



## Bankhaus Lampe

# Deutsche EuroShop AG

Kurs 26.4.2006 (16:46; Ffm.): EUR 56,59 – Einschätzung: **Halten (Halten)** – Kursziel 12 Monate: **EUR 60,00 (50,00)**

## Unternehmensnachrichten

<b>Branche:</b>	Finanzdienstleistungen	
<b>Land:</b>	D	
<b>ISIN:</b>	DE0007480204	
<b>Bloomberg:</b>	DEQ	
<b>Kurs aktuell:</b>	56,59	
	<b>Hoch</b>	<b>Tief</b>
<b>Kurs 52 Wo.:</b>	58,20	37,50
<b>Marktkap. (Mio. EUR):</b>	972,64	
<b>Anzahl Aktien (in Mio.):</b>	17,19	
<b>Gewinn je Aktie: (in EUR)</b>		
<b>2004:</b>	1,78	
<b>2005:</b>	2,83	
<b>2006e:</b>	2,22	
<b>2007e:</b>	2,02	
<b>Kurs-Gewinn-Verhältnis:</b>		
<b>2005:</b>	20,0	
<b>2006e:</b>	25,5	
<b>2007e:</b>	28,1	
<b>Dividende:</b>	<b>in EUR:</b>	<b>in %:</b>
<b>2004:</b>	1,92	---
<b>2005:</b>	2,00	3,5%
<b>2006e:</b>	2,00	3,5%
<b>2007e:</b>	2,10	3,7%

### Tätigkeit

Die 1997 gegründete Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Immobilienaktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Zur Zeit umfasst das Beteiligungsportfolio 16 Shoppingcenter in Innenstadtlagen sowie an etablierten Standorten im In- und europäischen Ausland.

### Aktuelle Geschäftsentwicklung

Die Deutsche EuroShop AG hat in der letzten Woche die Daten für das abgelaufene Geschäftsjahr 2005 vorgestellt. Bereits Ende Januar hatte der Konzern über einzelne vorläufige Kennzahlen berichtet, wobei die endgültigen Zahlen aufgrund noch höherer Bewertungsergebnisse jetzt noch etwas besser ausgefallen sind. Ebenso hat das Management den Ausblick für 2006 nach oben angehoben und dabei weiter konkretisiert.

Die wichtigsten Daten stellen sich wie folgt dar:

- Die Umsatzerlöse im Konzern erhöhten sich im Geschäftsjahr 2005 um 17,4 % auf 72,1 Mio. €, wobei der Zuwachs wie bereits in den ersten drei Quartalen im Wesentlichen auf die neu eröffneten Shoppingcenter zurückzuführen war. Das Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) erhöhte sich um 15,6% auf 57,5 Mio. €.
- Die Leerstandsquote lag wie schon im Vorjahr unter 1 %. Der Wertberichtigungsbedarf aus Mietausfällen lag mit rund 0,2 Mio. € auf einem äußerst niedrigen Niveau.
- Das Finanzergebnis reduzierte sich um 5,8 Mio. € auf -26,4 Mio. €, was zum einen auf die erhöhte Investitionstätigkeit und die dadurch reduzierten liquiden Mittel und zum anderen auf die gestiegenen Zinsaufwendungen durch die Berücksichtigung von Fremdkapitalzinsen der neu eröffneten Shoppingcenter zurückzuführen war.
- Das Bewertungsergebnis stieg im Vorjahresvergleich von 8,0 Mio. € auf 49,9 Mio. € und lag damit über unseren Schätzungen von 31 Mio. €. Angabegemäß trugen die neu eröffneten Center in Hamburg und Wetzlar mit einem Bewertungsgewinn in Höhe von 33,8 Mio. € maßgeblich zu diesem Anstieg bei. Die Bestandsobjekte erzielten Wertzuwächse von 25,2 Mio. € (+2%). Bei einem nicht näher spezifizierten deutschen Objekt musste die Gesellschaft jedoch um 6,6 Mio. € abwerten.
- Das Ergebnis vor Steuern erhöhte sich insbesondere durch das hohe Bewertungsergebnis um 117,6% auf 81,1 Mio. €. Nach Abzug der Ertragsteuern errechnet sich ein Konzernergebnis von 61,7 Mio. € (2004: 26,4 Mio. €). Davon entfallen auf die Konzernaktionäre 48,7 Mio. € und auf Anteile Dritter 12,9 Mio. €.

- Der unverwässerte Gewinn je Aktie (Aktienanzahl vor Kapitalerhöhung im November 2005) lag bei 3,09 € (2004: 1,78 €). Davon entfallen angabegemäß 1,24 € je Aktie (2004: 1,32 €) auf das operative Geschäft (-6 %) und 1,85 € (2004: 0,46 €) auf das Bewertungsergebnis (+302 %). Bei der Analyse muss beachtet werden, dass der operative Gewinn im Vorjahr durch einmalig erzielte Veräußerungs- und Währungsgewinne positiv beeinflusst gewesen ist. Auf Basis der neuen Aktienanzahl errechnet sich ein Ergebnis je Aktie von 2,83 €.
- Die Gesellschaft schlägt wie erwartet vor, die steuerfreie Dividende von 1,92 € je Aktie auf 2,00 € anzuheben (Hauptversammlung: 22. Juni 2006).
- 2005 hat sich der Net Asset Value (NAV) von 43,96 € auf 46,22 € je Aktie erhöht.

### **Shopping-Center in Frankreich verkauft**

Der Konzern hat weiterhin mitgeteilt, dass das „Center Shopping Etrembières“ in Annemasse Mitte April 2006 im Rahmen eines Share Deals an französische Investoren zu einem Preis von rund 42 Mio. € verkauft worden ist. In der Vergangenheit hatte sich das Management wiederholt dahingehend geäußert, dass das französische Center aus strategischen Überlegungen zum Verkauf steht, so dass der Verkauf für uns nicht überraschend gekommen ist. Die Gesellschaft erwartet aus dieser Transaktion im 2. Quartal 2006 einen zusätzlichen Ergebnisbeitrag vor Steuern von rund 0,8 Mio. € und nach Steuern aufgrund von Auflösungen latenter Steuern von mind. 3,5 Mio. €.

### **Ausblick**

Für das Geschäftsjahr 2006 rechnet die Gesellschaft mit Umsatzerlösen zwischen 91 und 94 Mio. €. Das organische Wachstum soll dabei rund 1% betragen, so dass der größte Umsatzeffekt aus den neuen Shoppingcentern Klagenfurt (9 Monate konsolidiert), Dessau (12 Monate) und Main-Taunus-Zentrum MTZ (nach Aufstockung der Anteile: Konsolidierung statt Beteiligungsergebnis) resultiert.

Beim währungsbereinigten Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT) erwartet das Management einen Anstieg auf 72 bis 75 Mio. €. Hier wirkt sich u.a. auch die Konsolidierung des MTZ positiv aus, wohingegen das Beteiligungsergebnis folglich deutlich zurückgehen wird. Das Ergebnis vor Steuern (währungsbereinigtes EBT ohne Bewertungsergebnis) soll dann zwischen 37 und 40 Mio. € liegen. Der Verkauf in Frankreich (Umsatz 2005: 3,4 Mio. €) ist nach Angaben des Managements in dem oben genannten Ausblick noch nicht berücksichtigt.

Das abgewertete deutsche Shoppingcenter besitzt nach Angaben des Managements in 2006 wieder Aufholpotenzial. Die Gesellschaft hatte den Buchwert im Abschluss 2005 niedriger angesetzt, da sich die Umsatz- und Wirtschaftsentwicklung bei zwei Mietern negativ dargestellt hatte. Zurzeit arbeitet das Centermanagement daran, die Mieter auszuwechseln, so dass zum Jahresende wieder eine Aufwertung denkbar ist.



# Bankhaus Lampe

## Fazit

Angesichts der Gesamtjahreszahlen 2005 erkennen wir, dass sich die solide Entwicklung der einzelnen Shoppingcenter der Gesellschaft wie in den ersten neun Monaten 2005 auch im Abschlussquartal des vergangenen Geschäftsjahres erwartungsgemäß fortgesetzt hat und unseres Erachtens sich auch zukünftig zeigen wird. Auf der einen Seite zeigt das hohe Bewertungsergebnis als Folge der internationalen Rechnungslegung, dass es in den kommenden Perioden zum Teil zu hohen Ergebnisschwankungen kommen kann. Die Abwertung eines deutschen Shoppingcenters verdeutlicht darüber hinaus, dass es in einer zukünftigen Periode auch zu einer negativen Ergebnisentwicklung kommen könnte.

Auf der anderen Seite verdeutlicht das hohe Bewertungsergebnis aber auch die Qualität der einzelnen Shoppingcenter des Portfolios sowie die konservative Bilanzierung, die unseres Erachtens auch nach den Aufwertungen unverändert vorhanden ist. So lag der durchschnittliche Abzinsungsfaktor in 2005 bei rund 6,5%. Andere Immobilienaktiengesellschaften, insbesondere im europäischen Ausland, bilanzieren hier mit zum Teil deutlich niedrigeren Faktoren und damit aggressiver.

Unseres Erachtens ist derzeit neben der steuerfreien Ausschüttung insbesondere die gerade von ausländischen Investoren ausgelöste Nachfrage nach deutschen Immobilien ein entscheidender Treiber für die Aktie der Deutschen EuroShop. Mit Blick auf die steuerfreie Dividendenzahlung (Rendite über 3%) und den Diversifikationscharakter der Aktie halten wir den Wert unverändert für ein attraktives, langfristiges Investment. Nachdem das Management die Prognose für 2006 konkretisiert und angehoben hat, haben wir auch unser Bewertungsmodell überarbeitet, das uns derzeit einen fairen Wert je Aktie von rund 60 € zeigt. Angesichts der Kurssteigerungen der letzten Wochen halten wir trotz unseres erhöhten Kursziels von 50,00 € auf 60,00 € an unserer Halten-Empfehlung fest.

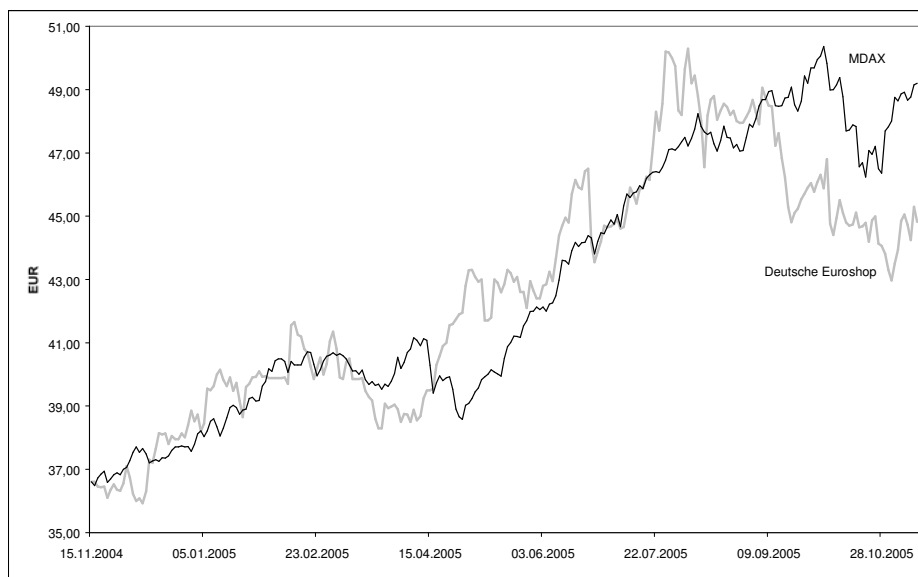
# Gewinn- und Verlustrechnung

Deutsche EuroShop AG								
in Mio. Euro	2004		2005		2006e		2007e	
<b>Umsatz</b>	<b>61,4</b>	<b>100,0%</b>	<b>72,1</b>	<b>100,0%</b>	<b>92,0</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0%</b>
- zum Vorjahr in Prozent	<b>6,1%</b>		<b>17,4%</b>		<b>27,6%</b>		<b>8,7%</b>	
Grundstücksbetriebskosten	11,4	18,6%	7,9	10,9%	9,0	9,8%	10,0	10,0%
- zum Vorjahr in Prozent			-31,0%		14,4%		11,1%	
Grundstücksverwaltungskosten	4,3	7,0%	4,5	6,2%	4,8	5,2%	5,2	5,2%
- zum Vorjahr in Prozent			3,3%		7,6%		8,3%	
Sonst. betrieblichen Erträge	9,3	15,2%	2,3	3,1%	3,1	3,4%	2,5	2,5%
- zum Vorjahr in Prozent			75,8%		-36,9%		19,4%	
Sonst. betrieblichen Aufwendungen	5,3	8,6%	4,6	6,3%	5,5	6,0%	6,5	6,5%
- zum Vorjahr in Prozent			-13,8%		20,7%		18,2%	
<b>EBIT</b>	<b>49,8</b>	<b>81,0%</b>	<b>57,5</b>	<b>79,7%</b>	<b>75,8</b>	<b>82,4%</b>	<b>80,8</b>	<b>80,8%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			<b>15,6%</b>		<b>31,8%</b>		<b>6,6%</b>	
Beteiligungserträge	4,8	7,8%	5,0	6,9%	1,3	1,4%	1,4	1,4%
- zum Vorjahr in Prozent			4,2%		-74,0%		7,7%	
Zinsergebnis	-25,3	-41,2%	-31,4	-43,5%	-35,0	-38,0%	-37,0	-37,0%
- zum Vorjahr in Prozent			23,9%		11,6%		5,7%	
<b>Bewertungsergebnis</b>	<b>8,0</b>	<b>13,1%</b>	<b>49,9</b>	<b>69,3%</b>	<b>20,0</b>	<b>21,7%</b>	<b>15,0</b>	<b>15,0%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			<b>522,9%</b>		<b>-60,0%</b>		<b>-25,0%</b>	
<b>Ergebnis vor Steuern</b>	<b>37,3</b>	<b>60,7%</b>	<b>81,1</b>	<b>112,4%</b>	<b>62,1</b>	<b>67,5%</b>	<b>60,2</b>	<b>60,2%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			<b>117,6%</b>		<b>-23,4%</b>		<b>-3,1%</b>	
Steuern	10,8	17,6%	20,1	27,8%	14,0	15,2%	16,6	16,6%
- zum Vorjahr in Prozent			85,1%		-30,4%		18,5%	
Steuerquote	29,1%		24,7%		22,5%		27,5%	
<b>Konzernjahresüberschuss</b>	<b>26,4</b>	<b>43,0%</b>	<b>61,0</b>	<b>84,6%</b>	<b>48,1</b>	<b>52,3%</b>	<b>43,6</b>	<b>43,6%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			<b>130,9%</b>		<b>-21,1%</b>		<b>-9,3%</b>	
Anteile Dritter	-1,3	-2,1%	12,9	18,0%	10,0	10,9%	9,0	9,0%
<b>Jahresüberschuss nach Anteilen Dritter</b>	<b>27,7</b>	<b>45,2%</b>	<b>48,1</b>	<b>66,7%</b>	<b>38,1</b>	<b>41,4%</b>	<b>34,6</b>	<b>34,6%</b>
- zum Vorjahr in Prozent			<b>73,4%</b>		<b>-20,7%</b>		<b>-9,1%</b>	
Anzahl der Aktien (Mio.)	15,625		17,187		17,187		17,187	
<b>Ergebnis je Aktie in EURO</b>	<b>1,78</b>		<b>2,83</b>		<b>2,22</b>		<b>2,02</b>	



# Bankhaus Lampe

## Chart



## Termine

- Quartalsbericht: 15. Mai 2006
- Hauptversammlung: 22. Juni 2006
- Halbjahreszahlen: 11. August 2006
- Neun-Monats-Zahlen: 14. November 2006

# 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 Deutsche EuroShop in den vergangenen zwölf Monaten:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
11.5.2005	41,45 €	Halten	42,00 €
4.7.2005	44,51 €	Halten	44,00 €
10.8.2005	48,70 €	Halten	50,00 €
15.11.2005	45,00 €	Kaufen	50,00 €
18.1.2006	48,83 €	Halten	50,00 €

## Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (Stand: 1.4.2006):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	32,6%	100,0%
Halten	50,7%	0,0%
Verkaufen	16,7%	0,0%

---

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

Gesellschaft	Disclosure
Deutsche EuroShop	8

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.

**26. April 2006**  
**Roland Könen, CIIA, CEFA**

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

**roland.koenen@lampebank.de**