



Independent Research

Investment Research

Deutsche EuroShop

Marktsegment: SDax
Branche: Immobilien

Januar 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 16.01.2004

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 (Kaufen)

Ereignis:

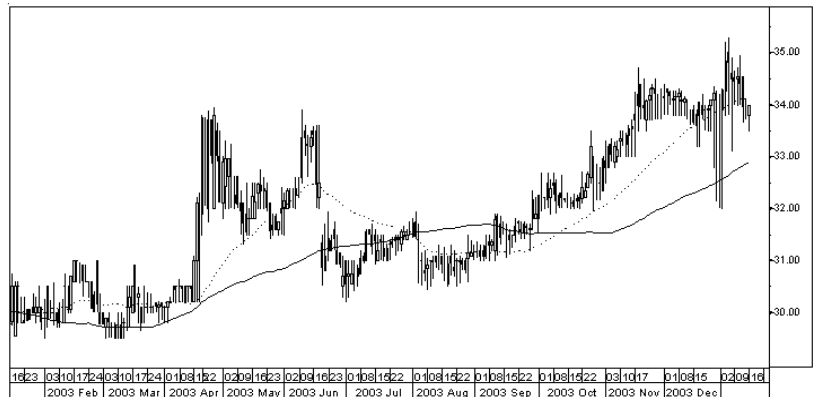
Update

Einschätzung:

Kaufen

IR	3	2	3
Rating	Wachstum	Investor Relations	Konstanz

Ronald Reepel
Telefon: 069 / 97 14 90-0



Deutsche EuroShop; 16. Januar 2004

- ⇒ **Mit der neuen polnischen Beteiligung in Wroclaw ist die Deutsche EuroShop nun vollständig investiert**
- ⇒ **Eine grössere Reparatur im Einkaufszentrum in Udine wird die Ergebnisse in 2003 belasten; der Finanzmittelzufluss stellt sich dennoch als weiterhin stark dar**
- ⇒ **Aus unserer Sicht ist das Rendite-Risiko-Profil der Aktie weiterhin sehr attraktiv**
- ⇒ **Unser Bewertungsmodell ermittelt einen rechnerisch fairen Wert der Aktie von 37,00 Euro - damit besteht ein Kurspotential beim gegenwärtigen Kurs von rd. 10%**

EuroShop AG		Immobilien			Performance			
Land	GE	GJ	31. Dez		Rel. 1 Monat	-5,25		
Aktienanzahl in Mio.	15,625	http://www.deutsche-euroshop.de			Rel. 3 Monate	-7,65		
Ø Tagesumsatz	10625	Letzte Dividende		1,92	Rel. 6 Monate	-10,03		
WKN	748020	Marktkapt.Mio.Euro		531,3	Rel. 12 Monate	-16,06		
Kurs	34,00	Währung		EUR	Beta (adjusted)	0,35		
52W Hoch	35,30	Datum		07.01.2004	Prime All Share	0,081%		
52W Tief	29,50	Datum		03.02.2003	SDAX	6,945%		
Aktionäre:		Familie Otto 21,23%; Free Float 78,77%						
Beteiligungen:		Beteiligung an 14 Einkaufszentren						
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGv	EV/Umsatz 04e:	15,77
2002	46,5	15,4	4,9	-2,9	-0,18	neg.	EV/EBIT 04e:	32,06
2003e	49,1	17,3	3,5	-0,5	-0,03	neg.	Div-Rendite 03e:	5,6%
2004e	50,2	24,1	10,9	1,7	0,11	305,3	CAGR Umsatz 02-05e:	4,0%
2005e	52,3	25,7	13,0	2,8	0,18	187,7	CAGR JÜ 02-05e:	-
Zahlen in Mio. Euro ausser EpS, hist. KGv auf Jahresdurchschnittskursen							RL:	HGB

Mit der neuen polnischen Beteiligung setzt die Deutsche EuroShop ihre Diversifizierungsstrategie konsequent fort

Portfolio: Das Eigenkapital ist nun vollständig investiert

Die Deutsche EuroShop hat zum 31.12.2003 von der IVG Immobilien AG einen 33,3 %-Anteil am Shoppingcenter „Galeria Dominikanska“ im polnischen Wroclaw (Breslau) übernommen. Das anteilige Investitionsvolumen beläuft sich auf 28,6 Mio. Euro. Die Galeria Dominikanska wurde im August 2001 eröffnet und verfügt über rund 100 Shops und Fachgeschäfte, die sich über drei Ebenen mit einer Verkaufsfläche von ca. 30.000 qm verteilen. Die Ladenflächen sind zu 100 % langfristig an renommierte Einzelhandelsunternehmen vermietet. Zu den Ankermietern gehören Media Markt, Ahold, Peek & Cloppenburg und C&A. Die Deutsche EuroShop AG ist nunmehr an 14 Shoppingcentern mit einem anteiligen Volumen von rund 1,2 Mrd. Euro beteiligt und ist damit voll investiert. Das Unternehmen hat damit seine Planungen für 2003 realisiert. Die Beteiligung an diesem in Polen gelegenen Shoppingcenter bewerten wir insbesondere vor dem Hintergrund erzielbarer Diversifikationseffekte für sinnvoll. Hinzu kommt, dass bei ausländischen Shoppingcentern mit höheren Renditen gerechnet werden kann.

Trotz Reduktion unserer Ergebnisschätzungen stellt sich der Finanzmittelzufluss weiterhin als stark dar

Finanzen: Grössere Reparatur belastet die Ergebnisse 2003

Wie bereits im Oktober angekündigt, belastet eine Dachsanierung im Shoppingcenter in Udine mit 0,6 Mio. Euro das Konzernergebnis im dritten Quartal. Die Dachsanierung wird für das Gesamtjahr 2003 mit einem Betrag von rd. 2,5 Mio. Euro veranschlagt und die Deutsche EuroShop wird dadurch auf Konzernebene einen Verlust für das Gesamtjahr von rd. 0,5 Mio. Euro ausweisen müssen. Entsprechend haben wir unser EpS für 2003 auf -0,03 (alt: 0,10) Euro reduziert. Beim Kauf des Shoppingcenters in Udine war die Notwendigkeit der Reparatur des Daches bereits bekannt und im Kaufpreis mit berücksichtigt worden. Neben der in Udine durchgeführten grösseren Reparatur liegen derzeit keine weiteren in anderen Einkaufszentren an. In 2004 muß die Reparatur in Udine mit weiteren geschätzten 1,7 Mio. Euro in der Erfolgsrechnung berücksichtigt werden. Das durch die erreichte Vollinvestition erwartete Wachstum in den Umsatzerlösen wird dadurch zum Teil nivelliert. Für 2004 erwarten wir somit ein EpS von 0,11 (alt: 0,21) Euro. Die deutliche Reduzierung der Gewinnschätzungen macht allerdings keine Alternierung unseres Votums notwendig, da bei Immobilien-Aktien wie der Deutschen EuroShop insbesondere der Cash-Flow die wichtigste Kennziffer darstellt. Wird das EBITDA als Näherung für den Finanzmittelzufluss herangezogen, zeigt sich die Ertragsfähigkeit des Unternehmens: In den ersten neun Monaten stieg das EBITDA um rd. 20% auf 33,5 (28,1) Mio. Euro. Für das Gesamtjahr 2003 rechnen wir mit einem Anstieg des EBITDA auf 39,6 (37,0) Mio. Euro. Entsprechend ist die Deutsche EuroShop auf einem guten Weg, die jährlich ausgeschüttete Dividende von 30 Mio. Euro mittelfristig selbst verdienen zu können.

Die Handelsvolumina verbessern sich - noch reicht es allerdings nicht für einen Aufstieg in den MDax

Aktie: MDax-Phantasie ist weiterhin intakt

Von Kursen um die 31,00 Euro im August/September konnte der Kurs des Titels um rd. 10% auf aktuell über 34,00 Euro steigen. Dies ist für eine Immobilienaktie ein beeindruckender Kursverlauf. In diesem Kursanstieg spiegelt sich aus unserer Sicht die konsequente Umsetzung der kommunizierten Unternehmensstrategie (verstärkte aktive Kommunikation mit dem Kapitalmarkt, Verringerung der Anteile der Grossaktionäre, Vollinvestition der Eigenkapitalmittel; Aufstieg in den SDax) und die Phantasie, mittelfristig in den MDax aufzusteigen, wider. Die Deutsche Euroshop befindet sich hinsichtlich des Kriteriums Marktkapitalisierung nach Angaben der Deutschen Börse für Dezember bereits auf Platz 34 (Nov.: 34), allerdings hinsichtlich des Börsenumsatzes erst auf Rang 77 (Nov.: 80). Dennoch: Im letzten halben Jahr sind die Handelsvolumina in der Aktie durch einen verbreiterten Free Float und einer verstärkten Investor-Relations-Tätigkeit deutlich angewachsen. Während Anfang 2003 das

Monatshandelsvolumen zwischen 30.000 und 60.000 Aktien lag, ist es seit September 2003 auf über 200.000 Stück pro Monat deutlich gestiegen.

Fazit: Wir bestätigen unser Kaufvotum

Mit der Deutschen EuroShop ist eine Immobilienaktie in dem SDAX vertreten, die von dem Portfoliovolumen, der Marktkapitalisierung und des FreeFloats eine Größenordnung besitzt, die für Fonds und andere professionelle Investmentverwalter interessant ist. Aus unserer Sicht ist das Rendite-RisikoProfil der Aktie weiterhin sehr attraktiv: Zum einen verspricht die fokussierte Investmentstrategie in ausgewählten Shoppingcentern eine für Immobilien überdurchschnittliche Rendite, zum anderen bleibt der defensive Charakter eines durch Diversifikation risikominimierten Immobilieninvestments erhalten. Die Dividendenrendite ist trotz des deutlichen Kursanstiegs mit aktuell rd. 5,6% weiterhin attraktiv. Bislang hat das Management die für 2003 in der Unternehmensstrategie veröffentlichten Punkte (Vollinvestition, verstärkte Transparenz etc.) alle umgesetzt. Auch wenn wir unsere Schätzungen für 2003 und 2004 nach unten angepasst haben, zeigt unser Bewertungsmodell (Dividend-Discount-Modell mit einem durchschnittlichen Wachstum der Dividende von 1% p.a.) eine weiterhin bestehende Unterbewertung der Aktie an. Wir empfehlen den Titel mit einem Kursziel von 37,00 Euro weiterhin zum Kauf.

Die Aktie ist unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten aus unserer Sicht weiterhin sehr attraktiv

Gewinn- und Verlustrechnung - Konzern (in Mio. Euro)	2000	2001	2002	2003e	2004e	2005e
1. Umsatzerlöse	0,00	22,72	46,49	49,10	50,20	52,30
2. Sonstige betriebliche Erträge	0,00	0,15	0,27	0,30	0,45	0,60
3. Personalaufwand	0,00	0,02	0,49	0,90	0,93	1,00
4. Abschreibungen	0,00	11,85	21,60	22,30	22,60	22,80
5. Sonstige betriebliche Aufwendungen	0,48	16,47	12,90	14,00	8,70	9,50
6. Erträge aus Beteiligungen	9,10	2,81	4,55	6,10	6,70	7,20
7. Zinssaldo	2,27	-9,65	-11,43	-14,80	-14,20	-13,80
8. Abschreibungen auf Wertpapiere des UV	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	10,89	-12,31	4,89	3,50	10,92	13,00
11. Steuern vom Einkommen und Ertrag	3,92	4,14	7,00	7,80	7,93	8,74
12. Sonstige Steuern	0,00	0,32	0,90	1,00	1,05	1,08
13. Jahresüberschuss	6,97	-16,78	-3,00	-5,30	1,94	3,18
14. Ergebnisanteile Dritter	0,00	1,77	0,12	4,80	-0,20	-0,35
15. Konzernüberschuss nach Anteilen Dritter	6,97	-15,01	-2,88	-0,50	1,74	2,83
16. Gewinnvortrag	0,00	6,62	0,00	0,00	0,00	0,00
17. Entnahmen aus der Kapitalrücklage	0,00	9,74	12,65	10,72	9,86	7,74
18. Einstellungen in die Gewinnrücklage	0,35	0,72	0,91	0,02	0,00	0,00
19. Konzernbilanzgewinn	6,62	0,64	8,85	10,20	11,60	10,57
20. EBITDA	13,17	8,87	37,03	39,60	46,67	48,52
21. EBIT	13,17	-2,99	15,42	17,30	24,07	25,72
22. EBT	10,89	-12,63	4,00	2,50	9,87	11,92
23. EpS (auf Basis 15,6 Mio. Aktien)	n.a.	-0,96	-0,18	-0,03	0,11	0,18

Quelle: Independent Research; Deutsche EuroShop

 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