



Independent Research

Investment Research

Deutsche EuroShop

Marktsegment: Prime Standard
Branche: Immobilien

April 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 22.04.2004

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 AG

Kaufen

Ereignis:

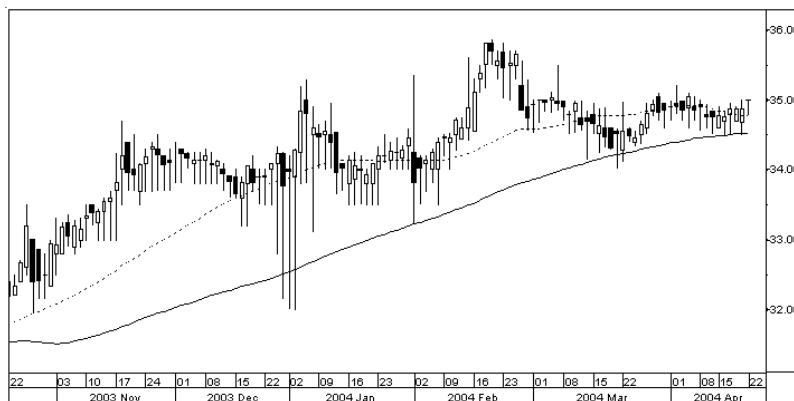
Ergebnis 2003

Einschätzung:

Kaufen

IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Ronald Reepel
Telefon: 069 / 97 14 90-0



Deutsch EuroShop; 22. April 2004

- ⇒ **Die Zahlen für 2003 trafen unsere Erwartungen - die Aussichten für 2004 sind erfreulich**
- ⇒ **Die Umstellung auf IAS und die erstmalige Veröffentlichung des Net Asset Value erhöhen die Transparenz deutlich**
- ⇒ **Der ermittelte Net Asset Value von 43,56 Euro zeigt eine Unterbewertung der Aktie an**
- ⇒ **Das Rendite-Risiko-Profil der Aktie ist aus unserer Sicht weiterhin attraktiv**
- ⇒ **Mit einem Kursziel von 37,00 Euro und einer aktuellen Dividendenrendite von 5,5% empfehlen wir die Aktie weiterhin zum Kauf**

Deutsche EuroShop		Immobilien		Performance					
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	-6,40				
Aktienanzahl (Mio.)	15,625	http://www.deutsche-euroshop.de		Rel. 3 Monate	5,28				
Ø Tagesumsatz	14.280	Letzte Dividende 1,92		Rel. 6 Monate	-6,57				
WKN	748020	Marktkapt.Mio.Euro 547		Rel. 12 Monate	-23,92				
Kurs	34,99	Währung EUR		Beta	0,35				
52W Hoch	35,85	Datum 19.02.2004		Prime All Share	0,083%				
52W Tief	30,20	Datum 01.07.2003		SDAX	6,530%				
Aktionäre:		Familie Otto 21,33%; Free Float 78,77%							
Beteiligungen:		Beteiligung an 14 Einkaufszentren (9 in Deutschland, 1 in Frankreich, 2 in Italien, 1 in Polen und 1 in Ungarn)							
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGV	EV/Umsatz 05e:	17,98	
2002	46,5	15,4	4,9	-2,9	-0,18	neg.	EV/EBIT 05e:	32,21	
2003	49,3	19,6	6,5	-0,5	-0,03	neg.	Div-Rendite 03e:	5,5%	
2004e	52,7	25,3	11,4	1,8	0,12	291,58	CAGR Umsatz 02-05e:	6,9%	
2005e	56,8	31,7	17,8	3,6	0,23	152,13	CAGR JÜ 02-05e:	n.a.	
Zahlen in Mio. Euro außer EpS, hist. KGVs auf Jahresdurchschnittskursen								RL:	HGB

Finanzen: Zahlen 2003 innerhalb der Erwartungen - der Ausblick für 2004 ist erfreulich

Die Zahlen zum abgelaufenen Geschäftsjahr 2003 sind im Rahmen unserer Erwartungen ausgefallen. Die Umsatzerlöse im Konzern erhöhten sich um rd. 6% auf 49,3 (46,5) Mio. Euro und das EBITDA stieg auf 42,0 (37,0) Mio. Euro. Wir sind im Vorfeld der Zahlenbekanntgabe von Umsatzerlösen von 49,1 Mio. Euro ausgegangen. Der Jahresüberschuss wurde durch die bereits zu den Neunmonatszahlen bekannt gegebene Dachsanierung des Shoppingcenters in Udine in Höhe von rd. 2,5 Mio. Euro belastet und führte zu einem kleinen Verlust nach Steuern auf Konzernebene von 0,5 Mio. Euro; im Vorjahr generierte die Deutsche EuroShop noch einen Verlust von 2,9 Mio. Euro. Damit traf das Unternehmen sowohl die eigenen Prognosen als auch unsere Schätzungen auf der Ergebnisebene. Der für eine Ausschüttung an die Aktionäre zur Verfügung stehende Free Cash-Flow stieg um 13% auf 28,0 (24,8) Mio. Euro. Damit hat die Deutsche EuroShop die für 2003 veranschlagte Dividendenauszahlung von 1,92 Euro pro Aktie bzw. von rd. 30 Mio. Euro in Summe fast vollständig aus eigener Kraft erwirtschaften können. Üblicherweise erreichen Immobilienaktien wie die Deutsche EuroShop erst nach dem vollständigen Aufbau des Beteiligungsportfolios die volle prognostizierte Ertragskraft. Nachdem die Deutsche EuroShop seit einigen Monaten voll investiert ist, rechnen wir für 2004 mit einem leichten Übertreffen des Free Cash-Flows von 30 Mio. Euro. Wie in den Vorjahren wird die für 2003 geplante Dividende auf Investorenebene steuerfrei sein.

Obwohl nicht alle Neubauprojekte abgeschlossen waren, konnte die Deutsche EuroShop die geplante Dividende nahezu vollständig aus eigener Kraft erwirtschaften

Höhere Transparenz durch Umstellung auf den Rechnungslegungsstandard IAS und Veröffentlichung des Net Asset Value (NAV)

Auf konkrete Aussagen zum laufenden Jahr hat die Deutsche EuroShop verzichtet. Hintergrund hierfür ist die für 2004 geplante Umstellung des Rechnungslegungsstandards von HGB zum transparenteren und international weiter verbreiteten Standard IAS. Damit verbunden sind i.d.R. im ersten Jahr positive Sondereffekte im Rahmen der Neubewertung der Aktiva, deren tatsächliche Höhe im Vorhinein schwer einschätzbar ist. Unsere Schätzungen basieren auf HGB, da die Deutsche EuroShop erst den Jahresabschluss 2004 in IAS, die Zwischenberichte in 2004 aber noch in HGB erstellen wird. Damit erzielen wir unter dem Jahr eine höhere Vergleichbarkeit unserer Prognosen mit der Unternehmensentwicklung. Für das Gesamtjahr 2004 rechnen wir (nach HGB) mit einem Umsatzzuwachs von 7% auf 52,7 (49,3) Mio. Euro und einem überproportionalen Anstieg des EBIT von über 29% auf 25,3 (19,6) Mio. Euro. Den Jahresüberschuss prognostizieren wir mit 1,8 (-0,5) Mio. Euro; dies korrespondiert mit einem Ergebnis pro Aktie von 0,12 (-0,03) Euro. Für 2005 rechnen wir mit einem Anstieg der Erlöse auf 56,8 Mio. Euro, mit einem EBIT von 31,7 Mio. Euro und einem Nettoergebnis von 3,6 Mio. Euro bzw. mit einem EpS von 0,23 Euro. Ferner wurde zum ersten Mal der Net Asset Value für das Objekt-Portfolio der Deutschen EuroShop ermittelt, das rechnerisch den inneren Wert des Unternehmens wiedergibt. Unabhängige Wertgutachten von Feri Research und GfK PRISMA haben für die Deutsche EuroShop einen NAV zum Stichtag 31.12.2003 von 680,7 Mio. Euro bzw. von 43,56 Euro pro Aktie ermittelt. Im Vergleich zum aktuellen Kurs von rd. 35,00 Euro entspricht dies einem theoretischen Potenzial der Aktie von nahezu 25%. Im Vergleich zu anderen, auch im Ausland notierten Immobilienunternehmen liegt der Abschlag im mittleren Feld. Dies reflek-

Wir begrüßen die gesteigerte Transparenz des Unternehmens durch die Umstellung nach IAS und der Veröffentlichung des NAV

Der NAV von 43,56 Euro zeigt ein theoretisches Kurspotential von bis zu 25%

Selbst mit unserem konservativen Dividend-Discount-Model beläuft sich der faire Wert auf 37,00 Euro

Erzielbare Diversifikationseffekte in einem Aktienportfolio und eine vergleichsweise hohe Dividendenrendite von 5,5% machen die Aktie attraktiv - wir raten zum Kauf des Titels

tiert aus unserer Sicht das solide und verhältnismäßig risikoarme Geschäftsmodell der Deutschen EuroShop. Immobilienaktien mit volatileren Geschäftsmodellen müssen i.d.R. höhere Abschläge an der Börse hinnehmen.

Da die Aktie der Deutschen EuroShop mit der dezidiert geplanten regelmäßigen Dividendenausschüttung teilweise einem Anleiheinvestment nahe kommt, haben wir den Titel mit einem Dividend-Discount-Model bewertet (durchschnittliches Dividenden-Wachstum von 1% p.a.) und haben dadurch einen fairen Wert pro Aktie von 37,00 Euro ermittelt. Damit hat der Kurs der Aktie ein verhältnismäßig geringes Potenzial von rd. 6%, aber die Dividendenrendite ist mit 5,5% erfreulich hoch. Dieses Argument gilt umso mehr, als dass die Dividendenzahlung steuerfrei in den kommenden Jahren ist und einer herkömmlichen Dividendenrendite von deutlich über 7% entspricht.

Fazit:

Die Zahlen für 2003 lagen im Rahmen der Erwartungen und der Ausblick ist insgesamt positiv. Shopping-Center sind gegenwärtig die Art von Immobilien, die wenig Probleme mit Leerständen und Mietausfällen haben. Dies wird aller Voraussicht in 2004 und 2005 eine Fortsetzung finden - das Konsumklima verbessert sich in Deutschland und Europa leicht. Die Deutsche EuroShop plant in 2004 zwei bis drei weitere Investments, die erst einmal fremdfinanziert werden sollen. Über eine mögliche Kapitalerhöhung wird nachgedacht - diese wird aber frühestens in 2005 kommen und nur dann, wenn die zusätzlichen finanziellen Mittel sinnvoll, d.h. ohne Verwässerungseffekte für die Altaktionäre, investiert werden können. Hier spiegelt sich unserer Meinung nach die konservative und sorgfältige Herangehensweise des Managements wider. Vor dem Hintergrund eines Kurspotenzials von 6% und einer jährlich zu erwartenden Dividendenzahlung mit einer Rendite von 5,5% ist die Aktie der Deutschen EuroShop insbesondere vor dem Hintergrund der möglichen Diversifikationseffekte in einem Aktienportfolio für uns ein klarer Kauf.

Unternehmen	Net Asset Value (in Mio. GE)	Market Cap (in Mio. GE)	theoretisches Kurspotenzial
Deutsche EuroShop	648,051	545,940	18,70%
IVG Immobilien	1.671,400	1.060,450	57,61%
Deutsche Wohnen	935,807	559,920	67,13%
Klepierre	2.255,800	2.323,030	-2,89%
Eurocommercial	659,046	707,430	-6,84%
Rodamco Europe	4.326,890	4.314,330	0,29%
Liberty International	2.894,000	2.411,020	20,03%
Durchschnitt			22,01%

Quelle: Independent Research, Unternehmen

 Independent Research

Staufenstraße 46
60323 Frankfurt am Main

Telefon: +49 (69) 971490-0

Telefax: +49 (69) 971490-90

E-Mail: info@irffm.de

www.irffm.de