



19.03.10 9:37
KAUFEN (zuvor: KAUFEN)
 akt. Kurs (ETR): 23,45 €
 aktuelles Kursziel: 26,50 €
 vorheriges Kursziel: 26,50 €

Branche: Immobilien

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

Land: D
ISIN: DE0007480204
Bloomberg: DEQ

Kurs 52 Wochen

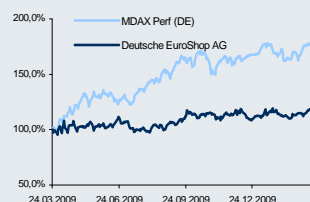
Hoch: 24,33 €
Tief: 19,41 €
Marktkap. (in Mio. €): 1.034,5
Anzahl Aktien (in Mio.): 44,1
Free-float: 82,0%

	Gewinn/Aktie	KGV
2008	2,00 €	---
2009e	0,94 €	25,3
2010e	1,17 €	20,1
2011e	1,52 €	15,4

	Dividende	Rendite
2008	1,05 €	---
2009e	1,05 €	4,5%
2010e	1,05 €	4,5%
2011e	1,10 €	4,7%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2008	14,7	17,3
2009e	13,4	15,5
2010e	14,6	17,1
2011e	18,9	21,9

Nächster Termin:
Jahresergebnis 30.4.2010



Frank Neumann, Analyst
 Telefon: (+49) 211/4952-637
 Fax: (+49) 211/4952-494
 frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende dieser Publikation.

Deutsche EuroShop AG

Kaufen (zuvor: Kaufen)

UNTERNEHMEN WIRD WACHSTUMSCHANCEN NUTZEN

Die Deutsche EuroShop investiert europaweit in ertragsstarke Shoppingcenter (mindestens 20.000 m² vermietbare Fläche und mehr als 60 Mieter) in Innenstadtlagen oder, wie das neu erworbene Center A10, an etablierten Standorten. Das Unternehmen ist dabei als reiner Finanzinvestor aktiv. Das komplette Centermanagement aller Shoppingcenter der Deutsche EuroShop ist an die ECE ausgelagert. Das Portfolio besteht aus 17 Centern mit einem Investmentwert von 2,2 Mrd. €, wobei der Schwerpunkt mit 13 Centern auf Deutschland liegt.

STRATEGISCHE AUSRICHTUNG

Das Unternehmen verfolgt eine „Buy-and-hold“-Strategie. Die Bestandsimmobilien werden konsequent optimiert und gegebenenfalls auch ausgebaut. Über die bisherigen Bestandsimmobilien hinaus ist das Unternehmen auf der Suche nach weiteren Investitionsmöglichkeiten. Das neue Investment muss dabei eine Reihe von Kriterien (z.B. Anfangsrendite, gute Innenstadtlage bzw. etablierter Standort) erfüllen. Die Preise der im Markt zum Kauf angebotenen Center haben sich in den vergangenen Monaten rückläufig entwickelt. Vor allem der deutsche Markt hat an Attraktivität gewonnen. In den kommenden Monaten sehen wir den Kauf eines weiteren Centers als möglich an.

EXCELLENT POSITIONIERT - KLARER KAUF

Die Vorteile der Deutsche EuroShop gegenüber dem Wettbewerb liegen klar auf der Hand:

- Das Unternehmen weist durch seine klare Investitionsstrategie stabile Miet-Cash-flows aus.
- Die Finanzierung ist langfristig gesichert. Somit werden die bisherigen Investments zur Sicherung der Dividendenfähigkeit des Unternehmens ausreichen.
- Die „Fire-Power“ des Unternehmens von bis zu 300 Mio. € ermöglicht, weitere Shoppingcenter zu attraktiven Renditen zu erwerben.
- Eine sehr gute regionale Expertise im Fokusmarkt Deutschland.
- Die Mietverträge sind inflationsindexiert und erlauben somit, auch von einem inflationären Umfeld zu profitieren (zudem würden die Immobilienwerte durch höhere Cash-flows ansteigen).

Insgesamt sehen wir unseren positiven Blick auf die Gesellschaft bestätigt. Unser Kursziel legen wir bei 26,50 € fest, was zu 1/2 dem Wert des Dividendenmodells und zu 1/2 dem Wert des Peer-Group-Vergleiches entspricht. Im Rahmen der vorläufigen Jahreszahlen sowie der angepassten Guidance für 2010 passen wir unsere EPS-Schätzungen für 2010 (1,17 €; bisher 1,18 €) und 2011 (1,52 €; bisher: 1,56 €) an.

1. UNTERNEHMENSBECHREIBUNG

1.1. Unternehmensgegenstand

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Aktiengesellschaft ausschließlich in Shoppingcenter. Aktuell besteht das Portfolio aus 17 Shoppingcentern. Alle Immobilien befinden sich in Innenstadtlagen oder an etablierten Standorten. An diesen Standorten hat die Deutsche EuroShop durch die Lage meist ein Alleinstellungsmerkmal in der jeweiligen Umgebung. Geografisch befinden sich 13 Einkaufszentren in Deutschland, zwei in Polen und jeweils eins in Österreich sowie Ungarn. Das Management achtet bei der Wahl der Objekte auf nachhaltig erzielbare Renditen sowie Cash-flows. Ein Shoppingcenter definiert die Gesellschaft als Einkaufszentrum mit einer vermietbaren Fläche von mindestens 20.000 m² sowie wenigstens 60 Mietern. Diese Vielfalt an Mietern verringert die Abhängigkeit der Gesellschaft gegenüber einzelnen Mietern. Ein oder zwei Mieter je Shoppingcenter sind so genannte „Magnetmieter“. Diese wirken auf potenzielle Kunden besonders attraktiv und erhöhen die Akzeptanz des Centers beim Konsumenten und damit den Wert. Das komplette Centermanagement aller Shoppingcenter der Deutsche EuroShop ist an die ECE, mit mehr als 100 Centern unter Management ein europäisches Schwergewicht, im Besitz der Otto-Familie, ausgelagert. Die ECE übernimmt das komplette Management des Shoppingcenters. Die Dienstleistungen reichen dabei von der Vermietung und Pflege der Objekte bis hin zur Organisation von kundenbindenden Veranstaltungen, wie Ausstellungen oder Weihnachtsaktionen. Die ECE sorgt auch für einen attraktiven und ausgewogenen Mieter- und Branchen-Mix, der einerseits möglichst viele Kunden anspricht und andererseits eine langfristige Anziehungskraft des Shoppingcenters garantiert. Damit wird für langfristig stabile Cash-flows gesorgt. Die Deutsche EuroShop agiert somit als reiner Finanzinvestor. Für diese Dienstleistung erhält die ECE 8% der Nettomieteinnahmen, was dem Marktniveau entspricht.

Deutsche EuroShop AG					
	Mietfläche (in Tsd. m ²)	Beteiligung	Auslastung (Ende 2008)	Umsatz (in Mio. €, 2008)	Einzugsgebiet (in Mio. Pers.)
Inländische Shoppingcenter	611,4			93,60	11,0
Rhein-Neckar-Zentrum (Viernheim)	63,9	99,9%	100%	16,69	1,4
Main-Taunus-Zentrum (Sulzbach)	103,4	43,1%	100%	10,38	2,2
Allee-Center (Hamm)	35,1	88,9%	100%	9,59	1,0
Forum (Wetzlar)	34,3	65,0%	100%	8,27	0,5
Rathaus-Center (Dessau)	30,4	94,9%	98%	8,15	0,5
City-Arkaden (Wuppertal)	28,7	72,0%	100%	8,56	0,7
City-Galerie (Wolfsburg)	30,0	89,0%	100%	8,32	0,3
Altmarkt-Galerie (Dresden)	44,5	50,0%	99%	6,55	1,0
Phoenix-Center (Hamburg)	39,2	50,0%	99%	5,63	0,6
City-Point (Kassel)	29,5	90,0%	100%	3,06	0,8
Stadt Galerie (Hameln)	25,0	94,9%	100%	5,48	0,4
Stadtgalerie (Passau)	27,4	75,0%	100%	2,93	0,4
A10 Center (Berlin)	120,0	100,0%	n.a.	n.a.	1,2
Internationale Shoppingcenter	153,3			21,74	3,3
City Arkaden (Klagenfurt)	36,7	50,0%	100%	5,26	0,4
Árkád (Pécs)	35,2	50,0%	100%	3,69	0,5
Galeria Dominikanska (Breslau)	32,8	33,3%	100%	- - -	1,3
Galeria Bałtycka (Danzig)	48,6	74,0%	100%	12,79	1,1
Gesamt	764,7			115,34	14,3

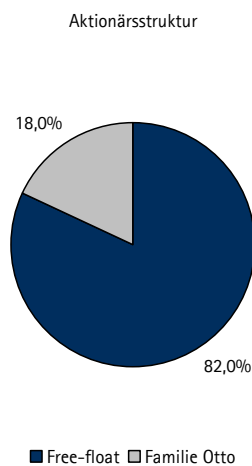
Quelle: Deutsche EuroShop AG

Die Umsatzverteilung ist stark deutschlandlastig. Bedingt durch die Erhöhung des Anteils an dem Shopping Center in Kassel (von 40% auf 90%) Anfang 2009 sowie durch den Kauf des Centers „A10“ bei Berlin Anfang 2010 wird der Umsatzanteil der deutschen Umsätze in den kommenden Jahren ansteigen.

1.2. Aktionärsstruktur

Der Hauptaktionär der Gesellschaft ist mit 18% die Familie Otto. Die restlichen Anteile befinden sich im Free-float, wovon 23% der Anteile von privaten Investoren und 59% der Anteile von institutionellen Anlegern, darunter auch der Attfund (5%), gehalten werden. Mit ca. 74% befindet sich, laut Gesellschaftsangaben (vom 8.2.2010), die Mehrzahl der Anteile in der Hand von deutschen Anlegern. Diese Quote hat binnen Jahresfrist leicht um vier Prozentpunkte zugenommen.

Der Hauptaktionär, die Familie Otto, hat in den vergangenen Jahren den Anteil stabil gehalten. Unseres Erachtens wird dies auf absehbare Zeit so bleiben.



Quelle: Deutsche EuroShop AG

1.3. Management

Der Vorstand besteht aus Claus-Matthias Böge und Olaf G. Borkers.

Herr Böge ist seit Oktober 2001 der Sprecher des Vorstands der Deutsche EuroShop AG. Er absolvierte eine Banklehre und anschließend ein Betriebswirtschaftsstudium. Vorher war Herr Böge unter anderem bei der ECE Projektmanagement GmbH & Co. KG in Hamburg und befasste sich mit der Konzeption, Finanzierung und Ergebnis-Optimierung von Immobilieninvestitionen. Herr Böge ist bis 2010 als Vorstand bestellt. Wir gehen davon aus, dass sein Vertrag in diesem Jahr verlängert wird. Damit sollte die Entwicklung des Unternehmens weiterhin einen kontinuierlichen Verlauf aufweisen.

Herr Borkers ist seit Oktober 2005 Mitglied des Vorstands der Deutsche EuroShop AG.

Auch er absolvierte eine Banklehre und anschließend ein Studium der Betriebswirtschaftslehre. Herr Borkers war bis September 2005 in den Bereichen Finanzen und Investor Relations im Vorstand der TAG Immobilien vertreten. Herr Borkers ist bis 2011 als Vorstand bestellt.

2. WETTBEWERBSANALYSE

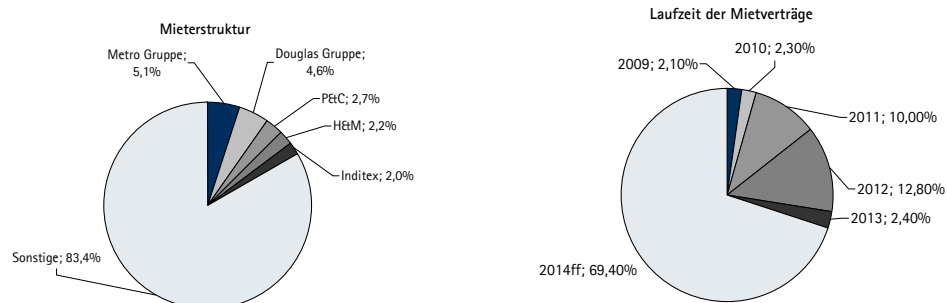
2.1. Strategischer Partner

Die Deutsche EuroShop investiert europaweit in ertragsstarke Shoppingcenter (mindestens 20.000 m² vermietbare Fläche und mehr als 60 Mieter) in Innenstadtlagen oder an etablierten Standorten. Das Unternehmen ist dabei nur als Finanzinvestor aktiv. Das komplette Centermanagement aller Shoppingcenter der Deutsche EuroShop ist an die ECE ausgelagert. Diese verwaltet mehr als 100 Shoppingcenter in ganz Europa. Die ECE übernimmt nicht nur das Management der Center, sondern bietet dem Unternehmen auch neue Projekte bzw. Shoppingcenter an. Unseres Erachtens sind die Beziehungen der Deutsche EuroShop mit der ECE freundschaftlich. Zum einen ist die Familie Otto bzw. die Otto Gruppe an dem Unternehmen beteiligt, zum anderen gibt es eine gewisse gegenseitige Abhängigkeit. Die ECE hat mit der Deutsche EuroShop einen großen Kunden für ihr Asset Management sowie für den Verkauf neuer Shoppingcenter. Auf der anderen Seite ist die Deutsche EuroShop auf die Marktmacht der ECE zum Beispiel bei der Gestaltung der Mietverträge angewiesen. So kann die ECE durch ihre Größe mit den großen Handelsunternehmen auf Augenhöhe verhandeln.

2.2. Profitable Mieterstruktur

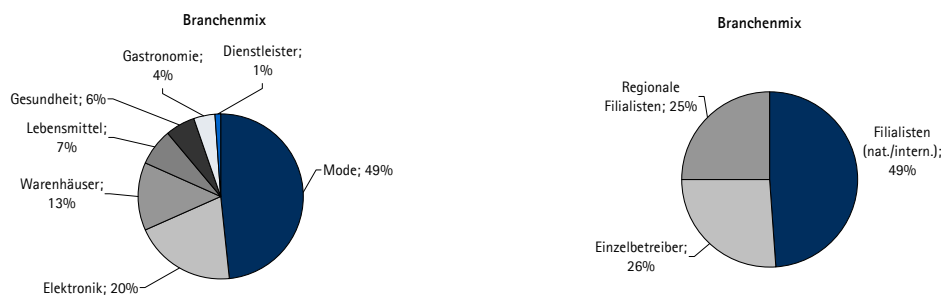
Die Zahlen für das Jahr 2009 liegen bisher noch nicht vor. Wir gehen davon aus, dass diese nur geringfügig von den Zahlen aus dem Jahr 2008 abweichen werden. Diese stellen sich wie folgt dar:

Die Top 10-Mieter haben einen Anteil von 24,4% an den gesamten Mieteinnahmen der Gesellschaft. Den höchsten Anteil hat die Metro-Gruppe mit 5,1%, gefolgt von der Douglas-Gruppe mit 4,6% und Peek & Cloppenburg mit 2,7%. Die Mieterbasis hat sich gegenüber dem Vorjahr weiter verbreitert. Damit ist das Unternehmen auf der Mieterseite in hohem Maße diversifiziert.



Quelle: Deutsche EuroShop AG, Geschäftsbericht 2008

Der Branchenmix bei den Mietern der Deutsche EuroShop ist modelastig. Knapp die Hälfte der Umsätze wird durch diese Warengruppe erzielt. Ein weiteres wichtiges Standbein sind die Elektronikwaren mit ca. 20,0%. Bei der Zusammensetzung der Mieterschaft nach Herkunft dominieren vermehrt die nationalen und internationalen Filialisten.



Quelle: Deutsche EuroShop AG, Geschäftsbericht 2008

Die durchschnittliche Mietlaufzeit beträgt mehr als sieben Jahre. Die Mietverträge sind so ausgestaltet, dass der Mieter einen Sockelbetrag an Miete zahlt und ab einem bestimmten Umsatzwert die Deutsche EuroShop an seinem Umsatz partizipiert. In den Mietverträgen bis 2003 wird der Sockelbetrag an die Inflation angepasst, wenn der kumulierte Inflationswert 7,5% überschreitet. In den neueren Verträgen (ab 2003) erfolgt die Anpassung alle zwei Jahre automatisch.

2.3. Finanzierung gesichert

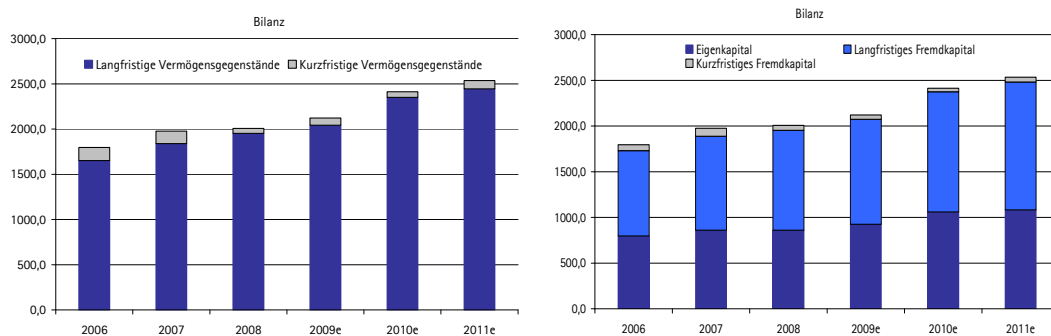
Im Jahr 2010 sowie im Jahr 2011 werden nur geringe Kreditvolumen fällig. Zudem wird im Jahr 2010 eine Kreditlinie über 100 Mio. € neu verhandelt. Diese steht unseres Erachtens vor allem für kurzfristige Übernahmen zur Verfügung.

Die Kreditverträge haben einen durchschnittlichen Zins von 5,3% und eine durchschnittliche Laufzeit von sieben Jahren. Dabei wird ca. 1% der Kreditrahmen jährlich getilgt (9,5 bis 10,0 Mio. € p.a.). Wir gehen davon aus, dass sich die Bankverbindlichkeiten nach dem Kauf des „A10“-Centers aktuell auf ca. 1,0 Mrd. € belaufen.

Neben der Finanzierung mittels Fremdkapital steht auch weiteren Kapitalerhöhungen nichts entgegen. Sollte eine weitere Kapitalerhöhung kommen, so sollte diese, abhängig vom jeweiligen Investment, bis zu ca. 10% des Aktienkapitals ausmachen.

Die Finanzierung der bisherigen Projekte erfolgte hälftig aus Eigenkapital und aus Fremdkapital. Die Eigenkapitalquote lag zum 31.12.2009 auf Gesellschaftsebene bei 43,6%.

Bei einem Blick auf die Bilanz ist auffallend, dass alle langfristigen Vermögenswerte (zum großen Teil sind dies die Shoppingcenter) durch langfristiges Kapital (Eigenkapital und langfristiges Fremdkapital) finanziert sind. Dies ist zusammen mit der langen Restlaufzeit der Kredite in den jetzigen Zeiten ein wertvolles Asset. Vor allem bedingt durch die komfortable Eigenkapitalsituation des Unternehmens sehen wir aktuell bei dem Unternehmen kein Refinanzierungsrisiko.



Quelle: Deutsche EuroShop AG, Bankhaus Lampe Research

2.4. Zusammenfassung Wettbewerbsanalyse

Folgende Punkte sprechen in unseren Augen für ein Investment in dieses Unternehmen:

- + klare Investitionsstrategie mit der ausschließlichen Konzentration auf ertragsstarke Shoppingcenter mit Schwerpunkt Deutschland
- + lang laufende Mietverträge führen zu gesicherten und kontinuierlichen Einnahmen
- + Mietzins orientiert sich zum Teil am Umsatz des jeweiligen Mieters
- + Volatilität der Mieteinnahmen und folglich die Volatilität der Bewertung von Shoppingcentern ist geringer als bei anderen Gewerbeimmobilien
- + professionelles Centermanagement durch erfahrenen Partner ECE (Otto-Familie)
- + Ausbau des Portfolios sollte in diesem Jahr weiter vorangetrieben werden
- + mit der Familie Otto gibt es einen starken Hauptaktionär
- + in diesem Jahr sollte der Kauf eines weiteren Shoppingcenters möglich sein
- + Risiko von Mietausfällen wird durch die Mieterstruktur minimiert
- + das Management hat gutes Know-how vor allem auf dem deutschen Markt; der deutsche Teil des Portfolios wird weiter ausgebaut
- + Kredite sind langfristig angelegt; es besteht aktuell kein Refinanzierungsrisiko
- Abhängigkeit von der Entwicklung des Einzelhandels
- der limitierende Faktor beim Ausbau des Portfolios ist aktuell das Eigenkapital

3. WACHSTUM

3.1. Aktuelle Geschäftsentwicklung

Zuletzt hat das Unternehmen vorläufige Zahlen für das Geschäftsjahr 2009 bekannt gegeben. Diese fielen wie folgt aus:

Deutsche EuroShop AG – Review						
in Mio. €	GJ 2009		GJ 2008		GJ 2009e (BHL)	
Umsatz	127,6	100,0%	115,3	100,0%	126,1	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	10,7%		20,4%		9,3%	
EBITDA	110,7	86,7%	98,1	85,1%	107,8	85,5%
Veränderung zum Vorjahr	12,8%		24,9%		9,9%	
EBIT	110,7	86,7%	98,1	85,1%	107,7	85,4%
Veränderung zum Vorjahr	12,8%		25,0%		9,8%	
Nettogewinn (ber.)	33,8	26,5%	68,9	59,7%	29,6	23,5%
Veränderung zum Vorjahr	-50,9%		-26,9%		-57,0%	
Ergebnis je Aktie (in €)	0,94		2,00		0,82	

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Umsatzseitig lag das Unternehmen im Rahmen unserer Erwartungen. Die Umsatztreiber sollten unseres Erachtens der erhöhte Anteil am Shoppingcenter in Kassel (Anteilerhöhung von 40% auf 90% Anfang 2009) sowie das erste vollständige Jahr mit dem Betrieb des Centers in Danzig (Eröffnung im Herbst 2008) gewesen sein.

Kostenseitig scheint die Deutsche EuroShop unter unseren Schätzungen zu liegen. Wir gehen davon aus, dass dies vor allem an den geringer als von uns erwarteten Wertberichtigungen auf Mieterträge liegt.

Neben dem eigentlichen operativen Ergebnis wurden die Shoppingcenter aufgrund gestiegener Renditen (Portfolio-Nettoanfangsrendite 5,82%; bisher 5,64%) um rund 0,9% abgewertet (-13,7 Mio. €). Der Net Asset Value (NAV) je Aktie sank damit von 27,43 € um 2,7% auf 26,68 €. Das Bewertungsergebnis wird, verständlicherweise, vom Unternehmen nicht geguidet und erhöht die Volatilität der Ergebnisse. Der Gewinn je Aktie entspricht 0,94 € (2008: 2,00 €). Die Funds from

Operations (FFO) verbesserten sich um 4,8% von 1,45 € je Aktie auf 1,52 €. Die Dividende soll unverändert 1,05 € je Aktie betragen.

Anfang des Jahres übernahm die Deutsche EuroShop mit dem „A10“-Shoppingcenter das bisher größte Objekt für ihr Portfolio. Insgesamt werden in diesem Projekt mit allen Optimierungsmaßnahmen 265 Mio. € investiert. Zu 43% ist dies durch Eigenkapital finanziert. Die annualisierte Miete wird für das Jahr 2011 (nach Beendigung der bis Frühling andauernden Optimierungsmaßnahmen) 19,3 Mio. € betragen. Die NOI-Rendite erwartet das Unternehmen bei 6,5% (Gesamtportfolio ohne „A10“-Center 5,82%).

Zur Finanzierung dieses Objektes sowie zur Sicherung des weiteren Wachstums unternahm die Deutsche EuroShop Anfang 2010 eine Kapitalerhöhung, in deren Rahmen dem Unternehmen 123 Mio. € zuflossen. Diese Kapitalerhöhung war 4,9-fach überzeichnet.

3.2. Erwartete Geschäftsentwicklung

Für die kommenden Jahre erwartet das Unternehmen folgende operative Zahlen:

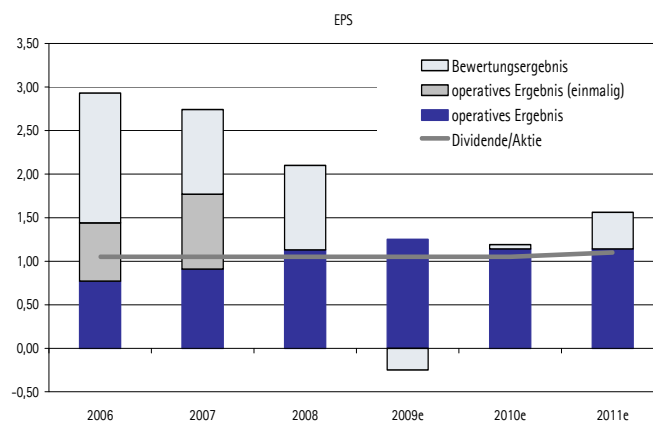
(in Mio. €)	Umsatz	EBIT	EBT
Unternehmen	139 -142	118- 121	58-60
BHLe	140,8	120,2	60,6

Quelle: Deutsche EuroShop AG; Bankhaus Lampe Research

Für das Geschäftsjahr 2010 erhöhte das Unternehmen unter Berücksichtigung der Akquisition des „A10“-Centers ihre Prognose. Wie bisher wird das Bewertungsergebnis auf den Immobilienbestand nicht geguidet. Aus unserer Sicht wird der Leerstand von Verkaufsflächen von aktuell <1% wegen der momentanen wirtschaftlichen Situation leicht zunehmen. Dennoch gehen wir davon aus, dass der Ausblick des Unternehmens, umsatz- wie auch ergebnisseitig, erreicht wird.

Für das Bewertungsergebnis auf Immobilien erwarten wir für das Jahr 2010 ein positives Ergebnis von 2,6 Mio. €. Dabei rechnen wir mit einer Abwertung auf das Bestandsportfolio von knapp 1%, was durch die Zuschreibung auf das neue „A10“-Center kompensiert werden sollte.

Für die kommenden Jahre gehen wir weiterhin davon aus, dass die Dividendenzahlungen durch das operative Ergebnis verdient werden (siehe nachfolgende Grafik).



Quelle: Deutsche EuroShop AG, Bankhaus Lampe Research

Weiteres Up-Side-Potenzial ergibt sich unseres Erachtens durch das gute Umfeld auf den Transaktionsmärkten, wodurch dieses Jahr ein weiteres Investment wahrscheinlich erscheint. Das mögliche Investitionsvolumen könnte bis zu 300 Mio. € betragen.

4. BEWERTUNG

Unser Dividenden-Modell ist wie folgt spezifiziert:

Annahmen

Wachstumsjahre	3	Erwarteter Marktertrag Phase III	8,50%
Jahre bis zur Anpassung	6	anfängliches Wachstum in Phase II	4,00%
Risikoloser Zinssatz	3,20%	Payout in Phase II	80,00%
Beta	0,60	Payout in Phase III	90,00%
Risikoprämie Phase I und II	4,80%	Wachstum Phase III	2,00%
Risikoprämie Phase III	5,30%	CAPM Phase I und II	6,08%
Erwarteter Marktertrag Phase I und II	8,00%	CAPM Phase III	6,38%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

DD-Modell	Phase I			Phase II						Phase III
	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	>2017e
Hauptversammlungszeitpunkt	10.5.10	10.5.11	9.5.12	9.5.13	9.5.14	9.5.15	8.5.16	8.5.17	8.5.18	
Ergebnis je Aktie (in €)	0,94	1,17	1,52	1,58	1,61	1,63	1,64	1,66	1,66	1,69
Ausschüttungsquote	112,1%	89,9%	72,4%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	90,0%
Dividende je Aktie (in €)	1,05	1,05	1,10	1,25	1,30	1,30	1,30	1,30	1,35	1,50
Abzinsungszeitraum in Jahren	0,1	1,1	2,1	3,1	4,1	5,1	6,1	7,1	8,1	8,1
Barwert:	1,04	0,98	0,97	1,04	1,02	0,96	0,90	0,85	0,83	20,70
Summe Phase I	2,99									
Summe Phase II	5,61									
Summe Phase III	20,70									
Fairer Wert je Aktie (in €)	29,30									

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Sensitivität DD-Modell	Wachstum Phase III					
	Beta	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%
0,2		43,19	49,32	56,51	69,90	93,94
0,4		32,52	35,60	38,54	43,76	51,24
0,6		26,08	27,86	29,30	31,93	35,35
0,8		21,78	22,91	23,67	25,20	27,07
1,0		18,71	19,47	19,89	20,86	21,99

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Unser Dividenden-Modell kommt auf einen fairen Wert je Aktie von 29,30 €, wobei dieser Wert abhängig von der Spezifikation des Modells stark variieren kann.

In unseren Peer-Group-Vergleich nehmen wir folgende deutsche und europäische Werte auf:

Alstria Office REIT AG	alstria ist ein selbstständig geführter REIT, der auf den Erwerb, den Besitz und die Bestandsverwaltung von Bürogebäuden spezialisiert ist.
Corio NV	Corio ist eine niederländische Immobiliengesellschaft und investiert größten Teils in Einkaufszentren. Entstanden ist Corio im Jahr 2000 durch den Zusammenschluss von VIB und Winkel Beleggingen Nederland. Das Portfolio besteht über 90% aus Einkaufszentren. Die eigenen Center werden von Corio selbst gemanagt.
DIC Asset AG	Die DIC Asset legt ihren Anlagefokus auf deutsche Gewerbeimmobilien, die sich größtenteils im west- und süddeutschen Raum befinden. Der Konzern unterteilt das Immobilienportfolio in die Segmente Core-, Value-added- und Opportunistic Co-Investments.
IVG Immobilien AG	Die IVG gehört mit ihrem betreuten Immobilienvermögen und dem eigenen Immobilienbestand zu den europaweit führenden Immobilien-Asset-Managern und konzentriert sich dabei auf Büroimmobilien und Businessparks.
Klépierre	Als Unternehmen im Bereich Immobilieninvestitionen ist Klépierre vor allem in Frankreich, Spanien und Italien bei der Konzeption von Einkaufszentren aktiv und fungiert als deren Eigentümer und Leiter. Es werden fast 400 Center gemanagt. Einen noch relativ geringen Anteil haben Einzelhandels- und Büroimmobilien.
Unibail-Rodamco NV	Unibail-Rodamco ist ein französisch-niederländisches Unternehmen mit Hauptsitz in Paris, das sich auf Investitionen in gewerbliche Immobilien spezialisiert hat. Es ist das größte kommerzielle Immobilienunternehmen in Europa. Es hat drei Standbeine: Shoppingcenter, Büroimmobilien und Messen.

Deutsche EuroShop AG – Peer-Group-Analyse

	Kurs (in €)	EV/Umsatz 2010e	EV/Umsatz 2011e	EV/EBIT 2010e	EV/EBIT 2011e	KGV 2010e	KGV 2011e	KBV 2010e	KBV 2011e
Alstria Office AG	8,25	14,1	14,8	17,9	18,3	16,2	14,9	0,7	0,7
Corio Nv	48,13	15,5	15,3	19,4	19,0	16,5	16,3	1,1	1,0
DIC Asset AG	7,82	14,0	13,5	22,3	20,8	23,4	16,7	0,6	0,5
IVG Immobilien AG	5,63	9,3	8,0	18,8	12,9	140,7	13,4	0,7	0,6
Klepierre	28,52	14,2	13,8	18,4	16,6	14,7	14,7	1,0	0,9
Unibail-Rodamco	149,65	14,9	14,5	18,3	17,4	16,2	15,4	1,1	1,0
Mittelwert		13,7	13,3	19,2	17,5	37,9	15,2	0,9	0,8
Median		14,2	14,1	18,6	17,8	16,3	15,1	0,9	0,8
Deutsche EuroShop AG	23,45	14,6	18,9	17,1	21,9	20,1	15,4	1,0	1,0

Quelle: FactSet, Bankhaus Lampe Research

Deutsche EuroShop AG – Peer-Group Fair Value									
in €	Mittelwert	EV/Umsatz 2010e	EV/Umsatz 2011e	EV/EBIT 2010e	EV/EBIT 2011e	KGV 2010e	KGV 2011e	KBV 2010e	KBV 2011e
Mittelwert	23,91	22,02	16,54	26,33	18,77	44,33	23,13	20,76	19,42
Median	20,96	22,81	17,58	25,51	19,12	19,08	22,97	20,82	19,80
Bewertungsabschlag	0,0%								
Mittelwert	23,91								
Median	20,96								

Quelle: FactSet, Bankhaus Lampe Research

In unserem Peer-Group-Vergleich kommen wir im Mittelwert zu einem Fair Value von 23,91 €.

Unser Kursziel legen wir bei 26,50 € fest, was zu 1/2 dem Wert des Dividendenmodells und zu 1/2 dem Wert des Peer-Group-Vergleiches entspricht.

Deutsche EuroShop AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. €	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Umsatz	95,8	100,0%	115,3	100,0%	127,6	100,0%	140,8	100,0%	112,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	3,1%		20,4%		10,7%		10,3%		-20,2%	
Umsatzkosten	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Bruttoergebnis vom Umsatz	95,8	100,0%	115,3	100,0%	127,6	100,0%	140,8	100,0%	112,3	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	3,1%		20,4%		10,7%		10,3%		-20,2%	
Vertriebs- und Marketingkosten	-8,0	-8,4%	-6,0	-5,2%	-6,3	-4,9%	-7,2	-5,1%	-5,7	-5,1%
Veränderung zum Vorjahr	-23,0%		-25,7%		5,8%		14,0%		-20,2%	
Allgemeines und Verwaltung	-6,1	-6,4%	-7,2	-6,2%	-7,7	-6,0%	-8,4	-6,0%	-6,7	-6,0%
Veränderung zum Vorjahr	5,7%		17,6%		7,1%		10,3%		-20,2%	
Forschung und Entwicklung	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-3,2	-3,3%	-4,1	-3,6%	-3,0	-2,4%	-5,0	-3,6%	-3,0	-2,7%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		30,9%		-27,4%		66,7%		-40,0%	
EBITDA	78,5	82,0%	98,1	85,1%	110,7	86,7%	120,2	85,4%	96,9	86,2%
Veränderung zum Vorjahr	-9,5%		24,9%		12,8%		8,6%		-19,4%	
Abschreibungen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	-96,5%		-37,5%		100,0%		0,0%		0,0%	
EBITA	78,5	82,0%	98,1	85,1%	110,7	86,7%	120,2	85,3%	96,8	86,2%
Veränderung zum Vorjahr	-9,1%		25,0%		12,8%		8,6%		-19,4%	
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
EBIT	78,5	82,0%	98,1	85,1%	110,7	86,7%	120,2	85,3%	96,8	86,2%
Veränderung zum Vorjahr	-9,1%		25,0%		12,8%		8,6%		-19,4%	
Finanzergebnis	-39,6	-41,4%	-48,2	-41,8%	-55,7	-43,7%	-62,1	-44,1%	-39,6	-35,3%
Veränderung zum Vorjahr	-3,3%		21,6%		15,7%		11,4%		-36,3%	
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	38,9	40,6%	49,9	43,3%	54,9	43,1%	58,1	41,2%	57,2	51,0%
Veränderung zum Vorjahr	-14,3%		28,4%		10,1%		5,7%		-1,4%	
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	39,0	40,7%	37,1	32,1%	-13,7	-10,7%	2,6	1,8%	22,6	20,1%
Veränderung zum Vorjahr	-46,1%		-4,8%		- - -		- - -		>100%	
EBT	77,8	81,3%	87,0	75,4%	41,2	32,3%	60,6	43,1%	79,8	71,1%
Veränderung zum Vorjahr	-33,9%		11,8%		-52,6%		47,0%		31,6%	
Steuern	16,3	17,1%	-18,1	-15,7%	-7,4	-5,8%	-9,7	-6,9%	-12,8	-11,4%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		- - -		-59,0%		30,7%		31,6%	
Steuerquote	-21,0%		20,8%		18,0%		16,0%		16,0%	
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	94,2	98,3%	68,9	59,7%	33,8	26,5%	50,9	36,2%	67,0	59,7%
Veränderung zum Vorjahr	-6,1%		-26,9%		-50,9%		50,6%		31,6%	
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Veränderung zum Vorjahr	0,0%		0,0%		0,0%		0,0%		0,0%	
Anteile anderer Gesellschafter	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Nettogewinn (ber.)	94,2	98,3%	68,9	59,7%	33,8	26,5%	50,9	36,2%	67,0	59,7%
Veränderung zum Vorjahr	-6,1%		-26,9%		-50,9%		50,6%		31,6%	
Anzahl der Aktien (in Mio.)	34,38		34,38		36,10		43,59		44,11	
Ergebnis je Aktie (in €)	2,74		2,00		0,94		1,17		1,52	

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Deutsche EuroShop AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. €)	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Langfristige Vermögensgegenstände	1.839,2	93,1%	1.954,0	97,4%	2.043,4	96,3%	2.351,0	97,4%	2.445,2	96,4%
Sachanlagen	144,4	7,3%	21,2	1,1%	25,0	1,2%	65,0	2,7%	20,0	0,8%
Immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Finanzielle Vermögenswerte	32,9	1,7%	30,3	1,5%	30,3	1,4%	30,3	1,3%	32,0	1,3%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	1.662,0	84,1%	1.902,4	94,8%	1.988,1	93,7%	2.255,6	93,5%	2.393,2	94,4%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	137,1	6,9%	52,9	2,6%	78,4	3,7%	62,3	2,6%	90,8	3,6%
Vorräte	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	3,2	0,2%	2,7	0,1%	2,7	0,1%	3,0	0,1%	3,5	0,1%
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	25,0	1,3%	8,5	0,4%	8,5	0,4%	9,0	0,4%	9,5	0,4%
Wertpapiere	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Flüssige Mittel	109,0	5,5%	41,7	2,1%	67,2	3,2%	50,3	2,1%	77,8	3,1%
Summe Aktiva	1.976,3	100,0%	2.006,8	100,0%	2.121,8	100,0%	2.413,3	100,0%	2.536,0	100,0%

Passiva (in Mio. €)	2007		2008		2009e		2010e		2011e	
Eigenkapital	860,8	43,6%	860,5	42,9%	925,2	43,6%	1.061,2	44,0%	1.082,5	42,7%
Eigenkapital (vor Dritten)	860,8	43,6%	860,5	42,9%	925,2	43,6%	1.061,2	44,0%	1.082,5	42,7%
Minderheitenanteile	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Langfristiges Fremdkapital	1.027,4	52,0%	1.093,7	54,5%	1.149,1	54,2%	1.314,1	54,5%	1.399,1	55,2%
Rückstellungen für Pensionen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Sonstige Rückstellungen	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	849,3	43,0%	879,1	43,8%	919,1	43,3%	1.069,1	44,3%	1.139,1	44,9%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	178,1	9,0%	214,6	10,7%	230,0	10,8%	245,0	10,2%	260,0	10,3%
Kurzfristiges Fremdkapital	88,2	4,5%	52,7	2,6%	47,5	2,2%	38,0	1,6%	54,5	2,1%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	46,7	2,4%	20,7	1,0%	10,0	0,5%	10,0	0,4%	21,0	0,8%
Kurzfr. Rückstellungen	25,6	1,3%	10,7	0,5%	25,0	1,2%	15,0	0,6%	15,0	0,6%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	8,7	0,4%	3,0	0,2%	2,5	0,1%	3,0	0,1%	3,5	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	7,3	0,4%	18,3	0,9%	10,0	0,5%	10,0	0,4%	15,0	0,6%
Summe Passiva	1.976,3	100,0%	2.006,8	100,0%	2.121,8	100,0%	2.413,3	100,0%	2.536,0	100,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

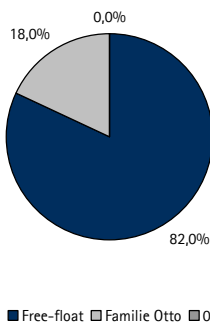
Deutsche EuroShop AG – Kapitalflussrechnung					
in Mio. €	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Nettogewinn (ber.)	94,2	68,9	33,8	50,9	67,0
Abschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Rückstellungen	0,0	-14,9	14,3	-10,0	0,0
Sonstiges	-32,7	3,5	13,7	-2,6	-22,7
Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)	61,5	57,5	61,8	38,4	44,4
Änderung der Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Änderung der Forderungen aus LuL	-0,8	0,5	0,0	-0,3	-0,5
Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL	2,2	-5,6	-0,5	0,5	0,5
Änderung des sonstigen Working Capitals	14,1	27,5	-8,3	-0,5	4,5
Operativer Cash-flow	76,9	79,9	53,0	38,1	48,9
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	-144,3	-87,3	-103,2	-305,0	-70,0
Auszahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	0,0	-3,9	0,0	0,0	-1,7
Ergebnis aus Anlageabgängen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Einnahmen aus Finanzanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Cash-flow aus Investitionstätigkeit	-144,3	-91,2	-103,2	-305,0	-71,7
Freier Cash-flow	-67,4	-11,4	-50,1	-266,9	-22,8
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	67,0	123,0	0,0
Veränderung von Finanzverbindlichkeiten	119,3	3,9	29,3	150,0	81,0
Erwerb von eigenen Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-4,0	-6,9	15,4	15,0	15,0
Dividendenzahlungen	-36,1	-36,1	-36,1	-37,9	-45,8
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	79,2	-39,1	75,6	250,1	50,2
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	11,8	-50,5	25,5	-16,8	27,4
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	3,0	-16,8	0,0	0,0	0,0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	94,2	109,0	41,7	67,2	50,3
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	14,8	-67,3	25,5	-16,8	27,4
Liquide Mittel zum Periodenende	109,0	41,7	67,2	50,3	77,8

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

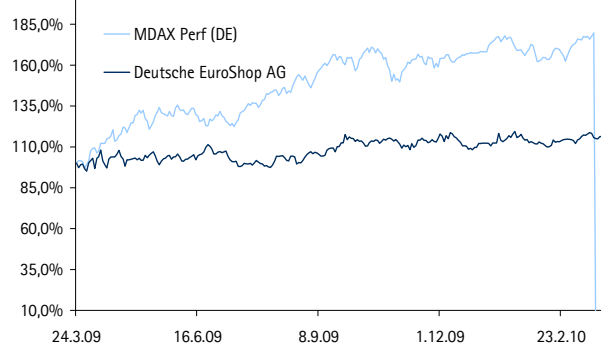
Deutsche EuroShop AG – Kennzahlen					
	2007	2008	2009e	2010e	2011e
Kennzahlen					
Ergebnis je Aktie (in €)	2,74	2,00	0,94	1,17	1,52
Buchwert je Aktie (in €)	25,04	25,03	25,63	24,35	24,54
Freier Cash-flow je Aktie (in €)	-1,96	-0,33	-1,39	-6,12	-0,52
Dividende je Aktie (in €)	1,05	1,05	1,05	1,05	1,10
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	16,7	14,7	13,4	14,6	18,9
EV/EBITDA	20,3	17,3	15,5	17,1	21,9
EV/EBIT	20,3	17,3	15,5	17,1	21,9
Kurs-Gewinn-Verhältnis	8,6	12,1	25,3	20,1	15,4
Kurs-Buchwert-Verhältnis	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0
Kurs-Free-Cash-flow-Verhältnis	-12,0	-73,6	-17,0	-3,8	-45,4
Dynamisches KGV	17,1	- - -	- - -	- - -	-1718,7
Dividendenrendite je Aktie	4,5%	4,3%	4,4%	4,5%	4,7%
Rentabilitätskennzahlen					
EBITDA-Marge	82,0%	85,1%	86,7%	85,4%	86,2%
EBIT-Marge	82,0%	85,1%	86,7%	85,3%	86,2%
EBT-Marge	81,3%	75,4%	32,3%	43,1%	71,1%
Nettoumsatzrendite	98,3%	59,7%	26,5%	36,2%	59,7%
EK-Rendite	10,9%	8,0%	3,7%	4,8%	6,2%
GK-Rendite	6,8%	5,8%	4,2%	4,7%	4,2%
Return on capital employed (ROCE)	4,2%	5,0%	5,3%	5,1%	3,9%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. €)	15.960,3	19.223,8	21.272,1	23.466,7	18.715,9
EBIT/Mitarbeiter (in Tsd. €)	13.085,0	16.350,8	18.445,8	20.028,6	16.138,4
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	<0,1	<0,1	<0,1	<0,1	<0,1
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	43,6%	42,9%	43,6%	44,0%	42,7%
Nettofinanzverbindlichkeiten (in Mio. €)	787,0	858,1	861,9	1.028,7	1.082,3
Gearing	91,4%	99,7%	93,2%	96,9%	100,0%
dynamischer Verschuldungsgrad	-11,7	-75,6	-17,2	-3,9	-47,5
Vermögensstruktur	1341,3%	3696,1%	2606,9%	3770,7%	2693,8%
Working Capital (in Mio. €)	48,9	0,1	30,9	24,3	36,3
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	9020,5	8733,1	5157,5	15251,0	3501,0
Sonstige Kennzahlen					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	16,0%	16,9%	11,2%	13,7%	-0,9%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	16,4%	19,5%	8,6%	15,2%	-0,4%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	50,3%	24,4%	-30,4%	-18,5%	-0,9%
Ausschüttungsquote	38,3%	52,4%	112,1%	89,9%	72,4%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

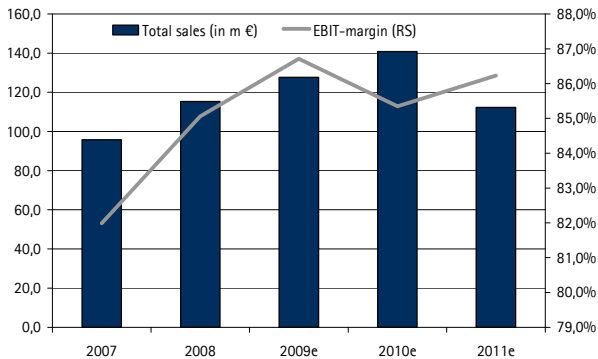
Shareholder structure



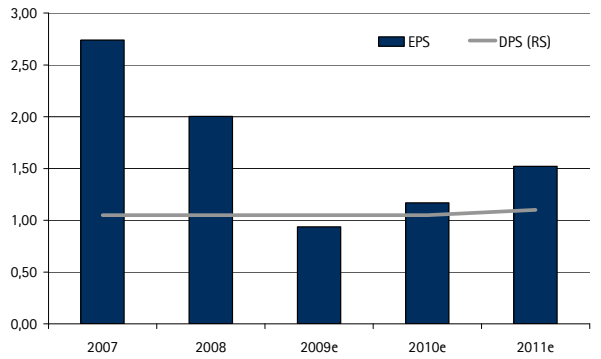
Share price



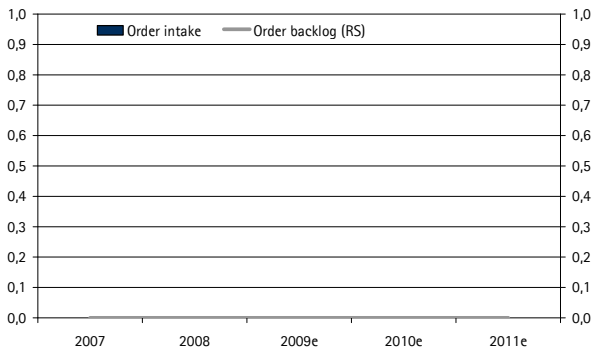
Development of total sales and EBIT-margin



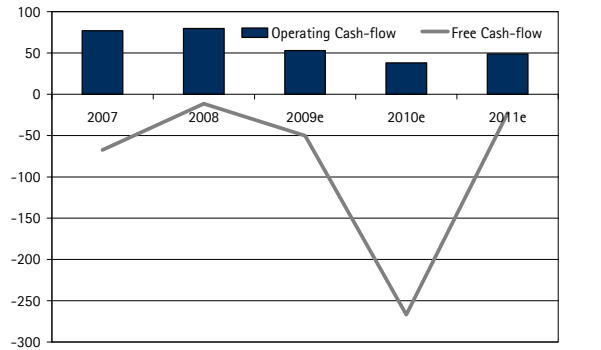
EPS- and DPS-development



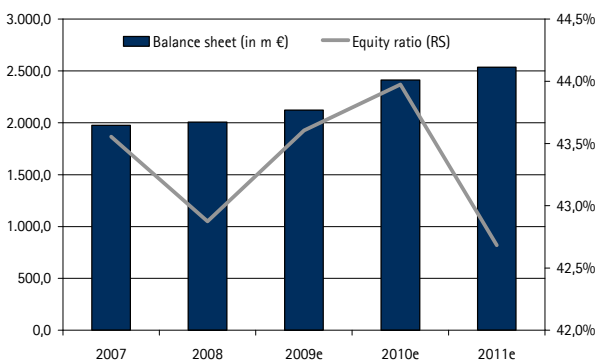
Order intake and order backlog (in m €)



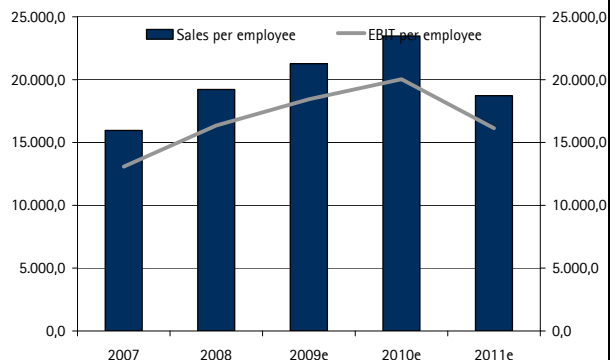
Cash-flow-Statement



Balance sheet structure



Employee ratios (in tsd. €)



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 „Kaufen“, 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 Empfehlung für die Deutsche EuroShop AG in den vergangenen zwölf Monaten:

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
6.4.2009	21,50 €	Kaufen	28,00 €
8.5.2009	22,10 €	Kaufen	28,00 €
18.5.2009	21,86 €	Kaufen	28,00 €
25.5.2009	21,69 €	Kaufen	28,00 €
27.5.2009	22,28 €	Kaufen	28,00 €
7.8.2009	22,01 €	Kaufen	28,00 €
19.8.2009	21,09 €	Kaufen	26,00 €
1.9.2009	22,41 €	Kaufen	26,00 €
9.10.2009	24,01 €	Halten	26,00 €
6.11.2009	23,09 €	Kaufen	26,00 €
13.11.2009	24,16 €	Kaufen	27,00 €
27.1.2010	22,92 €	Kaufen	26,50 €

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (1/1/2010):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	40,6%	25,0%
Halten	49,5%	50,0%
Verkaufen	9,9%	25,0%
under review	0,0%	0,0%

Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten

Die von der Bankhaus Lampe KG im Rahmen ihres Interessenkonflikt-Managements zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten ergriffenen Maßnahmen basieren u. a. auf der funktionalen Trennung sensibler Geschäftsbereiche, der Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen durch Errichtung von Informationsbarrieren, Schaffung organisatorischer Regelungen hinsichtlich der Behandlung von vertraulichen und sensiblen Informationen innerhalb und außerhalb der Vertraulichkeitsbereiche und der Überwachung und Beschränkung eigener Wertpapiergeschäfte für Mitarbeiter in sensiblen Bereichen der Bankhaus Lampe KG. Interessenkonflikte, die sich trotz der getroffenen Maßnahmen nicht vermeiden lassen sollten, werden offen gelegt. Die Einhaltung der internen und organisatorischen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten wird durch die unabhängige Compliance-Stelle überwacht.

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

Gesellschaft	Disclosure
Deutsche EuroShop AG	- - -

1. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen halten eine Beteiligung in Höhe von mindestens 1% des Grundkapitals an dieser Gesellschaft.
2. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen handeln regelmäßig in Aktien dieser Gesellschaft.
3. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen halten an den Aktien dieser Gesellschaft eine Netto-Verkaufsposition in Höhe von mindestens einem Prozent des Grundkapitals.
4. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen gehörten innerhalb der letzten fünf Jahre einem Konsortium an, das die analysierten Wertpapiere dieser Gesellschaft übernommen hat.
5. Innerhalb der letzten zwölf Monate hat die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen für diese Gesellschaft gegen Vergütung Dienstleistungen im Investment Banking oder Bankberatungsleistungen erbracht.
6. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen sind Marketmaker für Wertpapiere dieser Gesellschaft.
7. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen 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 der Bankhaus Lampe KG und/oder eines mit der Bankhaus Lampe KG verbundenen Unternehmens ist Mitglied im Vorstand/Aufsichtsrat dieser Gesellschaft.
10. Die Bankhaus Lampe KG und/oder ein mit der Bankhaus Lampe KG verbundenes Unternehmen erwarten bzw. streben in den nächsten drei Monaten Vergütungen von dieser Gesellschaft für Dienstleistungen im Investment Banking an.
11. Diese Finanzanalyse ist ohne den Bewertungsteil vor der Veröffentlichung dem Emittenten zugänglich gemacht und danach geändert worden.
12. Die vorliegende Studie zu dieser Gesellschaft ist im Auftrag dieser Gesellschaft oder einer dieser Gesellschaft nahe stehenden Person von der Bankhaus Lampe KG erstellt worden.
13. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Lead-Manager.
14. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Co-Lead-Manager.
15. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Co-Manager.
16. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Selling Agent.
17. Im Rahmen der Börseneinführung dieser Gesellschaft fungierte die Bankhaus Lampe KG als Listing Partner.

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

Haftungserklärung

Die Angaben in dieser Studie basieren auf öffentlichen Informationsquellen, die der Verfasser bzw. die Verfasser als zuverlässig erachtet / erachten. Weder die Bankhaus Lampe KG noch ihre verbundenen Unternehmen noch die gesetzlichen Vertreter, Aufsichtsratsmitglieder und Mitarbeiter dieser Unternehmen können jedoch eine Gewähr für die Richtigkeit der Angaben, deren Vollständigkeit und Genauigkeit übernehmen. Alle in dieser Studie geäußerten Meinungen und Bewertungen geben allein die Einschätzung desjenigen Verfassers / derjenigen Verfasser, der / die diese Studie erstellt hat / haben, zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder, die nicht notwendigerweise den Meinungen und Bewertungen anderer Geschäftsbereiche der Bankhaus Lampe KG oder ihrer verbundenen Unternehmen entsprechen. Alle Meinungen und Bewertungen können jederzeit ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Sie können auch von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Bankhaus Lampe KG veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden.

Diese Studie richtet sich an institutionelle Anleger mit Geschäftssitz in der Europäischen Union sowie der Schweiz und Liechtenstein, denen die Bank sie willentlich zur Verfügung gestellt hat. Die Inhalte dienen ausschließlich Informationszwecken und sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten zu verstehen. Private Anleger, die von dem Inhalt dieser Studie Kenntnis erhalten, sollten vor einer konkreten Anlageentscheidung mit dem Anlageberater ihrer Bank klären, ob eine in dieser Studie enthaltene Empfehlung für eine bestimmte Anlageentscheidung für sie im Hinblick auf ihre Anlageziele und finanziellen Verhältnisse geeignet ist. Möglicherweise teilt der Berater auch die hierin mitgeteilten Einschätzungen zu den Finanzinstrumenten oder deren Emittenten nicht.

Die Erstellung und Verbreitung dieser Studie untersteht dem Recht der Bundesrepublik Deutschland. Ihre Verbreitung in anderen Jurisdiktionen kann durch dort geltende Gesetze oder sonstige rechtliche Bestimmungen beschränkt sein. Personen mit Sitz außerhalb der Bundesrepublik Deutschland, in deren Besitz diese Studie gelangt, müssen sich selbst über etwaige für sie gültige Beschränkungen unterrichten und diese befolgen. Ihnen wird empfohlen, mit den Stellen ihres Landes, die für die Überwachung von Finanzinstrumenten und von Märkten, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, zuständig sind, Kontakt aufzunehmen, um in Erfahrung zu bringen, ob Erwerbsbeschränkungen bezüglich der Finanzinstrumente, auf die sich diese Studie bezieht, für sie bestehen. Diese Studie darf weder vollständig noch teilweise nachgedruckt oder in ein Informationssystem übertragen oder auf irgendeine Weise gespeichert werden, und zwar weder elektronisch, mechanisch, per Fotokopie noch auf andere Weise, außer im Falle der vorherigen schriftlichen Genehmigung durch Bankhaus Lampe KG.

Zusätzliche Informationen für Kunden in Großbritannien:

Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen, die professionelle Investoren im Sinne von Article 19 of the Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotions) Order 2005 sind, und die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Studie bezieht, wird nur solchen Personen zur Verfügung gestellt und wird nur durch solche Personen eingegangen werden. Personen, die keine professionelle Erfahrung in Kapitalanlagen haben, sollten sich nicht auf den Inhalt dieser Studie verlassen.

Für die Erstellung dieser Studie ist die Bankhaus Lampe KG, Jägerhofstraße 10, 40479 Düsseldorf verantwortlich.

19. März 2010

Frank Neumann, Analyst
Telefon: (+49) 211/4952-637
Fax: (+49) 211/4952-494
frank.neumann@bankhaus-lampe.de

EQUITY SALES

Justin Barnebeck
Fon + 49 (0)211 4952-753
justin.barnebeck@bankhaus-lampe.de

André Gollmer
Fon + 49 (0)211 4952-751
andre.gollmer@bankhaus-lampe.de

Ulrich Klingmüller, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-784
ulrich.klingmueller@bankhaus-lampe.de

Peter Lohren
Fon + 49 (0)211 4952-782
peter.lohren@bankhaus-lampe.de

Oliver Marx
Fon + 49 (0)211 4952-178
oliver.marx@bankhaus-lampe.de

Marc Niemann
Fon + 49 (0)211 4952-757
marc.niemann@bankhaus-lampe.de

Elmar Peters
Fon + 49 (0)211 4952-640
elmar.peters@bankhaus-lampe.de

Carla dos Santos Reichert
Fon + 49 (0)211 4952-786
carla.reichert@bankhaus-lampe.de

RESEARCH

Marc Gabriel, CIAA, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-313
marc.gabriel@bankhaus-lampe.de

Sebastian Hein
Fon + 49 (0)211 4952-606
sebastian.hein@bankhaus-lampe.de

Leslie Iltgen, CEFA
Fon + 49 (0)211 4952-289
leslie.iltgen@bankhaus-lampe.de

Frank Neumann
Fon + 49 (0)211 4952-637
frank.neumann@bankhaus-lampe.de

Christoph Schlienkamp, Investmentana-
lyst DVFA
Fon + 49 (0)211 4952-311
christoph.schlienkamp@bankhaus-
lampe.de

Gordon Schönell
Fon + 49 (0)211 4952-455
gordon.schoenell@bankhaus-lampe.de

EQUITY SALES TRADING

Matthias Rolke
Fon + 49 (0)211 4952-755
matthias.rolke@bankhaus-lampe.de

OFFICE MANAGEMENT

Nicole Juskowiak
Fon + 49 (0)211 4952-607
nicole.juskowiak@bankhaus-lampe.de

Nicole Reckin
Fon + 49 (0)211 4952-128
nicole.reckin@bankhaus-lampe.de

Elke Röbling-Kampmann
Fon + 49 (0)211 4952-635
elke.roehling-kampmann@bankhaus-
lampe.de

research@bankhaus-lampe.de
Fax + 49(0)211 4952-494

BERLIN

Postfach 12 06 53
D-10596 Berlin
Carmerstraße 13
D-10623 Berlin

Fon + 49 (0)30 319002-0
Fax + 49 (0)30 319002-324

DÜSSELDORF

Postfach 10 14 42
D-40005 Düsseldorf
Jägerhofstraße 10
D-40479 Düsseldorf

Fon + 49 (0)211 4952-0
Fax + 49 (0)211 4912-202

MÜNSTER

Domplatz 41
D-48143 Münster

Fon + 49 (0)251 41833-0
Fax + 49 (0)251 41833-50

**ATLANTIC VERMÖGENS-
VERWALTUNGSBANK**

Othmarstraße 8
CH-8008 Zürich

Fon + 41 (0)44 26658-88
Fax + 41 (0)44 26658-97

BIELEFELD

Postfach 10 03 91
D-33503 Bielefeld
Alter Markt 3
D-33602 Bielefeld

Fon + 49 (0)521 582-0
Fax + 49 (0)521 175178

FRANKFURT/MAIN

Postfach 10 08 35
D-60008 Frankfurt/Main
Freiherr-vom-Stein-Straße 65
D-60323 Frankfurt/Main

Fon + 49 (0)69 97119-0
Fax + 49 (0)69 97119-119

OSNABRÜCK

Heger-Tor-Wall 24
D-49078 Osnabrück

Fon + 49 (0)541 580537-0
Fax + 49 (0)541 580537-99

**DALE INVESTMENT
ADVISORS GMBH**

Wollzeile 16/9
A-1010 Wien

Fon +43 (0)1 8903507-0
Fax +43 (0)1 8903507-50

BONN

Heinrich-Brüning-Straße 16
D-53113 Bonn

Fon + 49 (0)228 850262-0
Fax + 49 (0)228 850262-99

HAMBURG

Postfach 10 04 04
D-20003 Hamburg
Ballindamm 11
D-20095 Hamburg

Fon + 49 (0)40 302904-0
Fax + 49 (0)40 302904-18

STUTTGART

Büchsenstraße 10
D - 70173 Stuttgart

Fon + 49 (0)711 933008-0
Fax + 49 (0)711 933008-99

DRESDEN

Käthe-Kollwitz-Ufer 82
D-01309 Dresden

Fon + 49 (0)351 207815-0
Fax + 49 (0)351 207815-29

MÜNCHEN

Postfach 10 09 31
D-80083 München
Briener Straße 29
D-80333 München

Fon + 49 (0)89 29035-600
Fax + 49 (0)89 29035-799

www.bankhaus-lampe.de
info@bankhaus-lampe.de



Bankhaus Lampe

FÜR WENIGE BESONDERES LEISTEN.