



# Deutsche EuroShop AG

## Attraktive Immobilien

11.09.2015

**Kaufen** (Halten)  
**45,00 EUR** (47,00 EUR)

Schlusskurs 09.09.2015 39,38 EUR  
 Bloomberg: DEQ GY WKN: 748020  
 Branche Immobilien

### Kursperformance

52 Wochen Hoch	48,00 EUR
52 Wochen Tief	32,59 EUR
Relativ zu	MDAX
YTD	-8,2%
1 Monat	1,9%
12 Monate	-11,8%



### Daten zur Aktie

EV (Mio. EUR; 2015)	3.672
Marktkapital. (Mio. EUR)	2.124
Anzahl der Aktien (Mio.)	54
Streubesitz	82,7%

### Nächster Termin

Quartalszahlen	12.11.2015
----------------	------------

### Änderungen im Modell

	Umsatz	FFO	EPS
2015e	-0,5%	0,9%	183,7%
2016e	-0,6%	0,9%	6,9%
2017e	-0,6%	0,7%	9,2%

### Analyst

Dr. Georg Kanders, Analyst  
 Telefon: +49 (0)211 4952-718  
 georg.kanders@bankhaus-lampe.de

Bitte beachten Sie den Disclaimer am Ende.

Wir stufen die Aktie der Deutschen EuroShop von Halten auf Kaufen herauf, nachdem sie sich in den letzten fünf Monaten deutlich schlechter entwickelt hat als der MDAX. Dabei liefert das Unternehmen wie versprochen und wird unseres Erachtens in den nächsten Jahren auch ohne Zukäufe im operativen Ergebnis und in der Dividende zulegen können.

### INVESTMENT CASE

Deutsche EuroShop ist u. E. ein topsolider Immobilienwert, der in der stark nachgefragten Asset-Klasse Shopping-Center (16 größere Shopping-Center in Deutschland und jeweils eines in Polen, Österreich und Ungarn) investiert ist. Die Mietverträge werden grundsätzlich langfristig abgeschlossen und sind voll indexiert. Die Mieterstruktur ist sehr gut diversifiziert, und das Unternehmen ist konservativ in der Immobilienbewertung und der Refinanzierungsstruktur. Gewinnsteigerungspotenzial ergibt sich aktuell weniger aus Mietsteigerungen (geringe Inflationsrate) als durch geringeren Zinsaufwand infolge des Auslaufs vergleichsweise teurer Finanzierungen.

### KATALYSATOREN

Deutsche EuroShop wird den Bewerter austauschen (Jones Lang LaSalle statt Feri/GfK Geomarketing). Wir erhoffen uns davon einen hohen Bewertungsgewinn für 2015. Dieser (BHLe 284 Mio. €) sollte unseren Schätzungen zufolge so hoch ausfallen, dass die Aktie dann nicht mehr mit einer Prämie zum NAV gehandelt wird. Die Quartalsergebnisse sollten einen leicht positiven Trend aufweisen.

### BEWERTUNG

Mit den neuen Schätzungen notiert Deutsche EuroShop bezogen auf 2015 nicht mehr mit Prämie zum NAV. Dabei ist das Unternehmen solide refinanziert und verfügt über stark nachgefragte größere Shopping-Center. Die Dividende erachten wir als sehr sicher, und wir erwarten die Beibehaltung der jährlichen Steigerung um 0,05 €. Das Kursziel hat sich wegen der Dividendenzahlung etwas ermäßigt.

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	188	201	203	206	209
FFO	112	121	123	128	133
FFO-Marge	59,6%	60,0%	60,8%	62,4%	63,7%
Nettofinanzverbind.	1.443	1.372	1.304	1.233	1.159
Net Asset Value je Aktie (in EUR)	30,59	33,17	39,40	40,76	42,01
FFOPS (in EUR)	2,08	2,23	2,29	2,38	2,47
DPS (in EUR)	1,25	1,30	1,35	1,40	1,45
Dividendenrendite	3,9%	3,6%	3,4%	3,6%	3,7%
EV/EBITDA	20,3	20,0	20,7	20,1	19,4
P/NAV	1,0	1,1	1,0	1,0	0,9
P/FFO	15,3	16,2	17,2	16,5	15,9

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

# Unternehmensporträt

## SWOT

### Stärken/Chancen

- Klare Fokussierung auf Shopping-Center
- Niedrige Leerstandsquote
- Hohe Eigenkapitalquote/konservative Bewertung
- Langfristige Mietverträge mit voller Indexierung
- Reduzierung der Finanzierungskosten, exzellenter Zugang zu Investoren

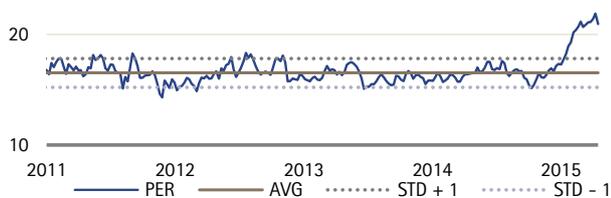
### MANAGEMENT

- Wilhelm Wellner (CEO)
- Olaf Borkers (CFO)

## KURZFRISTIGER AUSBLICK

- 2015: Dividende soll 1,35 € betragen
- Mieteinnahmen 2015 auf 201-204 Mio. €, EBIT 177-180 Mio. €
- FFO pro Aktie soll auf 2,24-2,28 € steigen

## HISTORISCHES KGV



## UNTERNEHMENSTERMINE

Nächster Termin: 12.11.2015 Quartalszahlen

## WICHTIGE KENNZAHLEN

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
ROCE	5,3%	5,6%	5,2%	5,3%	5,4%
Gross Yield	6,3%	6,6%	6,1%	6,1%	6,2%
EBITDA-Marge	88,2%	88,4%	87,6%	87,6%	87,7%
FFO-Marge	59,6%	60,0%	60,8%	62,4%	63,7%
FFO-Yield	6,8%	6,7%	5,8%	5,8%	5,9%
Eigenkapitalquote	48,4%	50,1%	53,1%	54,1%	55,1%
Verschuldungsgrad	0,9	0,8	0,6	0,6	0,5
Nettoverschuld./EBITDA	8,7	7,7	7,3	6,8	6,3
Zinsdeckung	2,6	3,0	3,2	3,4	3,6

### Schwächen/Risiken

- Abhängigkeit von ECE
- Höhere Steuerquote
- Dividende mit steigendem zu versteuernden Anteil
- Hohe Preise für Shopping-Center begrenzen das Wachstumspotenzial
- Onlinehandel bedroht das Geschäftsmodell einiger Mieter

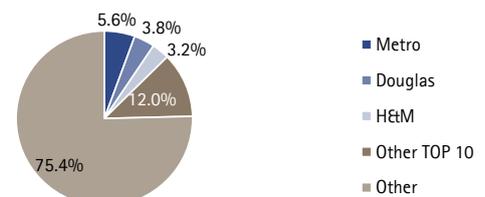
## UNTERNEHMENSHINTERGRUND

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Aktiengesellschaft ausschließlich in Shopping-Center. Zurzeit umfasst das Beteiligungsportfolio 19 Center in Innenstadtlagen sowie an etablierten Standorten. 16 Shopping-Center befinden sich in Deutschland und je eines in Polen, Österreich und Ungarn. Das Center-Management erfolgt für alle Shopping-Center durch die renommierte ECE, sodass die Deutsche EuroShop selbst nur sechs Mitarbeiter (einschließlich Vorstand) hat.

## MITTELFRISTIGER AUSBLICK

- Dividende soll bis 2017 um jährlich 0,05 € auf 1,40 € steigen
- Mieteinnahmen 2016 203-206 Mio. €, EBIT 179-182 Mio. €
- FFO pro Aktie soll 2016 auf 2,30-2,34 € steigen

## WICHTIGSTE MIETER 2014 (IN %)



## HAUPTAKTIONÄRE (%)

Alexander Otto	17,3
BlackRock	4,2

## BHL VS. KONSENSUS

	2015e	2016e	2017e
Umsatz (in Mio. EUR)			
BHL	203	206	209
Konsensus	203	206	210
EBITDA (in Mio. EUR)			
BHL	178	180	183
Konsensus	178	181	183
EPS (EUR)			
BHL	5,80	2,13	2,10
Konsensus	2,24	2,32	2,40

Quelle: Unternehmensangaben, FactSet, BHL Schätzungen

# Investment Case

Attraktive Immobilien mit langlaufenden, voll indexierten Mietverträgen

Nachfrage nach Anlageobjekten lässt Anfangsrendite fallen

Zu konservativer Bewertungsansatz der Vergangenheit birgt Raum für höhere Bewertung

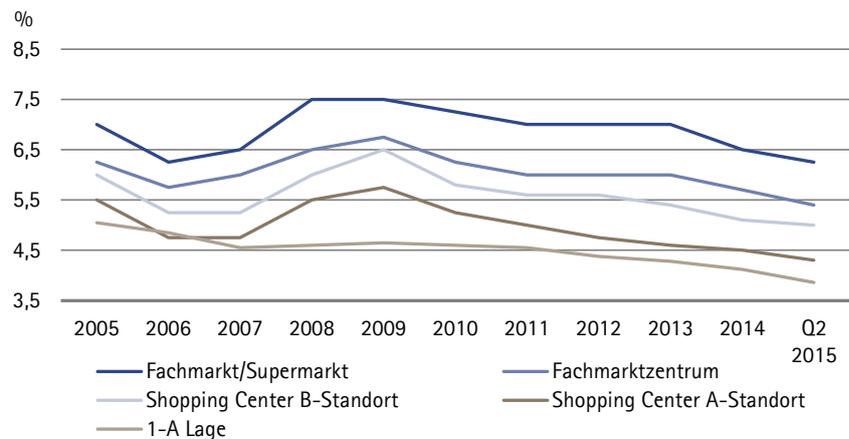
## ATTRAKTIVE IMMOBILIEN

Deutsche EuroShop verfügt mit Shopping-Centern mit mindestens 25.000 qm vermietbarer Fläche über sehr attraktive Immobilien. Im Besitz des Unternehmens befindet sich unter anderem das Main-Taunus-Zentrum bei Frankfurt und die Altmarktgalerie in Dresden. Der in den Centern der EuroShop erzielte Umsatz je qm lag 2014 mit 4.450 €/qm um mehr als 10% über dem Durchschnitt der Branche (Deutsche Shopping-Center 3.972€/qm). Die Mietverträge sind voll indexiert und haben lange Laufzeiten von zehn Jahren. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge in den Centern der EuroShop beläuft sich daher auf 6,4 Jahre.

## POTENZIAL FÜR BEWERTUNGSGEWINNE

Shopping-Center sind als Anlageobjekt sehr begehrt, und so sind die Anfangsrenditen selbst für Shopping-Center an B-Standorten auf rund 5% zurückgegangen. Für A-Lagen ist die Anfangsrendite sogar auf nur noch 4,3% zurückgefallen.

### Einzelhandelsimmobilien stark nachgefragt



Quelle: CBRE, Stand Q2 2015

Demgegenüber sind die Shopping Center der Deutschen EuroShop mit einer Anfangsrendite von 5,87% sehr konservativ bewertet.

Auch wir sind der Meinung, dass die Shopping-Center zu konservativ bewertet wurden und hatten in unserem Bewertungsmodell eine Korrektur vorgenommen. Jetzt hat das Unternehmen aber den Bewerter ausgetauscht. Neuer Bewerter wird Jones Lang Lasalle (statt Feri/GfK Geomarketing). Wir gehen davon aus, dass sich das internationale Immobilienhaus stärker an den am Markt beobachtbaren Preisen orientieren wird, als dies im mehr an langfristigen Marktdurchschnitten orientierten Bewertungsansatz von Feri geschehen ist. Wir erwarten somit, dass die ausgewiesenen Immobilienwerte wieder deutlich näher an das aktuelle Marktniveau heranrücken werden.

Höherer NAV von 39,40 € erwartet

Wir haben daher unsere Schätzungen für das Bewertungsergebnis 2015 um rund 270 Mio. € heraufgesetzt. Daraus resultiert ein um rund 5 € höherer NAV je Aktie. Bei dem jetzt von uns erwarteten NAV von 39,40 € ergibt sich dann auch keine Prämie mehr zum NAV in den Bewertungsübersichten.

#### OPERATIVE ERGEBNISSE SOLLTEN LEICHT BESSER WERDEN

##### Erweiterung in Danzig ...

Center-Erweiterung soll höhere Rendite erzielen

Deutsche EuroShop plant, die Galeria Baltycka in Danzig deutlich, nämlich um rund 13.800 qm auf 62.500 qm, zu erweitern. Die Grundstücke sind gesichert, und es liegen belastbare Nachfragen von potenziellen Mietern vor. Es fehlt allerdings noch eine Genehmigung der Umweltbehörden, die bis Frühjahr 2016 erwartet wird, sodass dann mit den Bauarbeiten begonnen werden kann. Die Eröffnung des erweiterten Teils ist für 2018 vorgesehen. Die Investitionen sollen sich auf 70–75 Mio. € insgesamt belaufen. Deutsche EuroShop (Anteil 74%) erwartet hieraus eine höhere Rendite als es derzeit am Markt durch Zukäufe erreichbar wäre.

Galeria Baltycka gut positioniert

Obwohl in Danzig zwei größere Shopping-Center gebaut werden, sehen wir die Galeria Baltycka in einer guten Position. Das Center liegt im Umsatz je qm eher auf Höhe des EuroShop-Portfoliodurchschnitts (2013 2% unter dem Portfoliodurchschnitt) und damit recht deutlich über dem Durchschnitt in Polen, der rund 2.500 €/qm beträgt. Wir sehen diese gute Position insbesondere dadurch bestätigt, dass Mieter im Haus deutliche Erweiterungswünsche geäußert haben. So wollen H&M und Inditex (Zara und andere Marken) ihre Position in diesem Shopping-Center ausbauen. Polens führende Modekette LPP (Reverse und andere Marken) wünscht sogar 50% mehr Fläche in der Galeria Baltycka.

##### ... und auch in Hamburg und Kassel

Zudem wird auch das Phoenix-Center in Hamburg-Harburg erweitert. Die vermietbare Fläche steigt durch den Ausbau im Basement um rund 9% und das Center erhält einen Food Court mit 300 Sitzplätzen. Die auf die Deutsche EuroShop entfallenden Investitionen belaufen sich auf rund 15 Mio. €. Die Rendite soll bei rund 6% liegen.

Im City-Point Kassel wird noch im laufenden Jahr ein 200 Plätze umfassender Food Court gebaut. Die Investition beläuft sich allerdings auf überschaubare 4,5 Mio. €.

#### ENTLASTUNGEN IM ZINSAUFWAND

Niedrigzinsumfeld sorgt für Entlastungen in Höhe von rund 4,4 Mio. €

Wesentlicher Treiber beim FFO-Wachstum sind aber weniger diese Erweiterungen als vielmehr der niedrigere Zinsaufwand. 2016 laufen knapp 80 Mio. € Verbindlichkeiten aus, die mit 4,92% verzinst werden. Darüber hinaus fallen 144,9 Mio. € auf Ebene der Beteiligungen (Klagenfurt und Phoenix-Center) aus der Zinsbindung (durchschnittlich 4,94%). Aktuell dürften diese Kredite zu Konditionen von maximal rund 2% ersetzt werden können. Allein aus diesen beiden Positionen könnte sich damit Entlastungen von rund 4,4 Mio. € pro Jahr ergeben. Darüber hinaus nimmt der Zinsaufwand auch durch die regelmäßigen Tilgungen (2016 18,4 Mio. €, 2017 16,5 Mio. €, 2018 18,7 Mio. €) ab.

Während aus den Kreditausläufen 2017 (96,1 Mio. € zu 1,75%) kaum Ersparnisse zu erwarten sind, laufen 2018 und 2019 Finanzierungen im Gesamtvolumen von rund 190 Mio. € mit Zinssätzen oberhalb der Marke von 4,5% aus.

# Unternehmensbewertung

## Durchschnittlich in unserer Immobilien-Coverage

Deutsche EuroShop schneidet in den von uns betrachteten vier Hauptbewertungskennziffern durchschnittlich ab. Gemessen an Kurs/NAV und impliziten Bewertungsreserven ergeben sich leicht günstigere Werte als im Branchendurchschnitt, während das Unternehmen leicht unterdurchschnittlich in Bezug auf Dividendenrendite und Kurs/FFO abschneidet.

Das Kursziel von 45 € ergibt sich aus unserem auf implizite Bewertungsreserven abstellenden Bewertungsmodell, das angesichts der Niedrigzinsphase um eine spezielle Dividendenbewertungskomponente ergänzt wird. Deutsche EuroShop profitiert dank der guten Asset- und Bilanzqualität und der dadurch resultierenden Dividendsicherheit stark von dieser Komponente.

Das vorherige Kursziel belief sich auf aufgerundet 47 €, enthielt aber noch die im Juni gezahlte Dividende in Höhe von 1,30 €. Die höheren Schätzungen für den NAV wirken sich nicht auf unsere Bewertung aus, da wir diese entsprechend adjustiert hatten und diese Adjustierung jetzt natürlich entfallen ist.

## Leichter Abschlag zum NAV

Deutsche EuroShop ist mit einem leichten Abschlag zum NAV günstiger bewertet als der Durchschnitt der von uns beobachteten Immobilienwerte und schneidet auch hinsichtlich der impliziten Bewertungsreserven überdurchschnittlich ab.

Unternehmen	Kurs in € 09.09.15	Kurs/NAV			NAV		
		2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
Deutsche EuroShop	39,38	1,00	0,97	0,94	39,40	40,76	42,01
DIC Asset	8,19	0,62	0,61	0,59	13,12	13,42	13,76
VIB Vermögen	17,00	1,10	1,05	0,99	15,45	16,26	17,20
Hamborner REIT	8,76	1,00	0,97	0,94	8,80	9,05	9,34
TLG Immobilien	16,80	0,99	0,96	0,94	17,00	17,51	17,92
Alstria Office REIT	11,74	1,07	1,04	1,01	10,98	11,32	11,68
Deutsche Office	4,42	0,95	0,91	0,88	4,63	4,85	5,03
Patrizia	21,09	2,40	2,10	1,93	8,80	10,03	10,92
Deutsche Wohnen	23,84	1,23	1,16	1,11	19,46	20,54	21,40
TAG Immobilien	9,96	1,11	1,06	1,03	9,01	9,41	9,70
LEG Immobilien	66,52	1,22	1,15	1,10	54,49	57,86	60,70
Vonovia	29,65	1,26	1,19	1,12	23,58	24,88	26,47
Grand City Prop.	16,68	1,46	1,19	1,00	11,44	13,98	16,69
Durchschnitt Wohnen		1,25	1,15	1,07			
Durchschnitt ohne Patrizia		1,08	1,02	0,97			

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Unternehmen	Kurs in € 09.09.15	Kurs/NAV			Implizite Reserven auf		
		2015E	2016E	2017E	NAV 15E	NAV 16E	NAV 17E
Deutsche EuroShop	39,38	1,00	0,97	0,94	0,0%	2,3%	4,4%
DIC Asset	8,19	0,62	0,61	0,59	15,1%	16,1%	17,1%
VIB Vermögen	17,00	1,10	1,05	0,99	-4,8%	-2,3%	0,6%
Hamborner REIT	8,76	1,00	0,97	0,94	0,3%	2,1%	4,1%
TLG Immobilien	16,80	0,99	0,96	0,94	0,7%	2,6%	4,1%
Alstria Office REIT	11,74	1,07	1,04	1,01	-3,3%	-1,8%	-0,3%
Deutsche Office	4,42	0,95	0,91	0,88	2,1%	4,2%	6,0%
Patrizia	21,09	2,40	2,10	1,93	-520,9%	-468,7%	-431,0%
Deutsche Wohnen	23,84	1,23	1,16	1,11	-13,2%	-10,0%	-7,4%
TAG Immobilien	9,96	1,11	1,06	1,03	-3,4%	-2,0%	-0,9%
LEG Immobilien	66,52	1,22	1,15	1,10	-11,4%	-8,2%	-5,5%
Vonovia	29,65	1,26	1,19	1,12	-12,4%	-9,8%	-6,5%
Grand City Prop.	16,68	1,46	1,19	1,00	-34,5%	-17,8%	0,1%
Durchschnitt Wohnen		1,25	1,15	1,07	-15,0%	-9,5%	-4,1%
Durchschnitt ohne Patrizia		1,08	1,02	0,97	-5,4%	-2,0%	1,3%

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Nur noch 2015 Dividendenvorteil

Im Hinblick auf die Dividendenrendite liegt Deutsche EuroShop für 2015 leicht über dem Durchschnitt. Ab 2016 ergibt sich aber eine leicht unterdurchschnittliche Dividendenrendite. Allerdings ist die Dividendenprognose u. E. auch relativ sicher.

Unternehmen	Kurs in € 09.09.15	Dividende				Dividendenrendite			
		2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
Deutsche EuroShop	39,38	1,30	1,35	1,40	1,45	3,3%	3,4%	3,6%	3,7%
DIC Asset	8,19	0,35	0,35	0,35	0,35	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
VIB Vermögen	17,00	0,48	0,51	0,55	0,60	2,8%	3,0%	3,2%	3,5%
Hamborner REIT	8,76	0,40	0,40	0,42	0,46	4,6%	4,6%	4,8%	5,3%
TLG Immobilien	16,80	0,25	0,75	0,85	0,90	1,5%	4,5%	5,1%	5,4%
Alstria Office REIT	11,74	0,50	0,50	0,52	0,56	4,3%	4,3%	4,4%	4,8%
Deutsche Office	4,42	0,15	0,16	0,19	0,20	3,4%	3,6%	4,3%	4,5%
Patrizia	21,09	0,00	0,00	0,00	0,50	0,0%	0,0%	0,0%	2,4%
Deutsche Wohnen	23,84	0,45	0,55	0,61	0,64	1,9%	2,3%	2,6%	2,7%
TAG Immobilien	9,96	0,50	0,55	0,60	0,65	5,0%	5,5%	6,0%	6,5%
LEG	66,52	1,96	2,35	2,68	2,88	2,9%	3,5%	4,0%	4,3%
Vonovia	29,65	0,78	0,94	1,10	1,28	2,6%	3,2%	3,7%	4,3%
Grand City	16,68	0,20	0,25	0,30	0,35	1,2%	1,5%	1,8%	2,1%
Durchschnitt Wohnen						2,7%	3,2%	3,6%	4,0%
Durchschnitt						2,9%	3,4%	3,7%	4,1%

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Bei Kurs/FFO leicht unter dem Durchschnitt

Bei der Betrachtung des Verhältnisses von Kurs/FFO schneidet Deutsche EuroShop leicht unterdurchschnittlich ab.

Unternehmen	Kurs in € 09.09.15	FFO				P/FFO			
		2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015E	2016E	2017E
Deutsche EuroShop	39,38	2,23	2,29	2,38	2,47	17,7	17,2	16,5	15,9
DIC Asset	8,19	0,70	0,70	0,72	0,73	11,7	11,7	11,4	11,2
VIB Vermögen	17,00	1,27	1,24	1,35	1,39	13,4	13,7	12,6	12,2
Hamborner REIT	8,76	0,54	0,51	0,58	0,65	16,2	17,2	15,1	13,5
TLG Immobilien	16,80	0,97	1,03	1,12	1,18	17,3	16,3	15,0	14,2
Alstria Office REIT	11,74	0,60	0,61	0,80	0,83	19,6	19,2	14,7	14,1
Deutsche Office	4,42	0,27	0,29	0,36	0,36	16,4	15,2	12,3	12,3
Deutsche Wohnen	23,84	0,74	0,93	1,02	1,07	32,2	25,6	23,4	22,3
TAG Immobilien	9,96	0,59	0,69	0,72	0,77	16,9	14,4	13,8	12,9
LEG	66,52	3,04	3,62	4,13	4,43	21,9	18,4	16,1	15,0
Vonovia	29,65	1,19	1,25	1,48	1,74	24,9	23,7	20,0	17,0
Grand City	16,68	0,61	0,73	0,84	0,99	27,3	22,8	19,9	16,8
Durchschnitt Wohnen						24,6	21,0	18,6	16,8
Durchschnitt						19,6	16,7	15,9	13,8

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Zur Bestimmung des „fairen Wertes“ wählen wir als Ausgangspunkt den von uns erwarteten NAV für 2017. Dieser beläuft sich auf 42,01 €. Allerdings verringern die erwarteten Dividendenzahlungen den zukünftigen NAV. Daher addieren wir zum erwarteten NAV unsere geschätzten Dividendenzahlungen für die Jahre 2014 bis 2017 (4,20 €).

Bezogen auf den geschätzten NAV 2017 weist der aktuelle Kurs implizite Bewertungsreserven von 4,4% auf. Der um Dividenden adjustierte NAV beläuft sich für das Jahr 2017 auf 46,21 €, und es ergeben sich dividendenadjustiert „implizite Bewertungsreserven“ von 9,9%.

	Kurs bzw. Kursziel (in €) 9.09.2015	Kurs bzw. Kursziel/NAV 2017E	NAV bzw. NAV adj.	Implizite Bewertungsreserven 2017E
Deutsche EuroShop	39,38	0,94	42,01	4,4%
Dt. EuroShop NAV adj.	39,38	0,85	46,21	9,9%
Dt. EuroShop NAV adj.	43,15	0,93	46,21	4,5%

Quelle: BHL Research

**Implizite Bewertungsreserven:**  
Fairer Wert von 43,15 €

Unter Berücksichtigung des Risikoprofils insbesondere im Hinblick auf die Asset-Klasse große Shopping-Center und der soliden Refinanzierung sowie des hohen Wachstumspotenzials halten wir eine Risikoprämie von etwa 4,5% (die sich aus dem adjustierten NAV ergebende implizite Bewertungsreserve bezogen auf das aktuelle Immobilienvermögen) für angemessen. Bei Ansatz dieser Risikoprämie ergibt sich aus unserem auf implizite Bewertungsreserven abstellenden Modell ein fairer Wert von 43,15 €.

#### ANPASSUNG AN DAS NIEDRIGZINSUMFELD

Angesichts des aktuellen Niedrigzinsniveaus haben wir unsere klassische Bewertung um eine Dividendenkomponente ergänzt. Ausgangspunkt der Überlegung ist die Ermittlung einer erforderlichen Dividendenrendite, da solide Dividentitel zunehmend als Anlagealternative für eher sicherheitsorientierte Anleger in Frage kommen.

Die „erforderliche“ Dividendenrendite ermitteln wir durch einen Abschlag von bis zu 225 Bp auf die von uns als erforderlich angesetzte Basisrendite von 4,5%. Die Höhe des unternehmensindividuellen Abschlags bestimmen wir durch ein Scoring-Modell. Wir erhalten einen „fairen Wert“, indem wir die erwartete Dividende 2016 durch die errechnete individuell „erforderliche“ Dividendenrendite teilen.

Deutsche EuroShop verfügt über ein attraktive Portfolio mit 16 größeren Shopping-Centern und solide Bilanzkennziffern. Die Marktkapitalisierung liegt bei über 2 Mrd. €, und das Unternehmen ist Mitglied im MDAX. Relativ schwach sind u. E. aber angesichts der starken Nachfrage nach größeren Shopping-Centern die (externen) Wachstumsaussichten. Insgesamt ergibt sich ein Scoring-Wert von 8,5, was rund 68% des maximal zu erzielenden Wertes (12,5 Punkte) ausmacht.

## Scoring-Faktoren

Größe/Liquidität	2,00
Assetklasse/Region	2,50
Passivseite	3,00
Wachstum	1,00
Summe	8,50

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Reine Dividendenbetrachtung:  
Fairer Wert von 47,14 €

Insofern ergibt sich damit aus unserer Sicht für Deutsche EuroShop eine erforderliche Dividendenrendite von 2,97% ( $4,5\% - 0,68 * 2,25\%$ ). Auf dieser Basis (Dividende 2016e 1,40 €) ergäbe sich ein fairer Wert von 47,14 € ( $1,40 € / 2,97\%$ ).

Die Ausschüttungsquote des Unternehmens liegt nah bei 60%, sodass sich bei einer vergleichbaren Rechnung mit 60% des FFO ein ähnlich hoher Wert ergibt (47,61 €).

**KURSZIEL BEI 45 €**

Das Kursziel ermitteln wir als Mittelwert aus der Dividendenbewertungskomponente und dem fairen Wert aus unserem auf implizite Bewertungsreserven abstellenden Bewertungsmodell. Letzterer beläuft sich bei einer Risikoprämie von 4,5% (implizite Reserven in % des Immobilienvermögens) auf 43,15 €.

Fairer Wert	Wert € je Aktie	Gewicht	€ je Aktie
aus Dividende	47,14	25,0%	11,79
aus 60% FFO	47,60	25,0%	11,90
implizite Bewertungsreserven	43,15	50,0%	21,58
FairValue			45,26

Quelle: Bankhaus Lampe Research

Kursziel 45 € – Kaufen

Abgerundet erhalten wir somit 45 € als Kursziel. Es besteht damit deutlich zweistelliges Kurspotenzial für den soliden Dividendenwert und wir stufen die Aktie auf Kaufen herauf.

# Kennzahlen

## Deutsche EuroShop AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	188	201	203	206	209
Umsatzkosten	0	0	0	0	0
Bruttoergebnis vom Umsatz	188	201	203	206	209
Vertriebs- und Marketingkosten	-8	-9	-8	-8	-9
Allgemeines und Verwaltung	-9	-10	-10	-10	-10
Forschung und Entwicklung	0	0	0	0	0
Sonstiges betriebliches Ergebnis	-4	-4	-7	-7	-7
EBITDA	166	178	178	180	183
Abschreibungen	0	0	0	0	0
EBITA	166	178	178	180	183
Abschreibung Geschäfts-/ Firmenwerte	0	0	0	0	0
Abschreibungen imm. Vermögenswerte	0	0	0	0	0
EBIT	166	178	178	180	183
Finanzergebnis	-34	-40	-49	-46	-44
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	132	138	128	134	140
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	56	77	284	19	11
EBT	188	215	412	153	151
Steuern	-17	-37	-100	-38	-38
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	171	177	313	115	113
Nettogewinn aus nicht fortge. Aktivitäten	0	0	0	0	0
Anteile anderer Gesellschafter	0	0	0	0	0
Nettogewinn (ber.)	171	177	313	115	113
Anzahl der Aktien	54	54	54	54	54
EPS (in EUR)	3,17	3,29	5,80	2,13	2,10

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Bruttomarge	-	-	-	-	-
EBITDA-Marge	88,2%	88,4%	87,6%	87,6%	87,7%
EBITA-Marge	88,2%	88,4%	87,6%	87,6%	87,7%
EBIT-Marge	88,2%	88,4%	87,6%	87,6%	87,7%
EBT-Marge	99,8%	106,9%	203,3%	74,2%	72,2%
Nettoumsatzrendite	91,0%	88,4%	154,2%	55,9%	54,1%
Steuerquote	8,8%	17,4%	24,2%	24,8%	25,1%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

Wachstumsraten ggü. Vj.	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Umsatz	-11,0%	6,8%	1,0%	1,5%	1,6%
EBITDA	-8,4%	7,1%	0,1%	1,5%	1,6%
EBIT	-8,4%	7,1%	0,1%	0,1%	1,6%
EBT	80,2%	14,4%	92,1%	-62,9%	-1,3%
Nettogewinn (ber.)	39,0%	3,7%	76,3%	-63,2%	-1,7%
EPS	33,7%	3,7%	76,3%	-63,2%	-1,7%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## Deutsche EuroShop AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. EUR)	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	3.339	3.420	3.705	3.725	3.737
Sachanlagen	2.963	3.061	3.345	3.363	3.374
Immaterielle Vermögenswerte	0	0	0	0	0
Finanzielle Vermögenswerte	377	360	361	362	363
sonstige langfristige Vermögenswerte	0	0	0	0	0
Kurzfristige Vermögensgegenstände	56	72	85	100	118
Vorräte	0	0	0	0	0
Forderungen aus Lieferung und Leistung	6	5	5	5	5
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	6	9	9	9	9
Wertpapiere	3	0	0	0	0
Flüssige Mittel	41	58	71	87	105
Summe Aktiva	3.395	3.492	3.790	3.825	3.855
Passiva (in Mio. EUR)					
Eigenkapital	1.642	1.751	2.011	2.071	2.126
Eigenkapital (vor Dritten)	1.429	1.524	1.767	1.809	1.847
Minderheitenanteile	213	227	244	262	279
Langfristiges Fremdkapital	1.629	1.661	1.705	1.686	1.666
Rückstellungen für Pensionen	0	0	0	0	0
Sonstige Rückstellungen	0	0	0	0	0
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	1.390	1.375	1.325	1.275	1.225
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	240	286	380	411	441
Kurzfristiges Fremdkapital	123	80	74	69	63
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	97	55	50	44	39
Sonstige Rückstellungen kurzfr.	8	11	11	11	11
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	3	1	1	1	1
Sonstige Verbindlichkeiten	15	13	13	13	13
Summe Passiva	3.395	3.492	3.790	3.825	3.855

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## Deutsche EuroShop AG – Bilanzstruktur

Aktiva	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Langfristige Vermögensgegenstände	98,4%	97,9%	97,8%	97,4%	96,9%
Sachanlagen	87,3%	87,6%	88,2%	87,9%	87,5%
Immaterielle Vermögenswerte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	1,6%	2,1%	2,2%	2,6%	3,1%
Vorräte	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Forderungen aus Lieferung und Leistung	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Flüssige Mittel	1,2%	1,7%	1,9%	2,3%	2,7%
Passiva					
Eigenkapital	48,4%	50,1%	53,1%	54,1%	55,1%
Langfristiges Fremdkapital	48,0%	47,6%	45,0%	44,1%	43,2%
Rückstellungen für Pensionen	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Langfristige zinstragende Verbindlichkeiten	40,9%	39,4%	35,0%	33,3%	31,8%
Kurzfristiges Fremdkapital	3,6%	2,3%	2,0%	1,8%	1,6%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	2,9%	1,6%	1,3%	1,2%	1,0%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## Deutsche EuroShop AG – Kapitalflussrechnung

in Mio. EUR	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Nettogewinn (ber.)	171	177	313	115	113
Abschreibungen	0	0	0	0	0
Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges	0	0	0	0	0
Veränderung Rückstellungen	-29	2	0	0	0
Sonstiges	-66	-78	-267	-1	7
<b>Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)</b>	<b>76</b>	<b>102</b>	<b>46</b>	<b>114</b>	<b>120</b>
Änderung der Vorräte	0	0	0	0	0
Änderung der Forderungen aus LuL	-1	1	0	0	0
Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL	1	-2	0	0	0
Änderung des sonstigen Working Capitals	3	-2	0	0	0
<b>Operativer Cash-flow</b>	<b>79</b>	<b>99</b>	<b>46</b>	<b>114</b>	<b>120</b>
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	424	-21	0	0	0
Auszahlungen für Akquisitionen	0	0	0	0	0
Finanzanlagen	-342	17	-1	-1	-1
Ergebnis aus Anlageabgängen	0	0	0	0	0
Einnahmen aus Finanzanlagen	0	0	0	0	0
<b>Cash-flow aus Investitionstätigkeit</b>	<b>82</b>	<b>-4</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>
<b>Freier Cash-flow</b>	<b>161</b>	<b>95</b>	<b>45</b>	<b>113</b>	<b>119</b>
Kapitalmaßnahmen	0	0	0	0	0
Veränderung von Finanzverbindlichkeiten	-170	-57	-56	-56	-56
Erwerb von eigenen Aktien	0	0	0	0	0
Sonstiger Finanzierungs-Cash-flow	8	47	94	31	30
Dividendenzahlungen	-65	-67	-70	-73	-76
<b>Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit</b>	<b>-227</b>	<b>-77</b>	<b>-32</b>	<b>-97</b>	<b>-101</b>
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	-67	17	13	15	18
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	-47	0	0	0	0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	154	41	58	71	87
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	-113	17	13	15	18
<b>Liquide Mittel zum Periodenende</b>	<b>41</b>	<b>58</b>	<b>71</b>	<b>87</b>	<b>105</b>

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

## Deutsche EuroShop AG – Kennzahlen

	2013	2014	2015e	2016e	2017e
<b>Ergebniskennzahlen</b>					
EPS	3,17	3,29	5,80	2,13	2,10
Buchwert je Aktie	30,44	32,46	37,28	38,38	39,41
Freier Cash-flow je Aktie	2,98	1,76	0,83	2,09	2,20
Dividende je Aktie	1,25	1,30	1,35	1,40	1,45
<b>Bewertungskennzahlen</b>					
EV/Umsatz	17,9	17,7	18,1	17,6	17,0
EV/EBITDA	20,3	20,0	20,7	20,1	19,4
EV/EBIT	20,3	20,0	20,7	20,1	19,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	10,0	11,0	6,8	18,5	18,8
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,0	1,1	1,1	1,0	1,0
Dividendenrendite	3,9%	3,6%	3,4%	3,6%	3,7%
<b>Rentabilitätskennzahlen</b>					
EBITDA-Marge	88,2%	88,4%	87,6%	87,6%	87,7%
EBIT-Marge	88,2%	88,4%	87,6%	87,6%	87,7%
Nettoumsatzrendite	91,0%	88,4%	154,2%	55,9%	54,1%
Return on capital employed (ROCE)	5,3%	5,6%	5,2%	5,3%	5,4%
<b>Produktivitätskennzahlen</b>					
Kapitalumschlag	1.777,5%	1.705,1%	1.828,8%	1.811,1%	1.789,1%
Operating Leverage	0,8	1,0	0,1	1,0	1,0
Umsatz/Mitarbeiter	31.331.167	33.464.167	33.798.456	34.308.297	34.844.607
EBIT/Mitarbeiter	27.627.333	29.584.333	29.615.673	30.067.502	30.546.641
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Finanzkennzahlen</b>					
Eigenkapitalquote	48,4%	50,1%	53,1%	54,1%	55,1%
Nettofinanzverbind. (in Mio. EUR)	1.443	1.372	1.304	1.233	1.159
Nettofinanzverbind./Eigenkapital	87,9%	78,3%	64,8%	59,5%	54,5%
Zinsdeckung	2,6	3,0	3,2	3,4	3,6
Nettofinanzverbind./ EBITDA	8,70	7,73	7,33	6,83	6,32
Working Capital (in Mio. EUR)	2	3	3	3	3
Veränderung Working Capital (in Mio. EUR)	0	1	0	0	0
WC / Umsatz	1,2%	1,7%	1,7%	1,7%	1,6%
Lagerdauer (Tage)	0	0	0	0	0
Inkassoperiode (Tage)	11	8	8	8	8
Zahlungsziel Lieferanten (Tage)	7	2	2	2	2
Geldumschlag (Tage)	4	6	6	6	6
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	-2118975,0%	105195,0%	100,0%	100,0%	100,0%
<b>Sonstige Kennzahlen</b>					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	9,2%	1,9%	-1,4%	3,1%	1,4%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	10,2%	2,3%	-0,6%	2,9%	1,1%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	27,9%	23,9%	36,5%	-12,4%	-13,9%
Ausschüttungsquote	39,4%	39,5%	23,3%	65,7%	69,2%
Freier Cash-flow (in Mio. EUR)	161	95	45	113	119
Free Cash-flow-Rendite	9,4%	4,9%	2,1%	5,3%	5,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research Schätzungen

# Disclaimer

## Erklärung des/r Analysten

Der jeweilige Research-Analyst, dessen Name auf dem Deckblatt dieses Research-Reports zu finden ist, versichert, dass (a) alle in diesem Research-Report zum Ausdruck gebrachten Ansichten seine persönliche Meinung zu den in diesem Research-Report erwähnten Wertpapieren und Unternehmen widerspiegeln und dass (b) seine Vergütung weder ganz noch teilweise jetzt oder in der Vergangenheit oder in der Zukunft direkt oder indirekt mit der/n in diesem Research-Report zum Ausdruck gebrachten spezifischen Empfehlung/en in Zusammenhang steht.

## Bewertungssystem

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 -10% bis 10%. „Verkaufen“ bedeutet, dass die erwartete Wertentwicklung kleiner als -10% ist.

## Erklärung des Bewertungssystems

Sofern nicht anders angegeben 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 Veränderungen der Anlageurteile/Kursziele der vergangenen zwölf Monate für: Deutsche EuroShop AG (DEQ GY), Schlusskurs (09.09.2015): 39,38 EUR, Analyst: Dr. Georg Kanders (Analyst).

Datum der Veröffentlichung	Kurs bei Empfehlung	Anlageurteil	Kursziel
24.04.2015	45,85 EUR	Halten	47,00 EUR
03.02.2015	41,93 EUR	Halten	43,00 EUR
10.11.2014	35,13 EUR	Halten	37,00 EUR

## Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (01.07.2015):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	52,1%	75,0%
Halten	37,9%	25,0%
Verkaufen	10,0%	0,0%
Unter Beobachtung	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, der 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.

### Interessenkonflikte

Es gelten die zum Ende des der Veröffentlichung dieses Research-Reports vorausgehenden Monats offen gelegten potenziellen Interessenkonflikte, die sich aus den Beziehungen zwischen der Bankhaus Lampe KG, ihren Niederlassungen oder Tochtergesellschaften und den folgenden in dieser Studie genannten Unternehmen ergeben können (die Aktualisierung dieser Informationen kann bis zu zehn Tage ab Monatsende in Anspruch nehmen).

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

Gesellschaft	Disclosure
Deutsche EuroShop AG	---

Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28 , D-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 die Bankhaus Lampe KG.

## Zusätzliche Informationen für Kunden in Großbritannien

In Großbritannien werden Publikationen über die Lampe Capital UK (Services) Limited, 2 Savile Row, London W1S 3PA verbreitet. Diese Studie richtet sich ausschließlich an Personen, die professionelle Investoren im Sinne von Artikel 19 des britischen Finanzdienstleistungs- und Kapitalmarktgesetzes „Financial Services and Markets Act 2000“ (Financial Promotions) i. d. F. von 2005 sind, und die Anlage oder Anlagetätigkeit, auf die sich diese Studie bezieht, wird nur solchen Personen zur Verfügung gestellt bzw. nur von solchen Personen betrieben. Personen, die keine professionelle Erfahrung in Kapitalanlagen haben, sollten sich nicht auf den Inhalt dieser Studie verlassen.

## Zusätzliche Informationen für Kunden in den Vereinigten Staaten

Dieser Research-Report wurde von der Bankhaus Lampe KG, einer deutschen Universalbank, erstellt und genehmigt. Die Bankhaus Lampe KG ist in den Vereinigten Staaten nicht als Broker/Dealer registriert und unterliegt damit nicht den US-amerikanischen Vorschriften zur Erstellung von Research-Reports und zur Unabhängigkeit von Research-Analysten. Dieser Research-Report wird in den Vereinigten Staaten ausschließlich großen US-amerikanischen institutionellen Investoren („major U.S. institutional investors“) gemäß der Vorschrift über die Befreiung von der Registrierungspflicht nach Rule 15a-6 des US-Wertpapiergesetzes „U.S. Securities Exchange Act“ von 1934 in seiner geltenden Fassung zur Verfügung gestellt. Empfänger dieses Research-Reports, die beabsichtigen, aufgrund der in diesem Research-Report enthaltenen Informationen Wertpapiere oder darauf bezogene Finanzinstrumente zu kaufen oder verkaufen, dürfen diese Geschäfte ausschließlich über die International KBR Finance LLC, IKBR abwickeln. Die International KBR Finance LLC, IKBR ist schriftlich oder telefonisch erreichbar unter: International KBR Finance LLC, IKBR, 712 Fifth Avenue, 28th floor, New York, NY 10019, Tel.: +1-212-218 7410. Die International KBR Finance LLC, IKBR ist keine Tochtergesellschaft der Bankhaus Lampe KG. Unter keinen Umständen dürfen Empfänger dieses Research-Reports den Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder darauf bezogenen Finanzinstrumenten über die Bankhaus Lampe KG abwickeln.

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

Weitere Auskünfte erteilt die Bankhaus Lampe KG.

11. September 2015

# Kontakte

## HEAD OF CAPITAL MARKETS & ADVISORY

---

**Ute Gerbaulet**

+ 49 (0)211 4952-656

ute.gerbaulet@bankhaus-lampe.de

## HEAD OF EQUITY

---

**Ralf Menzel**

+ 49 (0)211 4952-282

ralf.menzel@bankhaus-lampe.de

VIA

INTERNATIONAL KBR FINANCE LLC CHAPERONE  
OF BANKHAUS LAMPE KG IN THE US

## EQUITY SALES CONTINENTAL EUROPE

---

**Ulrich Klingmüller**

+ 49 (0)211 4952-784

ulrich.klingmueller@bankhaus-lampe.de

## EQUITY SALES IN GB

---

**Yusuf Bilgic**

+ 44 (0)203 405 4318

yb@lampe-capital.com

## EQUITY SALES IN US

---

**Jörg Hagenbuch**

+1 212 218 7411

jh@ikbrfinance.com

## EQUITY SALES TRADING CONTINENTAL EUROPE

---

**Nils Carstens**

+ 49 (0)211 4952-758

nils.carstens@bankhaus-lampe.de

## EQUITY SALES TRADING IN GB

---

**Chris Ford**

+ 44 (0)203 405 1083

cf@lampe-capital.com

## EQUITY SALES TRADING IN US

---

**Kim Last**

+1 212 218 7412

kl@ikbrfinance.com

**Bankhaus Lampe Research**

Jägerhofstraße 10

D - 40479 Düsseldorf

research@bankhaus-lampe.de

📞 + 49 (0)211 4952-678

📠 + 49 (0)211 4952-494