktuell 6,11 Prozent, wobei Unternehmen mit einem starken Portfolio bezug zu Shoppingcentern wie Rodamco, Corio und Eurocom Properties mit durchschnittlich 7,06 % deutlich höhere Dividendenrenditen aufweisen. Aus diesen drei Indikatoren leiten wir für die Deutsche EuroShop AG einen Diskontierungszins von 6,00 Prozent ab. **Basierend auf den Annahmen des DDM ergibt sich ein rechnerisch fairer Wert je Aktie von 35,08 EUR.**

Die Aktie der Deutschen EuroShop AG weist bei dem aktuellen Kursniveau von 32,50 EUR damit ein Kurspotenzial von 7,9 Prozent auf. Die folgende Sensitivitätsanalyse verdeutlicht die Änderungen des rechnerischen fairen Wertes bei Variation der unterstellten Parameter:

Sensitivitätsanalyse des Aktienkurses in EUR

Geforderte Rendite der Investoren	Durchschnittliches Dividendenwachstum p.a.				
	0,00 %	0,25 %	0,50 %	0,75 %	1,00 %
5,00 %	38,40	40,52	42,88	45,52	48,48
5,50 %	34,91	36,66	38,59	40,72	43,09
6,00 %	32,00	33,47	35,08	36,85	38,78
6,50 %	29,54	30,80	32,16	33,64	35,26
7,00 %	27,43	28,52	29,69	30,95	32,32

Anlageurteil

Die Gesellschaft zeichnet sich mit der Beteiligung an ertragsstarken Shoppingcentern vorwiegend im Inland durch eine klare Geschäftsstrategie aus. Die Dividendenpolitik ist auf eine langfristig lukrative Verzinsung des angelegten Kapitals ausgerichtet und wird überdies in den nächsten Jahren bis voraussichtlich 2008/2009 für den Anleger steuerfrei sein. Die Steuerfreiheit der Dividende ergibt sich aus dem Umstand, dass die Ausschüttungen steuerrechtlich nicht aus den erwirtschafteten Gewinnen der Gesellschaft, sondern aus der Kapitalrücklage in Form von freiwerdenden Eigenmitteln gezahlt werden. Die Mittelzuflüsse der Gesellschaft ersetzen somit sukzessive die zuvor für die Investitionen benötigten Eigenmittel. Neben der langfristigen Dividendenpolitik versprechen auch die mit der Stärkung und dem Ausbau des vorhandenen Beteiligungsportfolios verbundenen Effizienz- sowie Wertschöpfungspotenziale mittelfristig weitere Kurssteigerungen. Die bilanziellen Verhältnisse, die durch den noch nicht abgeschlossenen Ausbau des Portfolios geprägt sind, können als solide bezeichnet werden. Es ist geplant, die derzeit noch vorhandenen liquiden Mittel von 18 Mio. EUR bis zum Jahresende vollständig in den weiteren Ausbau des Immobilienportfolios in ein bis zwei Objekte zu investieren. Da eine weitere Expansion allein auf Basis der vereinbarten Mieterhöhungen nur ein moderates Wachstum versprechen dürfte, gehen wir mittelfristig von einer Kapitalerhöhung zur Finanzierung des bislang verfolgten dynamischen Wachstumspfad aus.

Die Aktie stellt vor diesem Hintergrund eine defensive Depotbeimischung dar, die insbesondere für Investoren geeignet ist, die eine sinnvolle Diversifikationsergänzung für bereits bestehende Immobilienengagements suchen und / oder an einer langfristig attraktiven Dividendenpolitik (steuerfreie Ausschüttung bis 2008/2009) interessiert sind. Wir empfehlen die Aktie auf dem gegenwärtigen Kursniveau zum Kauf.

Kennzahlenübersicht

Deutsche EuroShop AG

INVESTMENT KENNZAHLEN	2004e	2003e	2002	2001
Ergebnis je Aktie (EPA)	0,20	0,11	-0,20	-1,07
Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)	158,94	285,63	-166,17	-30,27
Dividende je Aktie	1,92	1,92	1,92	1,92
Dividendenrendite je Aktie (%)	5,9%	5,9%	5,9%	5,9%
Buchwert je Aktie	32,26	33,98	35,80	37,89
Cash Flow je Aktie	0,26	0,24	-0,37	-1,43
Marktkapitalisierung (in TEUR)	507.813	507.813	507.813	507.813
Finanzanlagen (in TEUR)	-154.453	-154.417	-143.405	-129.642
Netto-Liquidität / Finanzschulden (in TEUR)	417.973	401.153	255.572	96.173
Unternehmenswert (in TEUR)	769.056	752.147	617.453	479.435
UW / Umsatz	15,1x	15,5x	13,3x	21,1x
UW / EBITDA	15,8x	16,6x	16,7x	54,0x
UW / EBIT	30,6x	32,8x	40,0x	-161,4x
UW / Freier Cash Flow	36,7x	-6,7x	-4,8x	-14,9x

Quelle: Deutsche EuroShop AG, Hamburger Sparkasse

Konzernbilanz und Konzerngewinn- und Verlustrechnung

Deutsche EuroShop AG

Financial Snapshot nach HGB (in TEUR)

GEWINN- und VERLUSTRECHNUNG	2004e	2003e	2002	2001
Umsatz	51.030	48.643	46.491	22.724
Personalaufwendungen	-841	-835	-491	-19
Abschreibungen auf immat. Verm. +Sachanlagen	-23.557	-22.356	-21.602	-11.852
Sonstige operative Erträge	6.359	4.915	3.923	2.650
Sonstige operative Aufwendungen	-7.893	-7.456	-12.902	-16.474
Abschreibungen auf Firmenwerte	0	-1	0	0
Betriebsergebnis (EBIT)	25.098	22.910	15.419	-2.971
Erträge (Aufwendungen) aus Beteiligungen	420	370	915	310
Zinssaldo	-17.725	-14.391	-11.428	-9.649
Ergebnis vor Steuern	7.793	8.889	4.906	-12.311
EE-Steuern	-4.598	-7.111	-7.962	-4.464
Jahresüberschuß (Fehlbetrag)	3.195	1.778	-3.056	-16.775
Ergebnis je Aktie (EPA)	0,20	0,11	-0,20	-1,07
Netto-Dividende je Stammaktie (adjustiert)	1,92	1,92	1,92	1,92
EBIT	25.098	22.910	15.419	-2.971
EBIT-Margin (%)	49,2%	47,1%	33,2%	-13,1%
EBITDA	48.655	45.267	37.021	8.881
EBITDA-Margin (%)	95,3%	93,1%	79,6%	39,1%

Quelle: Deutsche EuroShop AG, Hamburger Sparkasse

Bilanz	2004e	2003e	2002	2001
Immaterielle Vermögensgegenstände	330	372	419	465
Sachanlagen	761.550	776.650	670.851	573.998
Beteiligungen	154.453	154.417	143.405	129.642
Anlagevermögen	916.333	931.439	814.675	704.105
Forderungen ggü. Beteiligungsgesellschaften	28.320	21.450	16.175	2.814
Forderungen, Sonstiges Vermögen	38.967	34.076	31.722	27.023
Liquide Mittel	7.000	15.000	153.860	201.690
Umlaufvermögen	45.967	49.076	185.582	228.713
Bilanzsumme	962.300	980.515	1.000.257	932.818
Grundkapital	20.000	20.000	20.000	20.000
Kapitalrücklagen	478.904	507.644	537.364	570.895
Rücklagen	484.067	510.997	539.344	571.962
Eigenkapital	501.790	528.595	556.817	597.053
Rückstellungen	24.061	24.410	22.633	25.519
Finanzschulden	424.973	416.153	409.432	297.863
Sonstige Verbindlichkeiten	11.476	11.357	11.375	12.383
Verbindlichkeiten	436.449	427.510	420.807	310.246
Bilanzsumme	962.300	980.515	1.000.257	932.818
Eigenkapitalquote	52,1%	53,9%	55,7%	64,0%
Finanzschuldenquote	44,2%	42,4%	40,9%	31,9%
Netto-Liquidität / Finanzschulden (-)	417.973	401.153	255.572	96.173
Netto-Umlaufvermögen	3.430	-1.691	-2.286	-10.879
Adjustments (NWC u. Provisions)	27.491	22.719	20.347	14.640

Quelle: Deutsche EuroShop AG, Hamburger Sparkasse

Börsen: Prime Standard: Frankfurt; Freiverkehr: Düsseldorf, Hamburg, München, Stuttgart.
 Das Geschäftsjahr der Deutschen EuroShop AG endet am 31. Dezember eines jeden Jahres.
 Hauptversammlung am 17.06.2004 in Frankfurt a. M.