



Independent Research

---

**Investment Research**

**Deutsche EuroShop AG**

**DES**

**Deutsche EuroShop AG**

**Marktsegment: Prime Standard  
Branche: Immobilien**

**November 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:**

Martin Peter

Frankfurt, den 18.11.2004

## 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 auf Grund 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

## Akkumulieren (Kaufen)

### Ereignis:

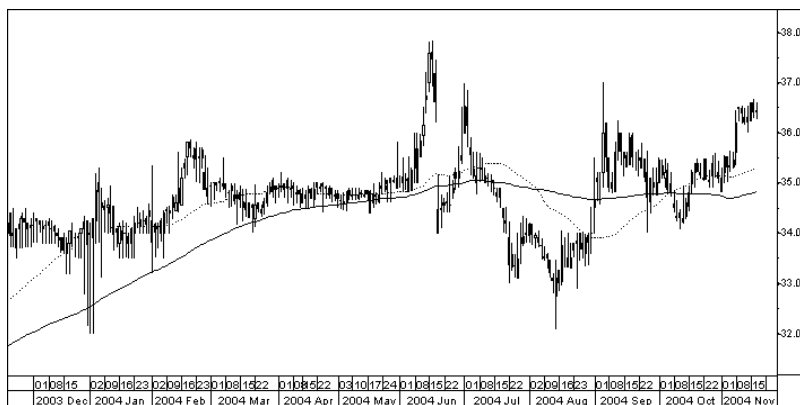
9-Monatszahlen 2004

### Einschätzung:

Akkumulieren (Kaufen)

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

Martin Peter  
Telefon: 069 / 97 14 90 - 21



Deutsche EuroShop AG; 17. November 2004

- ⇒ **Nach neun Monaten erzielte die Deutsche EuroShop AG ein Nettoergebnis von 4,1 (1,1) Mio. Euro - davon stammen rund 3,0 Mio. Euro aus dem Verkauf des Shoppingcenters in Udine**
- ⇒ **Der Konzern wird das aktuelle Portfolio von 14 Shoppingcentern erst in 2005 weiter aufstocken - die Liquidität beträgt derzeit rund 30 Mio. Euro**
- ⇒ **Die anstehende Umstellung auf IFRS-Rechnungslegung (HGB) erfordert Kommunikationsanstrengungen wegen der signifikanten Änderungen bei GuV-Größen und Kennzahlen**
- ⇒ **Mit einem Kursziel von 37,30 Euro und einer Dividendenrendite von 5,3% (nach Steuern) stufen wir die Aktie gemäß unseres neuen Votenschemas mit Akkumulieren (Kaufen) ein**

Deutsche EuroShop		Immobilien		Performance (ggü. MDAX)					
Land	GE	GJ	31. Dez	Rel. 1 Monat	-0,34				
Aktienanzahl (Mio.)	15,625	www.deutsche-euroshop.de		Rel. 3 Monate	1,15				
Ø Tagesumsatz	18.929	Letzte Dividende	1,92	Rel. 6 Monate	-5,49				
WKN	748020	Marktkapt.Mio.Euro	570	Rel. 12 Monate	-13,00				
Kurs	36,45	Währung	EUR	Beta	0,34				
52W Hoch	37,84	Datum	16.06.2004	Prime All Share	0,084%				
52W Tief	32,00	Datum	02.01.2004	MDAX	0,835%				
Aktionäre:	Familie Otto 21,23%; Free Float 78,77%								
Beteiligungen:	Beteiligung an 14 Einkaufszentren (9 in Deutschland, jeweils 1 in Frankreich, Italien, Österreich, Polen und Ungarn)								
GJ	Umsatz	EBIT	EBT	JÜ	EpS	KGv *	EV/Umsatz 05e:	14,3	
2002	46,5	15,4	4,9	-2,9	-0,18	neg.	EV/EBIT 05e:	27,3	
2003	49,3	19,6	6,5	-0,5	-0,03	neg.	Div-Rendite 04e:	5,3%	
2004e	48,3	28,5	10,5	4,6	0,30	121,5	CAGR Umsatz 02-05e:	3,3%	
2005e	51,3	27,0	10,8	3,5	0,23	158,5	NAV 2003 je Aktie (Euro):	43,56	
Zahlen in Mio. Euro außer EpS, hist. KGvs auf Jahresdurchschnittskursen								RL:	HGB
* Das KGv ist bei Immobilienaktien auf Grund branchenspezifischer Besonderheiten auf Konzernebene wenig aussagekräftig.									

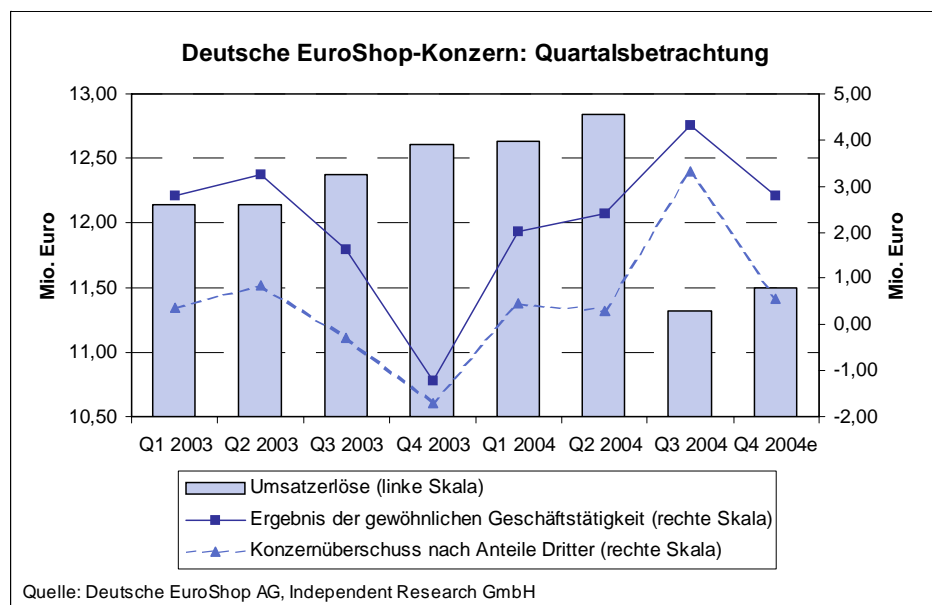
### Gute 9-Monatszahlen - inkl. Sondereffekt aus Shoppingcenter-Verkauf

Konzernüberschuss steigt auf 4,07 (1,10) Mio. Euro

Die Deutsche EuroShop AG (DES) legte Anfang der Woche ihren 9-Monats-Bericht vor und konnte einen unerwartet hohen Konzernüberschuss von 4,07 (1,10) Mio. Euro nach Anteilen Dritter vorlegen. Das Ergebnis je Aktie liegt damit nach drei Quartalen bei 0,26 (0,07) Euro. Für das Gesamtjahr hat das Management einen Überschuss von 4,5 (-0,5) Mio. Euro in Aussicht gestellt, was 0,29 (-0,03) Euro je Aktie entspricht. Zu berücksichtigen bleibt, dass durch den Verkauf des Shoppingcenters im italienischen Udine (Verkaufspreis 62,0 Mio. Euro) ein Buchgewinn von 3,5 Mio. Euro realisiert wurde. Der Anteil dieser Transaktion am Konzernüberschuss liegt bei 3,0 Mio. Euro bzw. 0,19 Euro je Aktie.

Geringe Steigerung beim Konzernumsatz

In den ersten neun Monaten wurde der Konzernumsatz leicht auf 36,8 (36,7) Mio. Euro gesteigert. Bei Bereinigung um das Center in Udine beträgt der Anstieg rund 3%. Für das Gesamtjahr wird ein Umsatz von 48,0 (49,3) Mio. Euro erwartet. Damit bestätigt das Unternehmen zwar erneut die Unabhängigkeit vom allgemeinen Sektortrend (inländische Einzelhandelsumsätze -1,1% ggü. DES +3,8%). Allerdings zeigt sich in der Quartalsbetrachtung (Umsatz -1,1 Mio. Euro ggü. Q3 2003, davon 0,95 Mio. Euro durch Udine-Center) der Effekt aus der kurzfristig notwendig gewordenen Neuvermietung in Wuppertal, die in Q3 zu einem Rückgang der Mieteinnahmen von 0,15 Mio. Euro führte.



Problemfall KarstadtQuelle tangiert möglicherweise auch die DES

Für Q4 erwarten wir einen ähnlichen Quartalseffekt, der dann zu 100% aus dem Udine-Verkauf herrührt. Auf Grund der aktuellen Krise bei KarstadtQuelle könnten in 2005 theoretisch ebenfalls Neuvermietungen erforderlich sein, da der Karstadt-Konzern rund 3,1% der Gesamtmieterlöse der DES generiert (4xKarstadt, 5xRunners Point und 2xSinnLeffers). Insbesondere das Center in Kassel, „City-Point“ (Umsatz 2003: rund 1 Mio. Euro), vermietet rund ein Viertel der Gesamtfläche, d.h. rund 7.300 von 29.400 qm, an Karstadt. Damit verfehlt diese Filiale die neue Größenvorgabe des Karstadt-Managements, während

das Kriterium der Profitabilität für Externe derzeit nicht einschätzbar ist. Tendenziell gegen eine starke Betonung dieses Problems spricht, dass Karstadt mit 50% (DES-Anteil: 40%) als Co-Investor beim Center engagiert ist und damit u. E. kein Interesse an einem problematischen Leerstand haben dürfte. Zudem dürften wie bei den anderen Shoppingcentern der DES langfristige Mietverträge den negativen Effekt eines Worst Case-Szenarios mildern.

### **Umstellung von HGB auf IFRS erfordert verstärkte Kommunikation**

*Derzeit noch Umsetzungsphase ...*

Bei der Umstellung der Rechnungslegung von HGB auf IFRS (weniger Wahlrechte, stärkere Orientierung an Marktwerten) befindet sich das Management noch in der Umsetzungsphase mit den Wirtschaftsprüfern. Erst in einigen Wochen dürfte sich das Ausmaß der unterschiedlichen Regelungen zeigen und u.E. allenfalls kurzfristig für Irritationen sorgen.

*... z.T. signifikante Änderungen bei GuV-Größen und Kennzahlen zu erwarten*

Klar ist, dass der IFRS-Ausweis grundsätzlich das Eigenkapital dauerhaft und (kurzfristig) auch das Ergebnis höher ausfallen läßt. Beispielsweise hätte nach Unternehmensangaben der Konzernverlust in 2003 von 0,5 Mio. Euro nach IFRS einem Konzerngewinn von rund 16,5 Mio. Euro entsprochen. Hauptunterschiede dürften u.E. folgende sein: 1) Umsatz steigt signifikant, da der Konsolidierungskreis größer wird, 2) deutlich geringere Abschreibungen (u.a. keine degressive und keine Sonder-Abschreibungen), 3) Gewinnvorverlagerung (höheres Gewicht des Realisationsprinzips), 4) evtl. notwendig werdende Neubewertungen (Fair Value) von Beteiligungen, 5) Einfluß von Währungseffekten und 6) Umfang der latenten Steuern.

### **Fairer Wert von 37,30 Euro je Aktie (Dividendendiskontierungsmodell)**

*EpS 2004e deutlich nach oben angepasst*

Wir haben unsere Gewinnreihe - insbesondere für 2004 - nach oben angepasst und erwarten jetzt ein EpS 2004 von 0,30 (0,12) Euro und für 2005 von unverändert 0,23 Euro. Bei der Ausschüttungspolitik gehen wir nach wie vor davon aus, dass in 2005 eine Dividende von 1,92 Euro je Aktie für 2004 gezahlt wird. Das Management hat in dieser Woche nochmals bestätigt, in 2004 einen entsprechenden ausschüttungsfähigen Free Cash Flow von über 30 Mio. Euro zu generieren. Die Aktie bietet daher unverändert eine hohe und relativ prognose-sichere Dividendenrendite von aktuell 5,2% nach Steuern.

*Bewertungsmodell unverändert - Neues Votum „Akkumulieren“ (Kaufen)*

Auf Grund der noch unsicheren Rechnungslegungseffekte ändern wir unsere bisherigen Annahmen unseres Dividendendiskontierungsmodells (Wachstum Dividenden durchschnittlich 1% p.a., geforderte Rendite 6,2% p.a.) und damit den resultierenden Fair Value von 37,30 Euro nicht. Bei einem u.E. nur moderatem Aufwärtspotenzial bietet die DES-Aktie aktuell auf Investorenebene eine überdurchschnittlich hohe Dividendenrendite von 5,3% (nach Steuern). Auf Basis unseres neuen vierstufigen Votensystems (bisher: dreistufig) stufen wir die Deutsche EuroShop-Aktie mit Akkulieren (Kaufen) ein.

*Kurzfristig keine signifikante Kursbewegung in Sicht*

Die Aktie hat seit ihrem Jahrestief Mitte August bei 32,90 Euro bereits wieder um rund 11% zugelegt. Die Aufnahme in den MDAX, die verstärkten Kommunikationsbestrebungen und die mittlerweile erreichte Breite der Research-Coverage bilden u.E. ein gutes Fundament

*Neue Impulse für die Aktie erst in 2005*

für eine mittelfristig gute Performance. Kurzfristig dürften u.E. Impulse für eine Out-performance der Aktie fehlen.

Wir erwarten, dass erst bei 1) einem deutlich verbesserten Ausblick 2005 für den deutschen Einzelhandel, 2) einer besseren Visibilität der relevanten Umstellungseffekte in der Rechnungslegung (IFRS statt HGB) und 3) einer Veröffentlichung des NAV 2004 in Q1 2005 sowie 4) einer absehbaren Investition in das „Shoppingcenter Nr. 15“ (aktuell rund 30 Mio. Euro Liquidität) neue Bewertungsspielräume für die DES-Aktie entstehen.

<b>Deutsche EuroShop AG</b>		<b>Gewinn- und Verlustrechnung (Konzern)</b>					
Einheit : Mio. Euro		2000	2001	2002	2003	2004e	2005e
Geschäftsjahresende : 31. Dez							
Rechnungslegungsstandard : HGB							
<b>1. Umsatzerlöse</b>		<b>0,00</b>	<b>22,72</b>	<b>46,49</b>	<b>49,27</b>	<b>48,30</b>	<b>51,30</b>
Veränderung ggü. Vorjahr		-	-	104,59%	5,98%	-1,97%	6,21%
<b>2. Sonstige betriebliche Erträge</b>		<b>0,00</b>	<b>0,15</b>	<b>0,27</b>	<b>0,75</b>	<b>4,85</b>	<b>0,60</b>
in % Umsatz		-	0,64%	0,59%	1,52%	10,04%	1,17%
<b>3. Personalaufwand</b>		<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,49</b>	<b>0,76</b>	<b>0,88</b>	<b>0,95</b>
in % Umsatz		-	0,08%	1,06%	1,54%	1,82%	1,85%
<b>4. Abschreibungen</b>		<b>0,00</b>	<b>11,85</b>	<b>21,60</b>	<b>22,39</b>	<b>22,00</b>	<b>22,80</b>
in % Umsatz		-	52,16%	46,47%	45,44%	45,55%	44,44%
<b>5. Sonstige betriebliche Aufwendungen</b>		<b>0,48</b>	<b>16,47</b>	<b>12,90</b>	<b>12,84</b>	<b>10,80</b>	<b>11,50</b>
in % Umsatz		-	72,49%	27,75%	26,06%	22,36%	22,42%
<b>6. Erträge aus Beteiligungen</b>		<b>9,10</b>	<b>2,81</b>	<b>4,55</b>	<b>6,52</b>	<b>10,00</b>	<b>11,40</b>
in % Umsatz		-	12,38%	9,79%	13,23%	20,70%	22,22%
<b>7. Zinssaldo</b>		<b>2,27</b>	<b>-9,65</b>	<b>-11,43</b>	<b>-14,07</b>	<b>-17,93</b>	<b>-16,20</b>
in % Umsatz		-	-42,46%	-24,58%	-28,56%	-37,12%	-31,58%
<b>8. Abschreibungen auf Wertpapiere des UV</b>		<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
in % Umsatz		-	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>10. Ergebnis der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit</b>		<b>10,89</b>	<b>-12,31</b>	<b>4,89</b>	<b>6,48</b>	<b>11,54</b>	<b>11,85</b>
in % Umsatz		-	-54,18%	10,52%	13,15%	23,89%	23,10%
<b>11. Steuern vom Einkommen und Ertrag</b>		<b>3,92</b>	<b>4,14</b>	<b>7,00</b>	<b>7,82</b>	<b>8,73</b>	<b>6,94</b>
in % EBT		35,98%	-32,80%	175,14%	140,14%	82,83%	64,08%
<b>12. Sonstige Steuern</b>		<b>0,00</b>	<b>0,32</b>	<b>0,90</b>	<b>0,90</b>	<b>1,00</b>	<b>1,02</b>
in % Umsatz		-	1,42%	1,93%	1,83%	2,07%	1,99%
<b>13. Jahresüberschuss</b>		<b>6,97</b>	<b>-16,78</b>	<b>-3,00</b>	<b>-2,24</b>	<b>1,81</b>	<b>3,89</b>
in % Umsatz		-	-73,83%	-6,46%	-4,55%	3,75%	7,58%
<b>14. Ergebnisanteile Dritter</b>		<b>0,00</b>	<b>1,77</b>	<b>0,12</b>	<b>1,74</b>	<b>2,80</b>	<b>-0,35</b>
in % Umsatz		-	7,79%	0,26%	3,53%	5,80%	-0,68%
<b>15. Konzernüberschuss nach Anteilen Dritter</b>		<b>6,97</b>	<b>-15,01</b>	<b>-2,88</b>	<b>-0,50</b>	<b>4,61</b>	<b>3,54</b>
in % Umsatz		-	-66,04%	-6,20%	-1,01%	9,54%	6,90%
<b>EBITDA</b>		<b>13,17</b>	<b>8,87</b>	<b>37,03</b>	<b>42,04</b>	<b>50,47</b>	<b>49,83</b>
in % Umsatz		-	39,02%	79,64%	85,33%	104,49%	97,13%
<b>EBIT</b>		<b>13,17</b>	<b>-2,99</b>	<b>15,42</b>	<b>19,65</b>	<b>28,47</b>	<b>27,03</b>
in % Umsatz		-	-13,14%	33,17%	39,88%	58,94%	52,69%
<b>EBT</b>		<b>10,89</b>	<b>-12,63</b>	<b>4,00</b>	<b>5,58</b>	<b>10,54</b>	<b>10,83</b>
in % Umsatz		-	-55,60%	8,59%	11,33%	21,82%	21,11%
<b>Gewinn je Aktie (Euro)</b>		<b>n.a.</b>	<b>-0,96</b>	<b>-0,18</b>	<b>-0,03</b>	<b>0,30</b>	<b>0,23</b>

Quelle: Deutsche EuroShop AG, Independent Research GmbH

 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)