



Deutsche EuroShop AG

Kurs 20.4.2005 (9:36, Ffm): EUR 40,20 – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **EUR 42,00 (42,00)**

Unternehmensnachrichten

Branche:	Finanzdienstleistungen	
Land:	D	
ISIN:	DE0007480204	
Bloomberg:	DEQ	
Kurs aktuell:	40,20	
	Hoch	Tief
Kurs 52 Wo.:	42,58	32,10
Marktkap. (Mio. EUR):	628,13	
Anzahl Aktien (in Mio.):	15,63	
Gewinn je Aktie: (in EUR)		
2003:	1,22	
2004:	1,78	
2005e:	1,88	
2006e:	2,01	
Kurs-Gewinn-Verhältnis:		
2004:	22,6	
2005e:	21,3	
2006e:	20,0	
Dividende:	in EUR:	in %:
2003:	1,92	- - -
2004:	1,92	4,8%
2005e:	2,00	5,0%
2006e:	2,00	5,0%

Tätigkeit

Die 1997 gegründete Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Zur Zeit umfasst das Beteiligungsportfolio 14 Shoppingcenter in Innenstadtlagen sowie an etablierten Standorten im In- und europäischen Ausland.

Aktuelle Geschäftsentwicklung

Die Deutsche EuroShop AG hat Anfang dieser Woche die Zahlen des Geschäftsjahres 2004 bekannt gegeben, die erstmals nach IFRS aufgestellt worden sind und sich aufgrund der nunmehr weggefallenen Abschreibungen auf die Immobilien zum Teil erheblich von den HGB-Daten unterscheiden.

Nach den neuen Rechnungslegungsvorschriften erhöhten sich die Umsatzerlöse im Konzern um 6,1 % auf 61,4 Mio. €. Die neueröffneten Shoppingcenter im ungarischen Pécs und in Hamburg haben hierzu erstmals beigetragen, wohingegen das zur Jahresmitte verkaufte Center in Italien zu einem Großteil nicht mehr in den Umsätzen enthalten war. Aus diesem Verkauf ergab sich ein einmaliger Veräußerungsgewinn von 4,8 Mio. € (nach HGB: 3,5 Mio. €). Zusätzlich verbucht die Gesellschaft aus unrealisierten Wechselkursgewinnen der ungarischen Tochtergesellschaft Erträge von 2,0 Mio. € (2003: Kursverluste von 2,2 Mio. €), so dass die sonstigen betrieblichen Erträge neben weiteren kleineren Effekten (Buchgewinn aus dem Verkauf von Wertpapieren, Erträge aus Rückstellungsaufösungen) mit 9,3 Mio. € um rund 8,3 Mio. € über dem Vorjahr lagen.

Bei den sonstigen betrieblichen Aufwendungen wurde ein Anstieg um 1,7 Mio. € auf 19,3 Mio. € verzeichnet, wobei die aufwandswirksamen Investitionskosten der im Bau befindlichen Shoppingcenter insbesondere durch die erstmalige Einbeziehung der Objekte in Hamburg und Klagenfurt mit 7,8 Mio. € um 5,5 Mio. € über dem Vorjahr lagen. Daneben sind die o.g. unrealisierten Kursverluste in 2004 nicht mehr angefallen.

Das Zinsergebnis verschlechterte sich zum einen durch die erhöhte Investitionstätigkeit und die damit reduzierten liquiden Mitteln und zum anderen durch die erstmalige Berücksichtigung von Fremdkapitalzinsen bei den Objekten Árkád Pécs sowie Phoenix-Center.

Die Beteiligungserträge konnten sich um 1,3 Mio. € auf 4,8 Mio. € verbessern, wobei erstmals das Ergebnis der polnischen Beteiligungsgesellschaft in Breslau hierzu beigetragen hat.

Nach IFRS bewertet die Gesellschaft ihre Shoppingcenter regelmäßig und weist Veränderungen ergebniswirksam im Jahresabschluss aus. In 2004 lag das Bewertungsergebnis mit 8,0 Mio. € um 2,5 Mio. € über dem Vorjahreswert.

Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) erhöhte sich in 2004 um 25% auf 50,7 Mio. €, das EBT (Ergebnis vor Steuern) um 37% auf 38,2 Mio. €. Nach Abzug der Ertragsteuern in Höhe von 10,8 Mio. €, die sich insbesondere aus 8,1 Mio. € latenten Ertragsteuern zusammensetzen, sowie 1,0 Mio. € sonstiger Steuern (im wesentlichen Grundsteuern) und der Ergebnisanteile Dritter errechnet sich ein Konzernjahresüberschuss von 27,7 Mio. € (+46%), so dass der Gewinn je Aktie bei 1,78 € liegt. Davon entfallen angabegemäß 1,32 € je Aktie (74%) auf das operative Geschäft (2003: 0,93 €) und 0,46 € (26%) auf das Bewertungsergebnis (2003: 0,29 €).

Wie von uns erwartet wird der Vorstand der Hauptversammlung (23. Juni 2005) vorschlagen, eine unveränderte Dividende in Höhe von 1,92 € je Aktie auszuschütten. Diese wird wie in den vergangenen Jahren steuerfrei sein, so dass die Nachsteuerrendite auf aktuellem Kursniveau bei rund 4,8% liegt.

Weiterhin hat der Konzern berichtet, dass der Net Asset Value zum 31.1.2004 auf 43,96 € je Aktie gestiegen ist (2003: 43,68 €).

Ausblick

Die Planungen des Managements gehen für 2005 von einer Steigerung der Umsatzerlöse auf 68 – 72 Mio. € aus. Hierzu werden die in 2004 eröffneten Center, aber auch das im Februar 2005 fertiggestellte Forum Wetzlar beitragen. Die positive Umsatzentwicklung soll sich dann auch auf der Ertragsseite widerspiegeln, so dass die Gesellschaft auf operativer Ebene (EBIT) ein Ergebnis in einer Bandbreite von 53 - 56 Mio. € (2003 währungsbereinigt: 48,6 Mio. €) erwartet. In diesen Planungen ist ein mögliches Bewertungsergebnis, das sowohl positiv wie negativ ausfallen kann, angabegemäß nicht enthalten. Obwohl das Ergebnis vor Ertragsteuern (EBT) in 2004 aufgrund des einmaligen Veräußerungsgewinns und Erträgen aus der Auflösung von Rückstellungen positiv beeinflusst gewesen ist, erwartet der Vorstand für das laufende Geschäftsjahr ein währungsbereinigtes Vorsteuerergebnis auf Vorjahresniveau in Höhe von 28-30 Mio. €, was bereinigt um die Sondereffekte in 2004 einer Steigerung von 20 - 30% entsprechen würde.

Weiterhin hat das Management bekräftigt, auch in 2005 weiter akquirieren zu wollen und avisiert ein Volumen von 100 - 150 Mio. € (2004: 154 Mio. €). Abgesehen von der Restliquidität in Höhe von rund 35 Mio. € soll dieses Volumen dann fremdfinanziert werden. Eine Kapitalerhöhung ist angabegemäß weiterhin nicht vor 2006 geplant. Als Akquisitionen zählen für das Management neben weiteren Beteiligungen an Shoppingcentern auch Aufstockungen von bestehenden Beteiligungsquoten.

Die seit kurzem vakante Position des zweiten Vorstandsmitglieds soll im laufenden Jahr wieder neu besetzt werden.

Fazit

Die nun vorgelegten Geschäftszahlen nach dem internationalen Rechnungslegungsstandard zeigen wie von uns vermutet eine exaktere Ertragskraft des Konzerns als es die HGB-Zahlen ausgedrückt haben, da nun die regelmäßigen Abschreibungen auf die Immobilien nicht mehr vorgenommen werden müssen.



Bankhaus Lampe

Die operativen Zahlen belegen darüber hinaus, dass sich die Einzelhändler in den Shoppingcentern der Deutschen EuroShop im Vergleich zu den Wettbewerbern überproportional entwickelt haben. Aus diesem Grund sehen wir auch der für 2005 avisierten Steigerung von Umsatz und Ertrag positiv entgegen. Nachdem wir im Zuge der Vorlage des 2004er-Abschlusses auch unsere Planungsrechnung auf IFRS umgestellt haben, errechnen wir für 2005 bzw. 2006 insgesamt ein Ergebnis je Aktie von 1,88 € bzw. 2,01 €.

Als Pluspunkte für eine Anlage in die Deutsche EuroShop-Aktie sehen wir unverändert die klare Investitionsstrategie mit der ausschließlichen Konzentration auf ertragsstarke Einkaufszentren mit Schwerpunkt Deutschland, die langlaufenden Mietverträge, die zu gesicherten und kontinuierlichen Einnahmen führen, das professionelle Centermanagement durch führende und erfahrene Dienstleister wie die ECE sowie das Total Expense Ratio, das unter 0,5% des Eigenkapitals liegt und damit deutlich niedriger ausfällt als beispielsweise bei offenen Immobilienfonds.

Der aus unserer Sicht jedoch entscheidende Investmentaspekt ist die attraktive und darüber hinaus zur Zeit noch steuerfreie Dividendenrendite (unseren Schätzungen nach noch mindestens 6 - 8 Jahre).

Negativaspekte sehen wir in der schwachen Entwicklung des Einzelhandels im Inland und in der Tatsache, dass die Verantwortung nur bei wenigen handelnden Personen liegt. Risiken erkennen wir darüber hinaus in einer sich möglicherweise ändernden Steuerpolitik in Bezug auf Mindestbesteuerung oder Begrenzung des Verlustabzuges, dem Risiko von Mietausfällen, was jedoch durch die Mieterstruktur minimiert wird sowie der Tatsache, dass deutliches Wachstum fast ausschließlich nur über Kapitalerhöhungen möglich ist.

Angesichts der aktuellen Geschäftsentwicklung können wir uns vorstellen, dass es für das laufende Geschäftsjahr zu einer leichten Anhebung der Ausschüttung kommen kann. Mit Blick auf die hohe steuerfreie Dividendenzahlung und den Diversifikationscharakter der Aktie halten wir den Wert unverändert für ein attraktives, langfristiges Investment. Da der Kurs der Aktie jedoch nahe unserem Kursziel von 42 € liegt und somit das Kurspotenzial aus unserer Sicht eher begrenzt ist, bestätigen wir unsere Anlageeinschätzung mit Halten, wobei wir uns vorstellen können, dass es im Vorfeld der Hauptversammlung zu weiteren Kursgewinnen kommen kann.

Gewinn- und Verlustrechnung

Deutsche EuroShop AG										
in Mio. Euro	2002		2003*		2004		2005e		2006e	
Umsatz	46,5	100,0%	57,9	100,0%	61,4	100,0%	70,0	100,0%	75,0	100,0%
- zum Vorjahr in Prozent	104,6%		---		6,1%		14,0%		7,1%	
Personalaufwendungen	0,5	1,1%	0,8	1,3%	0,8	1,3%	1,0	1,4%	1,3	1,7%
- zum Vorjahr in Prozent	2456,7%		---		7,5%		20,5%		30,1%	
Abschreibungen	21,6	46,5%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
- zum Vorjahr in Prozent	82,3%		---		7,7%		0,0%		7,1%	
Sonst. betrieblichen Erträge**	4,8	10,4%	1,0	1,8%	9,3	15,2%	1,4	2,0%	1,5	2,0%
- zum Vorjahr in Prozent	129,5%		---		-795,8%		85,0%		-7,1%	
Sonst. betrieblichen Aufwendungen	-12,9	-27,8%	-17,6	-30,5%	-19,3	-31,4%	-11,9	-17,0%	-12,8	-17,0%
- zum Vorjahr in Prozent	-558,7%		---		9,2%		-38,2%		7,1%	
EBIT	16,3	35,1%	40,5	70,0%	50,7	82,5%	58,5	83,6%	62,5	83,3%
- zum Vorjahr in Prozent	713,1%		---		25,1%		15,4%		6,8%	
Finanzergebnis***	-11,4	-24,6%	-12,6	-21,9%	-12,5	-20,3%	-15,8	-22,5%	-16,9	-22,5%
- zum Vorjahr in Prozent	18,4%		---		-1,2%		26,1%		7,1%	
Ergebnis vor Steuern	4,9	10,5%	27,9	48,2%	38,2	62,2%	42,8	61,1%	45,6	60,8%
- zum Vorjahr in Prozent	---		---		37,0%		12,0%		6,6%	
Steuern	7,9	17,0%	8,5	14,7%	11,8	19,1%	12,8	18,3%	13,7	18,2%
- zum Vorjahr in Prozent	---		---		38,3%		9,1%		6,6%	
Steuerquote	161,4%		30,5%		30,8%		30,0%		30,0%	
Jahresüberschuss	-3,0	-6,5%	19,4	33,5%	26,4	43,0%	29,9	42,8%	31,9	42,5%
- zum Vorjahr in Prozent	---		---		36,4%		13,3%		6,6%	
Saldo Bereinigungspositionen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Anteile Dritter	0,1	0,3%	-0,4	-0,6%	1,3	2,1%	-0,5	-0,7%	-0,5	-0,7%
Bereinigter Jahresüberschuss	-2,9	-6,2%	19,0	32,9%	27,7	45,2%	29,4	42,0%	31,4	41,9%
- zum Vorjahr in Prozent	80,8%		---		---		6,1%		6,7%	
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,625		15,625		15,625		15,625		15,625	
Ergebnis je Aktie in EURO	-0,18		1,22		1,78		1,88		2,01	

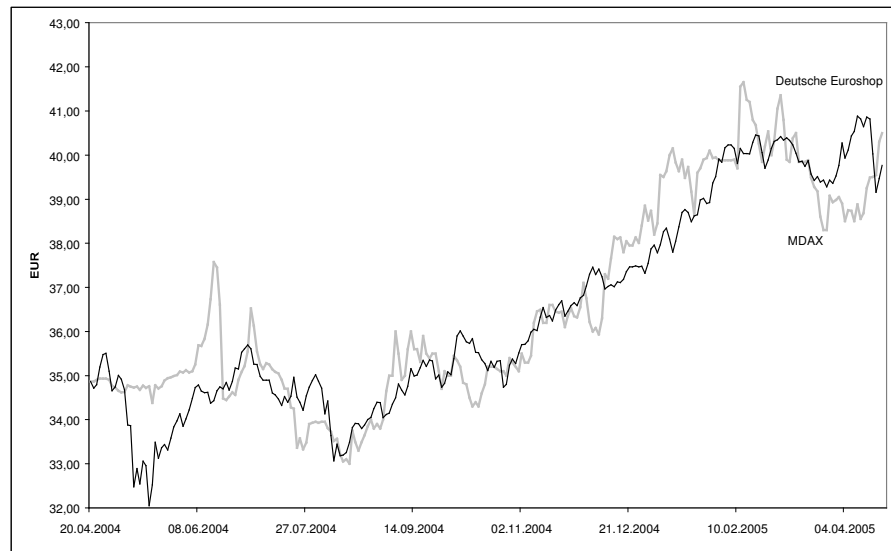
* ab 2003 nach IFRS

** in 2002 inkl. Beteiligungsergebnis

*** ab 2003 inkl. Beteiligungsergebnis und Bewertungsergebnis von Finanzinstrumenten und Immobilien



Chart



Termine

- Quartalsbericht: 10. Mai 2005
- Hauptversammlung: 23. Juni 2005
- Halbjahreszahlen: 10. August 2005
- Neun-Monats-Zahlen: 10. November 2005

Disclosures

Die Einstufung von Aktien beruht auf der Erwartung des/der Analysten hinsichtlich der Wertentwicklung der Aktie während eines Zeitraums von zwölf Monaten. Innerhalb dieses allgemeinen Rahmens bedeutet die Einstufung „Kauf“, dass die erwartete Wertentwicklung mindestens 10% ist. „Halten“ bedeutet eine Kursbewegung in einer Bandbreite von 0% bis 10%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung negativ ist. Sofern nicht anders angegeben ist, beruhen genannte Kursziele entweder auf einer Discounted-Cash-flow-Bewertung oder auf einem Vergleich der Bewertungskennzahlen von Unternehmen, die der jeweilige Analyst für vergleichbar erachtet, oder auf einer Kombination dieser beiden Analysen. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird vom Analysten unter Berücksichtigung der möglichen Entwicklung des Börsenklimas angepasst.

Übersicht über unsere Empfehlungen für die Aktie in den vergangenen zwölf Monaten:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
14.7.2004	35,00 €	Halten	38,00 €
17.8.2004	33,61 €	Kaufen	38,00 €
16.11.2004	36,50 €	Halten	39,00 €
17.1.2005	40,05 €	Halten	42,00 €

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (Stand: 15.4.2005):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	37,2%	0,0%
Halten	45,3%	100,0%
Verkaufen	17,4%	0,0%

Mögliche Interessenkonflikte können mit folgenden, in diesem Research-Report genannten Gesellschaften existieren.

Gesellschaft	Disclosure
Deutsche EuroShop	- - -

1. Das Bankhaus Lampe und/oder eine Tochtergesellschaft halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals an dieser Gesellschaft.
2. Das Bankhaus Lampe und/oder eine Tochtergesellschaft handeln regelmäßig in Aktien dieser Gesellschaft.
3. Das Bankhaus Lampe und/oder eine Tochtergesellschaft halten an den Aktien dieser Gesellschaft eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.
4. Das Bankhaus Lampe und/oder eine Tochtergesellschaft gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere dieser Gesellschaft übernommen hat.
5. Innerhalb der letzten zwölf Monate haben das Bankhaus Lampe und/oder eine Tochtergesellschaft für diese Gesellschaft gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.
6. Das Bankhaus Lampe und/oder eine Tochtergesellschaft sind Marketmaker für Wertpapiere dieser Gesellschaft.
7. Das Bankhaus Lampe und/oder eine Tochtergesellschaft treten für diese Gesellschaft als Makler (Corporate Broker) auf.
8. Der Verfasser oder einer seiner Mitarbeiter halten unmittelbar Wertpapiere oder hierauf bezogene Derivate dieser Gesellschaft.
9. Ein Mitglied der Geschäftsleitung oder ein Mitarbeiter des Bankhaus Lampe und/oder einer Tochtergesellschaft sind Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft.
10. Das Bankhaus Lampe und/oder eine Tochtergesellschaft erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking an.
11. Die Bewertungsaussagen in dieser Finanzanalyse sind vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert worden.
12. Diese Studie ist im Auftrag der hier beschriebenen Gesellschaft entgeltlich erstellt worden.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Lurgallee 12, 60439 Frankfurt

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die wir als zuverlässig erachten. Wir können jedoch keine Gewähr für die Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Alle Meinungen und Bewertungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können ohne vorherige Ankündigung jederzeit geändert werden.

Die Veröffentlichung dient ausschließlich **Informationszwecken**. Die Inhalte sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren zu verstehen. Ob die in dieser Studie enthaltene Anlageempfehlung für Sie im Hinblick auf Ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist, sollten Sie vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater Ihrer Bank klären.

Diese Veröffentlichung richtet sich nur an Personen, die in der Bundesrepublik Deutschland ihren dauerhaften Wohnsitz haben. Sie richtet sich ausdrücklich nicht an Personen in Ländern/Jurisdiktionen, in denen die Veröffentlichung dieser Informationen oder der Vertrieb der in dieser Studie analysierten Wertpapiere verboten ist. Personen, die solchen Beschränkungen etwa im Hinblick auf ihren Wohnsitz, ihre Nationalität oder andere Gründe unterliegen, dürfen diese Information nicht nutzen.

Weder diese Veröffentlichung noch eine Kopie dieser Veröffentlichung, auch nicht auszugsweise, darf ohne vorherige schriftliche Erlaubnis der Bankhaus Lampe KG an unberechtigte Personen oder Unternehmen verteilt oder übermittelt werden.

Roland Könen, CIIA, CEFA

Tel.: 0211/4952-637 Fax: -494

roland.koenen@lampebank.de