



Independent Research

---

# **Investment Research**

# **Deutsche EuroShop**

**Marktsegment: Prime Standard**

**Branche: Immobilien**

**Juli 2004**

**Hauptsitz:**

Independent Research -  
Unabhängige Finanzmarktanalyse GmbH  
Staufenstraße 46  
60323 Frankfurt am Main

Tel.: 069/971490-0  
Fax: 069/971490-90  
E-Mail: info@irffm.de  
www.irffm.de

**Geschäftsführer:**

Pierre Drach

**Analyst:**

Ronald Reepel

Frankfurt, den 19.07.2004

## 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,
- 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.**

# DEUTSCHE EUROSHOP

## Kaufen (Kaufen)

### Ereignis:

Update

### Einschätzung:

Kaufen

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

Ronald Reepel

Telefon: 069 / 97 14 90-0



Deutsch EuroShop; 19. Juli 2004

- ⇒ **Während die Einzelhandelsumsätze in Deutschland generell rückläufig sind, können sich Einkaufszentren von diesem unerfreulichen Trend abkoppeln**
- ⇒ **Die Deutsche EuroShop verbessert kontinuierlich das operative Ergebnis - wir rechnen damit, dass der ausschüttungsfähige Cash-Flow rd. 30 Mio. Euro im Gesamtjahr erreichen wird**
- ⇒ **Mit dem Verkauf des Shoppingcenter in Udine optimiert die Deutsche EuroShop ihr Portfolio - weitere Investments sind in Planung**
- ⇒ **Mit einem Kursziel von 37,30 Euro und einer Dividendenrendite von 5,5% (steuerfrei) bestätigen wir unser Kaufvotum für die Aktie**

Deutsche EuroShop		Immobilien		Performance					
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	4,85				
Aktienanzahl (Mio.)	15,625	http://www.deutsche-euroshop.de		Rel. 3 Monate	4,34				
Ø Tagesumsatz	21.291	Letzte Dividende 1,92		Rel. 6 Monate	9,90				
WKN	748020	Marktkapt.Mio.Euro 541		Rel. 12 Monate	-2,56				
Kurs	34,60	Währung EUR		Beta	0,36				
52W Hoch	37,84	Datum 16.06.2004		Prime All Share	0,088%				
52W Tief	30,45	Datum 08.08.2003		SDAX	6,769%				
Aktionäre:		Familie Otto 21,33%; Free Float 78,77%							
Beteiligungen:		Beteiligung an 13 Einkaufszentren (9 in Deutschland, 1 in Frankreich, 1 in Italien, 1 in Polen und 1 in Ungarn)							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGv *	EV/Umsatz 05e:	19,0	
2002	46,5	15,4	4,9	-2,9	-0,18	neg.	EV/EBIT 05e:	34,0	
2003	49,3	19,6	6,5	-0,5	-0,03	neg.	Div-Rendite 04e:	5,5%	
2004e	52,7	25,3	11,4	1,8	0,12	288,33	CAGR Umsatz 02-05e:	6,9%	
2005e	56,8	31,7	17,8	3,6	0,23	150,43	CAGR JÜ 02-05e:	n.a.	
Zahlen in Mio. Euro außer EpS, hist. KGvs auf Jahresdurchschnittskursen								RL:	HGB

\* Das KGV ist bei Immobilienaktien aufgrund branchenspezifischer Besonderheiten auf Konzernebene wenig aussagekräftig.

---

*Der Einzelhandel stagniert weiterhin in Deutschland - Einkaufszentren können sich von diesem Trend abkoppeln*

---

### **Konjunktur: Der Konsum ist in Deutschland weiterhin schwach – Shoppingcenter können sich diesem Trend erfolgreich entgegenstellen**

Nach wie vor sind die Umsätze des Einzelhandels in Deutschland schwach. Die realen Einzelhandelsumsätze (ohne Auto- und Tankstellenverkäufe) sind in Deutschland im Mai gegenüber dem Vormonat um 1,7% und gegenüber dem Vorjahresmonat um 5,2% gesunken. Nach Einschätzung des Hauptverbandes des Deutschen Einzelhandels (HDE) sind die Geschäfte der Einzelhändler im Juni nicht besser gelaufen als im Mai. Der HDE signalisiert bereits, dass es für den Einzelhandel in diesem Jahr immer schwieriger wird, die Umsatzprognose des Verbandes zu erfüllen. Der HDE hatte - wie der Handelsverband BAG - für das Gesamtjahr 2004 ein nominales Umsatzwachstum von 0,5% prognostiziert. Leicht besser, aber ebenso verhalten ist die Entwicklung in Europa. Die Einzelhandelsumsätze in der EU-25 sind im Mai um 0,4% gesunken nach einem Anstieg von 0,5% im April. Die EWU-Einzelhandelsumsätze verzeichneten im Mai einen Rückgang von 1,3% nach einem Anstieg von 1,0% im April. Dagegen zeigt sich bei Shoppingcentern ein anderes Bild, denn die Einzelhandelsumsätze in den Einkaufszentren der Deutschen EuroShop konnten im ersten Quartal in toto um rd. 5% zulegen. Gut liefen beispielsweise Lebensmittel. Bei Schuhen und Sportartikeln war kein allgemeiner Trend festzustellen, während Textil-Einzelhändler Umsatzeinbußen hinnehmen mussten. Wir werten dies, vor dem Hintergrund generell schwächerer Einzelhandelsumsätze, als Bestätigung für den Erfolg des Shoppingcenter-Konzepts. Die Attraktivität von Einkaufszentren für den Kunden liegt aus unserer Sicht in einem hohen Grad an Annehmlichkeiten während des Einkaufs (hohe Konzentration vieler Einzelhändler an einem überdachten Ort, breites Produktangebot, oftmals umfangreiche Parkmöglichkeiten etc.), die durch Sonderaktionen der Shoppingcenter (Themen-Events etc.) unterstützt werden.

---

*Besonders erfreulich entwickelten sich die Beteiligungserträge*

---

### **Finanzen: Der Deutschen EuroShop gelang ein guter Start in das laufende Geschäftsjahr**

Die Deutsche EuroShop ist gut in das neue Jahr gestartet. Die Umsatzerlöse im ersten Quartal entwickeln sich mit einem Anstieg um 4% auf 12,6 (12,1) Mio. Euro im Rahmen unserer Erwartungen. Dieser Anstieg ist insbesondere dem Rhein-Neckar-Zentrum zu verdanken. Besonders erfreulich entwickelten sich die Beteiligungserträge (+54% auf 2,2 Mio. Euro). Hintergrund hier waren deutlich höhere Erträge in den Shoppingcentern in Dresden und Kassel sowie die neue Beteiligung in Breslau. Das EBITDA verbesserte sich so um 5% auf 11,8 (11,2) Mio. Euro, das EBIT stieg um 11% auf 6,2 (5,6) Mio. Euro. Höhere Sonstige betriebliche Aufwendungen im Zusammenhang mit Bauvorhaben in Wetzlar und Udine von 3,0 (2,1) Mio. Euro verhinderten ein höheres operatives Ergebnis. Trotz eines niedrigeren Zinssaldos im Zuge des Liquiditätsabbaus – durch Umsetzung geplanter Investitionsvorhaben – stieg das Nettoergebnis für die ersten drei Monate um 18% auf 0,5 (0,4) Mio. Euro. Durch den guten Start in das neue Geschäftsjahr bestätigen wir unsere Prognosen für das Gesamtjahr 2004. Wir rechnen mit einem Anstieg des Gesamtjahresumsatzes um über 6% auf 52,7 (49,3) Mio. Euro sowie einer Verbesserung des EBIT um rd. 30% auf 25,3 (19,6) Mio. Euro und des Nettoergebnisses auf 1,8 (-0,5) Mio. Euro. Wir rechnen ferner damit, dass der ausschüttungsfähige Cash-Flow rd. 30 Mio. Euro im Gesamtjahr erreichen wird – bereits im ersten Quartal erreichte dieser eine Höhe von 7,1 Mio. Euro. Eine sich verbessernde Konjunktur und die Eröffnung weiterer Shoppingcenter werden aus unserer

---

*Wir rechnen damit, dass der ausschüttungsfähige Cash-Flow rd. 30 Mio. Euro im Gesamtjahr erreichen wird*

---

Sicht den ausschüttungsfähigen Cash-Flow in den kommenden Quartalen auf ein Niveau von rd. 7,5 bis 8,0 Mio. Euro pro Quartal anwachsen lassen. Damit ist mit einer Dividendenausschüttung zumindest auf Vorjahresniveau zu rechnen.

### **Strategie: Die Deutsche EuroShop fokussiert sich auf die Vervollständigung und Optimierung des Portfolios**

In den kommenden Monaten wird sich die Deutsche EuroShop auf die Fertigstellung der sich in Bau befindlichen Projekte in Hamburg und Wetzlar fokussieren. Das Objekt in Hamburg ist bereits zu 96% vermietet und soll im September/Okttober 2004 eröffnet werden. Die Eröffnung des Einkaufszentrums in Wetzlar wird im Frühjahr 2005 stattfinden. Der Vorvermietungsstand beträgt in Wetzlar bereits erfreuliche 76%. Im Portfolio kam es kürzlich zu einer ersten Optimierung: die Deutsche EuroShop verkaufte das Centro Commerciale Friuli in Udine an die SEB Immobilien-Investment GmbH. Der anteilige Erlös beträgt rd. 57,5 Mio. Euro vor Steuern; damit erzielte die Deutsche EuroShop einen kleinen einstelligen Millionenbetrag als Buchgewinn. Wir schätzen diesen auf rd. 3,0 bis 3,5 Mio. Euro. Im Nachhinein wird damit die Strategie des Unternehmens deutlich, warum die Deutsche EuroShop in jüngster Vergangenheit eine anspruchsvolle Reparatur des Gebäudedaches durchgeführt hat. Zudem rechnen wir damit, dass die zugeflossene Liquidität für weitere Objektkäufe noch in diesem Jahr eingesetzt wird. Die Deutsche EuroShop befindet sich permanent in Verhandlungen. Sollten sich Investitionsgelegenheiten über die nunmehr zufließenden 57,5 Mio. Euro hinaus ergeben, werden die dafür nötigen Investitionsmittel mittels Fremdkapital aufgebracht werden. Eine Kapitalerhöhung ist erst für einen späteren Zeitpunkt geplant. Wir rechnen mit einer Aufstockung des Eigenkapitals bis spätestens Mitte 2006.

*Die Deutsche EuroShop optimiert ihr Portfolio mit dem Verkauf des Einkaufszentrums in Udine*

### **Bewertung & Fazit: Wir sehen das Kursziel der Aktie bei 37,30 Euro**

Das Geschäftsmodell der Deutschen EuroShop ist so angelegt, dass die Aktionäre einen Jahr für Jahr konstanten, wenn nicht sogar einen leicht steigenden, Zahlungsstrom erwarten können. Vor diesem Hintergrund halten wir die Anwendung eines Discounted Dividend-Modells (DDM) zur Ermittlung eines fairen Unternehmenswertes für die Deutsche EuroShop besonders geeignet. Wir gehen davon aus, dass die Deutsche EuroShop die Dividendenausschüttung alle fünf bis sechs Jahre um rd. 5% ansteigen lassen wird. Dies ergibt eine durchschnittliche jährliche Erhöhung der Dividende um 1% pro Jahr. Als

*Wir haben unser Bewertungsmodell für die Deutsche EuroShop einer Überprüfung unterzogen*

Fairer Aktienkurs	=	$\frac{\text{aktuelle Dividende pro Aktie} \times (1 + \text{durchschnittliches Dividendenwachstum pro Jahr})}{\text{angestrebte Dividendenrendite} - \text{durchschnittliches Dividendenwachstum pro Jahr}}$
	=	$\frac{1,92 \times (1 + 0,01)}{0,0620 - 0,01}$
	=	$\frac{1,94}{0,0520} = 37,31 \text{ Euro pro Aktie}$

Quelle: Independent Research

Unser Bewertungsmodell ermittelt einen fairen Kurs pro Aktie von 37,30 Euro

Wir bestätigen unser Kaufvotum, insbesondere vor dem Hintergrund der hohen steuerfreien Dividende

Grundverzinsung ihres Kapitals erwarten die Investoren nach unserer Einschätzung mindestens ein ähnliches Niveau wie bei offenen Immobilienfonds in Deutschland, also eine langfristige Verzinsung zwischen 5% und 6% (vor Steuern auf Investorenebene). Zudem haben wir die Dividendenzahlungen anderer, auf Einkaufszentren spezialisierter, Unternehmen bzw. REITS (= in den USA ein weit verbreitetes Immobilieninvestmentinstrument) herangezogen. Da es in Deutschland kein vergleichbares Unternehmen gibt, haben wir uns auf US-amerikanische Werte fokussiert. Die Peer-Group haben wir mit einigen deutschen Immobilienaktien abgerundet. Immobilienaktien wie die Deutsche EuroShop zeichnen sich durch eine konstante Auszahlungspolitik aus, so dass aus unserer Sicht die Dividenden des vergangenen Geschäftsjahres ein guter Ausgangspunkt für die laufende Periode sind und eine entsprechend hohe Repräsentativität für die Bewertung aufweisen. Unsere Berechnung ergibt für die Peer-Group eine durchschnittliche Dividendenrendite von 6,2% vor Steuern; dies ist gleichzeitig unsere Annahme für die von der Börse geforderte Ausschüttung für auf Einkaufszentren spezialisierte Immobilienaktien wie die Deutsche EuroShop. Mit unserem Modell ermitteln wir einen fairen Kurs der Aktie von 37,30 Euro. Bei einem aktuellen Kursniveau von 34,60 Euro hat die Aktie damit ein Kurspotenzial von rd. 8%. Auf den ersten Blick scheint dies für eine Bestätigung unseres Kaufvotums nicht ausreichend, dennoch halten wir daran fest. Denn (1) ist die aktuelle, auf Investorenebene steuerfreie Dividendenrendite mit 5,5% im vergleichsweise hoch (10jährige Bundesobligationen notieren aktuell bei 4,2% vor Steuern) und (2) können sich positive Diversifizierungseffekte im Anlegerportfolio ergeben. Vor diesem Hintergrund bewerten wir die Aktie der Deutschen EuroShop als interessantes Investment, insbesondere für risikoaverse Anleger. Wir bestätigen unser Kaufvotum.

	Dividende (letzte 12 Monate)	Kurs (19.07.04)	Dividendenrendite (in %)
ACADIA REALTY TRUST	0,64	14,04	4,56%
AGREE REALTY CORP	1,94	26,17	7,41%
ATLANTIC REALTY TRUST INC	0,46	16,22	2,84%
CEDAR SHOPPING CENTERS INC	0,90	12,51	7,19%
COMMERCIAL NET LEASE REALTY	1,30	17,45	7,45%
DEVELOPERS DIVERSIFIED RLTY	2,04	36,86	5,53%
EQUITY ONE INC	1,12	18,56	6,03%
FEDERAL REALTY INVS TRUST	1,96	42,80	4,58%
GLIMCHER REALTY TRUST	1,92	22,51	8,54%
HERITAGE PROPERTY INVESTMENT	2,10	27,74	7,57%
KIMCO REALTY CORP	2,28	47,72	4,78%
KRAMONT REALTY TRUST	1,30	15,90	8,18%
MALAN REALTY INVESTORS INC	0,51	4,85	10,52%
NEW PLAN EXCEL REALTY TRUST	1,65	23,69	6,96%
PAN PACIFIC RETAIL PPTYS INC	2,17	50,35	4,31%
PENN REAL ESTATE INVEST TST	2,16	34,79	6,21%
PRICE LEGACY CORPORATION	1,12	18,50	6,05%
RAMCO-GERSHENSON PROPERTIES	1,68	26,25	6,40%
REALTY INCOME CORP	2,43	42,09	5,77%
REGENCY CENTERS CORP	2,12	43,65	4,86%
SAUL CENTERS INC	1,56	30,25	5,16%
URSTADT BIDDLE PROPERTIES	0,78	14,25	5,47%
WEINGARTEN REALTY INVESTORS	1,66	31,75	5,23%
IVG IMMOBILIEN AG	0,34	9,73	3,49%
DEUTSCHE WOHNEN AG-REG	8,75	140,15	6,24%
GBWAG BAYERISCHE WOHNUNGS-AG	0,36	36,00	1,00%
DURCHSCHNITT UNTERNEHMEN BBREIT INDEX			<b>6,16%</b>
DURCHSCHNITT DEUTSCHE UNTERNEHMEN			<b>3,58%</b>

Quelle: Bloomberg

 Independent Research

Staufenstraße 46  
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0

Telefax: +49 (69) 971490-90

E-Mail: [info@irffm.de](mailto:info@irffm.de)

[www.irffm.de](http://www.irffm.de)