



25.05.09	9:20
KAUFEN (zuvor: KAUFEN)	
akt. Kurs (ETR):	21,69 €
aktuelles Kursziel:	28,00 €
vorheriges Kursziel:	28,00 €

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

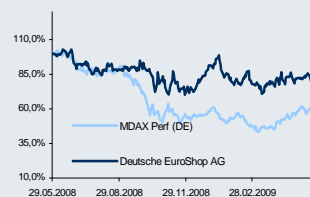
Hoch:	27,09 €
Tief:	18,50 €
Marktkap. (in Mio. €):	745,7
Anzahl Aktien (in Mio.):	34,4
Free-float:	81,0%

	Gewinn/Aktie	KGV
2007	2,74 €	---
2008	2,00 €	---
2009e	0,77 €	28,1
2010e	1,20 €	18,1

	Dividende	Rendite
2007	1,05 €	---
2008	1,05 €	---
2009e	1,05 €	4,8%
2010e	1,05 €	4,8%

	EV/Umsatz	EV/EBIT
2007	16,7	20,3
2008	14,7	17,3
2009e	13,5	16,1
2010e	13,7	16,4

Nächster Termin:
Hauptversammlung 30.6.2009



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)

MARKTPPOSITION UND AUFSTELLUNG

Die Deutsche EuroShop investiert europaweit in ertragsstarke Shoppingcenter (mindestens 20.000 m² vermietbare Fläche und mehr als 60 Mieter) in Innenstadtlagen und an etablierten Standorten. Das Unternehmen ist dabei als Finanzinvestor aktiv. Das komplette Centermanagement aller Shoppingcenter der Deutsche EuroShop ist ausgelagert an die ECE. Das Portfolio besteht aus 16 Centern mit einem Gesamtwert von 1,9 Mrd. €, wobei der Schwerpunkt mit 12 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) erfüllen. In den kommenden Monaten plant die Gesellschaft nicht mit weiteren Zukäufen von Shoppingcentern. Der limitierende Faktor ist hier das Eigenkapital. Da aktuell die Dividendenzahlungen geringer ausfallen als die Funds from Operations, schafft sich das Unternehmen Reserven für zukünftiges Wachstum.

RISIKEN

Das größte Risiko der Gesellschaft liegt unserer Meinung nach in der unsicheren konjunkturellen Lage und deren Auswirkungen auf die Kaufbereitschaft der Konsumenten. Dennoch, bisher entwickelte sich die Umsatzentwicklung in Shoppingcentern gegenüber denen des Einzelhandels besser. Die Umsätze in den Shoppingcentern sollten unserer Ansicht nach zukünftig schwächer ausfallen als in der Vergangenheit. Damit steigt das Risiko von Mietausfällen, das jedoch durch die ausgewogene Mieterstruktur minimiert wird. Auf mittlerer Sicht ist die Wachstumsphantasie über das Jahr 2009 hinaus begrenzt. Dies könnte aber durch einen Ausbau des Portfolios behoben werden.

FAZIT

Insgesamt sehen wir unseren positiven Blick auf die Gesellschaft bestätigt. Wir behalten unser Kursziel und Anlageurteil für die Aktie bei. Als Grundlage für die Bewertung dient uns unser Dividendenmodell.

UNTERNEHMENSgegenstand

Die Deutsche EuroShop investiert als einzige deutsche Aktiengesellschaft ausschließlich in ertragsstarke Shoppingcenter. Aktuell besteht das Portfolio aus 16 Shoppingcentern. Alle Immobilien befinden sich in Innenstadtlagen und an etablierten Standorten. Geografisch befinden sich zwölf 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 und damit dessen Wert.

Das komplette Centermanagement aller Shoppingcenter der Deutsche EuroShop ist an die ECE, ein europäisches Schwergewicht und Teil 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	491,4			93,60	9,8
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
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	644,7			115,34	13,1

Quelle: Deutsche EuroShop AG

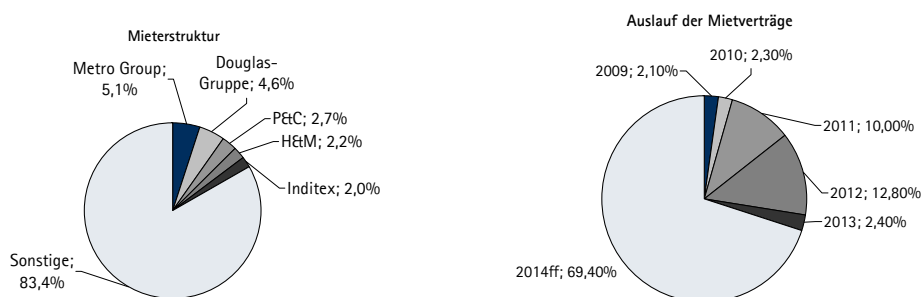
Die Umsatzverteilung ist stark deutschlandlastig. In den letzten Jahren stieg der Anteil der inländischen Umsätze zudem an. Dies ist mit dem Verkauf der Shoppingcenter in Italien sowie Frankreich in 2004 und 2006 zu begründen. Im Jahr 2008 nahm der Anteil der ausländischen Shoppingcenter am Umsatz schlagartig zu. Dies hat vor allem mit dem erfolgreichen Start des Centers in Danzig (Polen) im Jahr 2007 zu tun. Für die nächsten Jahre gehen wir davon aus, dass der Anteil der ausländischen Shoppingcenter vom Umsatz stabil bleiben sollte.

in Mio. €	2006		2007		2008		2009e		2010e	
Inländischer Umsatz	81,4	87,7%	85,0	90,8%	93,6	81,1%	102,1	82,2%	103,4	82,4%
Veränderung zum Vorjahr	31,0%		4,4%		10,1%		9,0%		1,3%	
internationaler Umsatz	11,4	12,3%	8,6	9,2%	21,7	18,9%	22,1	17,8%	22,1	17,6%
Veränderung zum Vorjahr	14,6%		-24,7%		152,8%		1,5%		0,2%	
Gesamtumsatz	92,9		93,6		115,3		124,1		125,5	

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

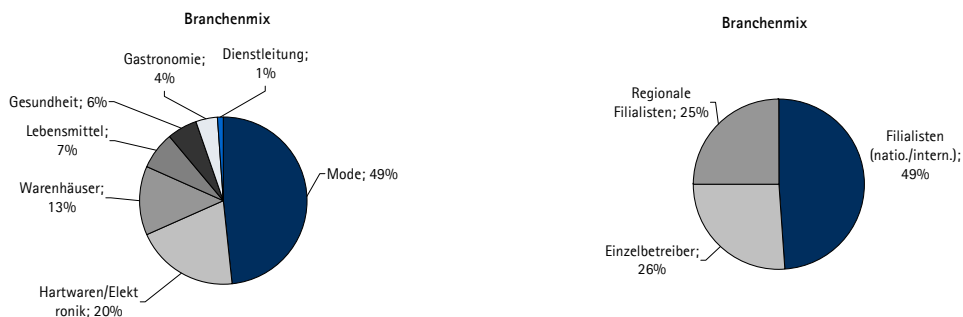
MIETERSTRUKTUR

Die Mieterstruktur der Deutsche EuroShop ist breit diversifiziert. 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

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 Hart- bzw. Elektronikwaren mit ca. 20,0%. Bei der Zusammensetzung der Mieterschaft nach Herkunft dominieren vermehrt die nationalen und internationalen Filialisten.



Quelle: Deutsche EuroShop AG

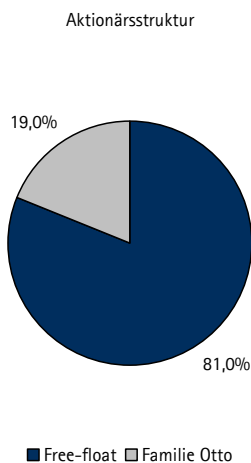
Ein Großteil der Mietverträge (>69%) geht über das Jahr 2014 hinaus, so dass auch langfristig stabile Mieteinnahmen sichergestellt sind. Die Mietverträge sind so ausgestaltet, dass der Mieter einen Sockelbetrag an Miete zahlt und ab einem bestimmten Umsatzwert die Deutsche EuroShop an seinem Umsatz partizipiert. 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 2 Jahre automatisch.

Die Deutsche EuroShop profitiert somit von steigenden Umsätzen ihrer Mieter, unabhängig ob dies inflations- oder Konjunktur getrieben ist.

AKTIONÄRSSTRUKTUR

Der Hauptaktionär der Gesellschaft ist mit 19% die Familie Otto. Die restlichen Anteile befinden sich im Free-float, wovon 26% der Anteile von privaten Investoren und 55% der Anteile von institutionellen Anlegern, darunter auch der Attfund, gehalten werden. Mit ca. 70% befindet sich, laut Gesellschaftsangaben, 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 ihren Anteil stabil gehalten. Unseres Erachtens wird dies auf absehbare Zeit so bleiben.



Quelle: Deutsche EuroShop AG

MANAGEMENT

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

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.

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

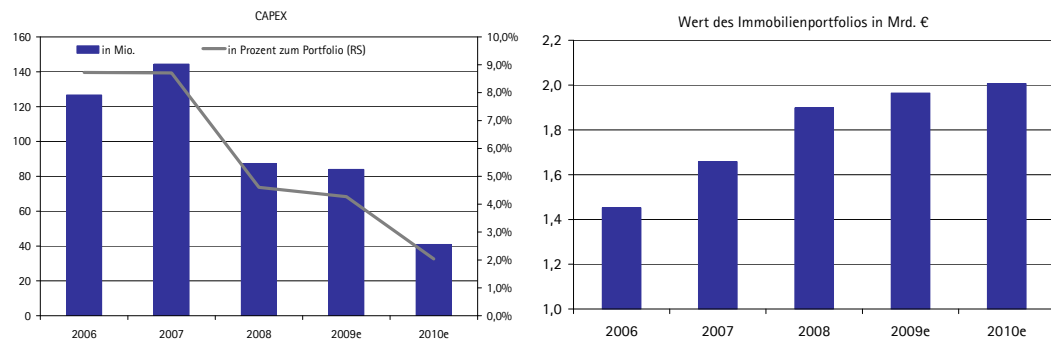
Auch er absolvierte eine Banklehre und anschließend ein Studium der Betriebswirtschaftslehre. Herr Borkers war bis September 2005 in den Bereichen Finanzen und Investor Relations im Vorstand der TAG Immobilien vertreten. Herr Borkers ist bis 2011 als Vorstand bestellt.

STRATEGIE

Die Unternehmensstrategie ist unseres Erachtens klar nachvollziehbar. Einerseits werden stabile Cash-flows durch die Bestandscenter erwirtschaftet. Deren Einkünfte werden durch den Betreiber ECE optimiert. Andererseits ist das Unternehmen bemüht, den Bestand durch geeignete Maßnahmen und weitere Zukäufe auszubauen. Auf der Agenda stehen aktuell folgende Projekte, die noch in diesem Jahr begonnen werden sollen:

- Altmarkt-Galerie 2 in Dresden (18.000 m²)
- Ausbau Main-Taunus-Zentrum (12.000 m²)

Mit diesen bisher bekannt gegebenen Projekten stehen für 2009 Investitionen (Capex) in Höhe von ca. 30 Mio. € bereit. Für das Jahr 2010 stehen ca. 40 Mio. € an. Zusätzlich wurde für 53 Mio. € Anfang 2009 der Anteil am Shoppingcenter in Kassel von 40% auf 90% erhöht.



Quelle: Deutsche EuroShop AG, Bankhaus Lampe Research

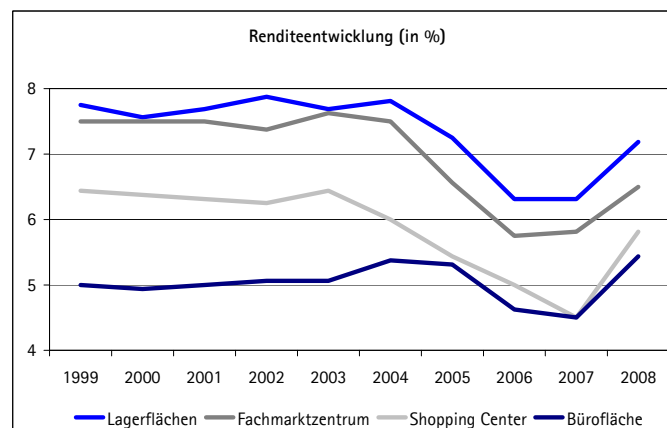
Über die bisherigen Bestandsimmobilien sowie Projekte hinaus, ist das Unternehmen auf der Suche nach weiteren Investitionsmöglichkeiten. Das neue Investment muss dabei eine Reihe von Kriterien erfüllen. Die Anfangsrendite bei einem neuen Investment muss mindestens 5,5% betragen und es muss sich um ein Shoppingcenter in guter Innenstadtlage handeln.

Anders als in den vergangenen Jahren ist eine selektive Investition in Shoppingcenter möglich, die sich in einer Projektentwicklung befinden. Dies geht aber mit einem leicht höheren Risiko einher als bei dem Erwerb eines sich bereits im Bau befindlichen Shoppingcenters.

Ein mögliches Übernahmeeobjekt muss sich auch in einer guten Lage in einem Land befinden, in dem die Deutsche EuroShop bereits mindestens ein Shoppingcenter hält (Deutschland, Österreich, Polen, Ungarn).

Obwohl in den kommenden Monaten weitere Käufe von Shoppingcentern möglich wären, plant das Unternehmen keine größeren Akquisitionen. Das Eigenkapital ist der limitierende Faktor der Gesellschaft. Da aktuell die Dividendenzahlungen geringer ausfallen als die Funds from Operations, schafft sich das Unternehmen zudem weitere Reserven. Diese können genutzt werden, um Kredite zu tilgen, was wiederum die Finanzierungsstruktur des Unternehmens verbessert, oder aber auch, um zukünftige Investitionen zu tätigen.

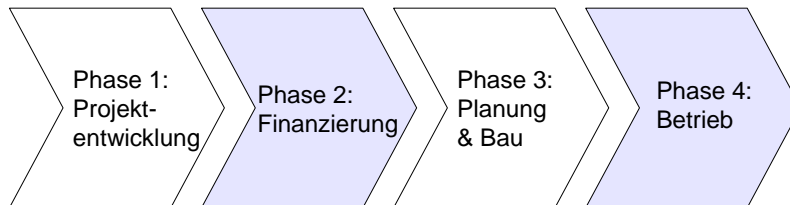
Die Preise für zum Verkauf angebotene Shoppingcenter konsolidieren aktuell. Im Jahr 2007 hatten diese ihren Peak erreicht. Ein Indiz hierfür sind die Renditen. Im Jahr 2007 war es im Schnitt schwierig, ein Shoppingcenter mit einer Rendite oberhalb von 5% zu erwerben. Zu diesem Zeitpunkt herrschte ein Nachfrageüberhang. Die war vor allem getrieben durch günstige Möglichkeiten der Fremdkapitalbeschaffung und ausländischen Investoren. Viele Käufer spekulierten darauf, dass sie längerfristig Erträge aus Shoppingcentern, beispielsweise durch Mieterhöhungen, generieren konnten. Zu diesem Zeitpunkt hat die Deutsche EuroShop keine Neuakquisitionen durchgeführt, was zum damaligen Zeitpunkt kritisiert wurde, sich ex post aber als die günstigere Entscheidung erweist.



Quelle: Jones Lang LaSalle

EXKURS: ENTWICKLUNGSSTUFEN EINES SHOPPINGCENTERS

Die ECE ist für die Deutsche EuroShop ein Dienstleister, welcher einerseits für das Management des Centers verantwortlich ist und andererseits neue Investitionsmöglichkeiten anbietet. Die Entstehung eines Shoppingcenters lässt sich in vier Stufen unterteilen:



Quelle: Deutsche EuroShop AG

In der Projektierungsphase beginnt der Projektierer mit der Grundstückssuche und -prüfung. Danach werden ein Nutzungsprogramm erstellt und die Funktionalplanung, die Konzeptionisierung der Immobilie, die Wirtschaftlichkeitsrechnung und die Baurechtsbeschaffung organisiert. Diese Stufe des Projektes bringt einiges an Unsicherheit mit sich. Hier ist die Wahrscheinlichkeit eines Fehlschlages relativ hoch. Bei einem Scheitern sind zudem die eingesetzten Planungskosten verloren, die einen mittleren einstelligen Millionenbetrag ausmachen.

In der zweiten Phase, der Finanzierungsphase, wird der Investitionsbedarf ermittelt und ein Finanzierungsmodell aufgestellt. Traditionell steigt die Deutsche EuroShop an diesem Punkt erst in das Projekt als Investor ein. Vor einem Einstieg prüft das Unternehmen neben den baurechtlichen Fragestellungen und dem Mikrostandort des Investment auch die Höhe der angebotenen Beteiligung sowie die prognostizierte Rendite.

In der dritten Phase finden die Planung und der Bau statt. Hierbei werden die Innen- und Außenarchitektur geplant. Dies geschieht meist parallel zur Aufstellung der Finanzierung.

Die Außenarchitektur muss sich der Umgebung anpassen, während die Innenarchitektur den Mietern und den Besuchern des Centers Rechnung tragen muss. In dieser Phase wird auch ein detaillierter Branchen- und Mietermix aufgestellt. Die Vermietungsabteilung sucht hier bereits nach geeigneten Mietern, deren Herkunft sich an dem aufgestellten Mix orientieren.

Der letzte Schritt ist die Betriebsphase. Hier erhält das Center seine Markteinführung.

AKTUELLE GESCHÄFTSENTWICKLUNG

Zuletzt wurden die Zahlen zum ersten Quartal veröffentlicht. Diese fielen wie folgt aus:

Operativ war das Unternehmen mit einem Umsatz von 31,8 Mio. € (BHL: 31,5 Mio. €) inline. Ergebnisseitig lag das Unternehmen mit 0,31 € leicht unter unseren Schätzungen von 0,33 € je Anteilsschein. Die Umsatztreiber waren der höhere Anteil am Center in Kassel, die neu eröffneten Center in Passau und Hameln sowie eine zweiprozentige Umsatzerhöhung der Bestandscenter. Positiv überraschten die Bewertungsgewinne in Höhe von 16,8 Mio. Davon sind 14,6 Mio. € aus Abwertung des polnischen Sloty sowie ungarischen Forint und 8,1 Mio. € aus der Erstbewertung der höheren Anteils am Center in Kassel entstanden. Die höhere Aufwertung der Währungen könnte unseres Erachtens nicht nachhaltig sein. Die positiven Effekte wurden zum Teil aufgezehrt durch die Beteiligung der Minderheiten an den Gewinnen in Höhe von 3,5 Mio. € und Aufwandsrückstellungen in Höhe von 2,5 Mio. €. Die Umsätze der Mieter waren in Deutschland (-1,3%) und im Ausland (-1,0%) negativ. Dies wirkte sich zum Teil direkt auf die Miete der Deutsche EuroShop durch eine Umsatzbeteiligung aus. Indirekt könnte der Leerstand auf Jahressicht etwas ansteigen oder es zu Nachverhandlungen kommen.

Zudem ist man zuversichtlich, die Erweiterung der Shoppingcenter in Dresden und Frankfurt in diesem Jahr zu beginnen. In 2009 und 2010 Jahr sollen jeweils 30 bis 40 Mio. € in die Center als Capex investiert werden. Investitionen in neue Shoppingcenter plant man aktuell nicht. Hier ist das Eigenkapital der limitierende Faktor.

An dieser Stelle noch ein kurzer Blick auf das vergangene Gesamtjahr:

Der Umsatz wurde vor allem durch die in 2007 neu eröffneten Shoppingcenter in Hameln und Passau sowie durch den Basiseffekt des Centers in Danzig, welches Ende 2007 eröffnet und 2008 erstmalig für das Gesamtjahr in die Gewinn- und Verlustrechnung einbezogen wurde, getrie-

ben. Die Entwicklung der anderen Center war recht heterogen, wenngleich es einige Ausreißer bei der Entwicklung nach oben (Main-Taunus-Center mit +3,7%) und nach unten (Rathaus-Center Dessau mit -0,7%) gab.

Deutsche EuroShop AG			
	Umsatz (in Mio. €, 2008)	Umsatz (in Mio. €, 2007)	Veränderung ggü. Vj.
Inländische Shoppingcenter	93,6	83,57	
Rhein-Neckar-Zentrum (Viernheim)	16,69	16,31	2,3%
Main-Taunus-Zentrum (Sulzbach)	10,38	10,01	3,7%
Allee-Center (Hamm)	9,59	9,40	2,1%
Forum (Wetzlar)	8,27	8,14	1,6%
Rathaus-Center (Dessau)	8,15	8,21	-0,7%
City-Arkaden (Wuppertal)	8,56	8,23	4,0%
City-Galerie (Wolfsburg)	8,32	8,33	0,0%
Altmarkt-Galerie (Dresden)	6,55	6,39	2,5%
Phoenix-Center (Hamburg)	5,63	5,54	1,7%
City-Point (Kassel)	3,06	3,03	0,9%
Stadt Galerie (Hameln)	5,48	0,00	- - -
Stadtgalerie (Passau)	2,93	0,00	- - -
Internationale Shoppingcenter	21,74	12,19	
City Arkaden (Klagenfurt)	5,26	5,16	1,9%
Árkád (Pécs)	3,69	3,59	2,9%
Galeria Dominikanska (Breslau)	- - -	- - -	- - -
Galeria Bałtycka (Danzig)	12,79	3,44	272,0%
Gesamt	115,34	95,76	

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Kostenseitig entwickelte sich das Geschäftsjahr für die Deutsche EuroShop günstig. Vor allem die Instandsetzungsmaßnahmen befanden sich im Jahr 2008 mit 0,8 Mio. € (Vj.: 1,7 Mio. €) auf einem niedrigen Niveau. Dieser Wert wird sich in diesem Jahr wieder auf ein normales Level einpendeln. Insgesamt konnte mit den gestiegenen Umsätzen und den stagnierenden Kosten (18,1 Mio. €; Vj.: 18,3 Mio. €) das EBIT auf 98,1 Mio. € (Vj.: 78,5 Mio. €) zunehmen. Dies weist klar auf die operative Stärke des Unternehmens hin.

Zu beachten ist, dass das Unternehmen die Zuordnung der Posten verändert hat. Unter anderem die Grundstücksbetriebskosten, das Finanzergebnis und das Bewertungsergebnis sind davon betroffen. Am stärksten drückt sich dies im letztgenannten Posten aus. Bisher waren dort nur die Bewertungsergebnisse der Immobilien zusammengefasst. Nun spiegelt dieser Wert unter anderem noch die Währungsverluste, die Minderheitenanteile und die At-Equity-Bewertung wider.

Unterm Strich blieb das Ergebnis hinter dem Vorjahreswert zurück. Dies liegt vor allem daran, dass im Jahr 2007 noch Gewinne durch die Neubewertung von latenten Steuern gezeigt wurden, die im Rahmen der Unternehmenssteuerreform nötig waren.

Diese operative Stärke drückt sich unseres Erachtens auch in den FFO, den Funds from Operations, aus, die in 2008 1,45 € (Vj.: 1,12 €) betragen. Dieser Wert gibt die Cash-Gewinne der Gesellschaft an, die zur Verfügung stehen, um Kredite zu tilgen, Immobilien zu kaufen oder zu erneuern und nicht zuletzt, Dividenden zu zahlen.

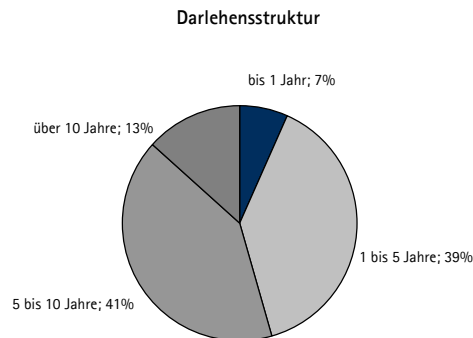
Der Net Asset Value beträgt aktuell 27,43 € je Aktie, was einem Zuwachs von 2% gegenüber dem Vorjahr entspricht. Die FFO (Funds from operations) lagen bei 1,46 € je Aktie, nach 1,12 € je Aktie im Vorjahr.

In den vergangenen Jahren hat die Deutsche EuroShop keine Shoppingcenter gekauft, da die Renditen der zum Verkauf stehenden Shoppingcenter unter der von der Gesellschaft mindestens geforderten 5,5% Nettoanfangsrendite lagen. Dies änderte sich mit der Verschärfung der aktuellen Krise. Anfang 2009 teilte das Unternehmen mit, den Anteil an seinem Center in Kassel

von 40% auf 90% erhöht zu haben. Dies sollte sich positiv auf die Erträge der Gesellschaft auswirken. Die Nettoanfangsrendite sollte über den geforderten 5,5% liegen.

FINANZIERUNGSSEITIG

Das Unternehmen hatte zum 31.12.2008 insgesamt Bankverbindlichkeiten über 899,8 Mio. € (Vj.: 896,0 Mio. €). Davon sind 879,1 Mio. € langfristiger Natur. Der durchschnittliche Zinssatz beläuft sich auf 5,33%. Die genaue Verteilung der Laufzeiten und Zinssätze wird in der folgenden Grafik sichtbar. Von den in diesem Jahr fällig werdenden Krediten werden 9,5 Mio. € planmäßig zurückgeführt.

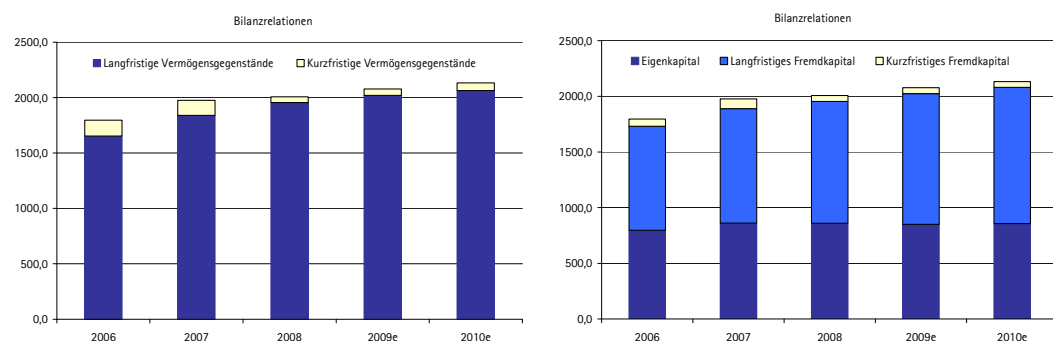


Quelle: Deutsche EuroShop AG

Neben der Finanzierung mittels Fremdkapital steht auch einer Kapitalerhöhung nichts entgegen. Momentan hat das Unternehmen von der Hauptversammlung die Legitimation, das Grundkapital um 50% zu erhöhen, wenngleich diese Größenordnung nur grundsätzlich von der Hauptversammlung genehmigt wurde. Sollte mittelfristig eine Kapitalerhöhung kommen, so sollte diese, abhängig vom jeweiligen Investment, ca. 10% des Aktienkapitals ausmachen.

Die Finanzierung der bisherigen Projekte erfolgte hälftig aus Eigenkapital und aus Fremdkapital. Die Eigenkapitalquote lag zum 31.12.2008 auf Gesellschaftsebene bei 42,9%.

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.



Quelle: Deutsche EuroShop AG, Bankhaus Lampe Research

ERWARTETE GESCHÄFTSENTWICKLUNG

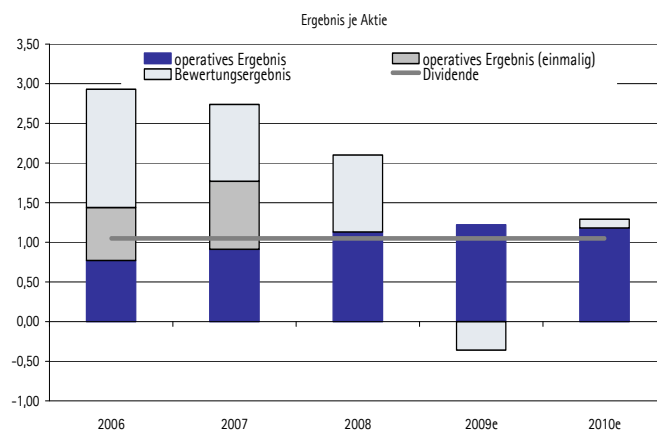
Für das Jahr 2009 ist es möglich, dass durch den Abschwung der Leerstand durch einzelne Insolvenzen steigen wird. Dennoch geht das Unternehmen weiterhin von einem Wachstum auf Umsatz- wie auch auf EBIT-Ebene aus. Der Umsatz soll bei 125-128 Mio. € liegen. Damit wurde die bisherige Guidance von 119-121 Mio. € leicht nach oben angepasst. Beim EBIT geht das Unternehmen von 105-108 Mio. € aus. Bisher wurden hier 100-102 Mio. € erwartet. Das Ergebnis vor Steuern und ohne Bewertungsgewinne werden bei 50-52 Mio. € (bisher: 49-51 Mio. €) erwartet. Erstmals publizierte das Unternehmen eine Guidance für die FFO (Funds from Operations).

Diese Kenngröße gibt die Cash-Gewinne der Gesellschaft wieder und soll im Jahr 2009 zwischen 1,46 € bis 1,49 € je Aktie liegen.

Bisher konnte sich die Deutsche EuroShop durch den Fokus auf wertstabile Shoppingcenter der Wirtschaftskrise entziehen. Wir gehen davon aus, dass dieses Jahr der wirtschaftliche Abschwung größere Spuren in den Zahlen der Gesellschaft hinterlassen wird als noch im Jahr 2008. Dies drückt sich in unserer Schätzung für das laufende Jahr aus, die am unteren Ende der Guidance der Deutsche EuroShop liegt.

Ein Großteil der Anhebung der Unternehmensguidance geht auf die zugekauften Anteile am Shoppingcenter in Kassel zurück. In diesem Center werden momentan 7.000 Quadratmeter Fläche umstrukturiert. Die Flächen wurden bereits vermietet und sollen Ende 2009 fertig gestellt sein.

Auch in Zukunft wird sich das Unternehmen auf erstklassige Shoppingcenter fokussieren. Unseres Erachtens hat das Unternehmen Reserven in einem niedrigen dreistelligen Millionenbetrag, um das Portfolio weiter auszubauen. Größere Erweiterungen sollten unseres Erachtens aber nur durch eine Kapitalerhöhung zu stemmen sein, da sonst die Eigenkapitalquote darunter leiden würde. Unserer Meinung nach könnte es im Laufe dieses Jahres zu einzelnen Notverkäufen von Shoppingcentern kommen. Von einer Schwemme von zum Verkauf stehenden Centern gehen wir jedoch nicht aus. Die Deutsche EuroShop plant aktuell keine weiteren Zukäufe in diesem Jahr.



Quelle: Deutsche EuroShop AG, Bankhaus Lampe Research

Das Wachstum über das Jahr 2009 hinaus sollte vor allem durch die bis dahin getätigten Akquisitionen bestimmt werden. In der aktuellen Marktsituation sollte das Unternehmen aber in der Lage sein, weitere lohnende Investitionen zu tätigen. Für das Jahr 2009 gehen wir zudem davon aus, dass anders als in den vergangenen Jahren die Werte der Immobilien leicht nach unten angepasst werden müssen. Dies hat zwei Gründe: Einerseits gibt es dieses Jahr keine Erstbewertungsgewinne durch neu eröffnete Center und andererseits ist es wahrscheinlich, dass der Leerstand der Immobilien steigt und damit die Bewertung der Shoppingcenter unter Druck kommt.

Wir gehen davon aus, dass die Gesellschaft in diesem und im kommenden Jahr die von uns jeweils geschätzte Dividende durch das eigentliche operative Geschäft verdienen sollte. In den vergangenen Jahren wurde die Dividende zum Teil durch einmalige Effekte verdient. Im Jahr 2006 kamen der Gesellschaft Gewinne aus dem Verkauf eines Shoppingcenters zu Gute und im Jahr 2007 die Bewertung von latenten Steuern im Zuge der Unternehmenssteuerreform in Deutschland.

BEWERTUNG

Zur Bewertung werden wir unser Dividenden-Modell. Unser Dividenden-Modell ist wie folgt spezifiziert:

Annahmen

Wachstumsjahre	3	Erwarteter Marktertrag Phase III	8,00%
Jahre bis zur Anpassung	6	anfängliches Wachstum in Phase II	4,50%
Risikoloser Zinssatz	3,53%	Payout in Phase II	85,00%
Beta	0,60	Payout in Phase III	95,00%
Risikoprämie Phase I und II	3,97%	Wachstum Phase III	2,25%
Risikoprämie Phase III	4,47%	CAPM Phase I und II	5,91%
Erwarteter Marktertrag Phase I und II	7,50%	CAPM Phase III	6,21%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

DD-Modell	Phase I			Phase II						Phase III
	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e	2014e	2015e	2016e	>2016e
Hauptversammlungszeitpunkt	10.5.09	10.5.10	10.5.11	9.5.12	9.5.13	9.5.14	9.5.15	8.5.16	8.5.17	0,0
Ergebnis je Aktie (in €)	2,00	0,77	1,20	1,25	1,28	1,30	1,31	1,32	1,32	1,35
Ausschüttungsquote	52,4%	136,2%	87,6%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	85,0%	95,0%
Dividende je Aktie (in €)	1,05	1,05	1,05	1,05	1,10	1,10	1,10	1,10	1,15	1,30
Abzinsungszeitraum in Jahren	0,0	1,0	2,0	3,0	4,0	5,0	6,0	7,0	8,0	8,0
Barwert:	1,05	0,99	0,94	0,89	0,88	0,83	0,78	0,74	0,73	20,30
Summe Phase I	2,98									
Summe Phase II	4,84									
Summe Phase III	20,30									
Fairer Wert je Aktie (in €)	28,12									

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Sensitivität DD-Modell	Wachstum Phase III				
	1,3%	1,8%	2,3%	2,8%	3,3%
Beta					
0,2	37,33	42,70	50,57	63,14	83,45
0,4	29,25	32,18	36,07	41,48	47,97
0,6	24,10	25,88	28,12	31,02	33,89
0,8	20,53	21,70	23,11	24,86	26,35
1,0	17,91	18,72	19,67	20,81	21,65

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Unser Dividenden-Modell kommt auf einen fairen Wert je Aktie von 28,12 €, 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. Aktuell hat das Portfolio einen Wert von 6,0 Mrd. €, zu über 90% sind dies 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 und 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. Insgesamt befinden sich in dem 14,8 Mrd. € Portfolio 13,1 Mrd. € 276 Shoppingcenter. Es werden 378 Center gemanagt. Einen relativ geringen Anteil haben noch 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. Das Portfolio hat aktuell einen Wert von 24,6 Mrd. €.

Deutsche EuroShop AG – Peer-Group-Analyse									
	Kurs (in €)	EV/Umsatz 2009e	EV/Umsatz 2010e	EV/EBIT 2009e	EV/EBIT 2010e	KGV 2009e	KGV 2010e	KBV 2009e	KBV 2010e
Alstria Office AG	5,50	13,4	13,5	19,3	16,2	10,8	10,2	0,5	0,4
Corio Nv	35,34	14,2	14,4	15,2	15,5	11,5	11,6	0,7	0,8
DIC Asset AG	5,75	12,8	13,0	19,4	18,1	22,9	14,4	0,4	0,4
IVG Immobilien AG	5,96	10,1	9,6	24,0	18,2		24,1	0,8	0,7
Klepierre	18,29	12,3	11,6	20,2	18,7	15,8	13,5	0,8	1,0
Unibail-Rodamco	114,48	12,3	12,3	14,6	14,2	12,8	12,1	0,9	1,0
0	0,00	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Mittelwert		12,5	12,4	18,8	16,8	14,8	14,3	0,7	0,7
Median		12,6	12,6	19,3	17,1	12,8	12,8	0,7	0,7
Deutsche EuroShop AG	21,86	13,6	13,7	16,2	16,4	28,4	18,2	0,9	0,9

Quelle: FactSet, Bankhaus Lampe Research

Deutsche EuroShop AG – Peer-Group Fair Value									
in €	Mittelwert	EV/Umsatz 2009e	EV/Umsatz 2010e	EV/EBIT 2009e	EV/EBIT 2010e	KGV 2009e	KGV 2010e	KBV 2009e	KBV 2010e
Mittelwert	18,78	20,15	19,73	25,36	22,39	11,38	17,14	16,45	17,60
Median	18,87	20,21	20,13	26,07	22,83	9,85	15,33	18,41	18,09
Bewertungsabschlag	0,0%								
Mittelwert	18,78								
Median	18,87								

Quelle: FactSet, Bankhaus Lampe Research

In unserem Peer-Group-Vergleich kommen wir im Mittelwert zu einem Fair Value von 18,78 €.

Unser Kursziel legen wir bei 28,00 € fest, was unserer Meinung nach den Barwert der stabilen Dividendenzahlungen entspricht. Ein Peer-Group-Vergleich ist unseres Erachtens aktuell nur wenig aussagekräftig, da die Peers aktuell auf einem sehr niedrigem Niveau bewertet sind.

SWOT-ANALYSE

- + 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 Mieters
- + Volatilität der Mieten und folglich die Bewertung von Shoppingcentern ist geringer als bei anderen Gewerbeimmobilien
- + professionelles Centermanagement durch führenden und erfahrenen Partner ECE (Otto-Familie)
- + attraktive Dividende (1,05 € je Aktie)
- + Guidance für 2009 wurde trotz konjunktureller Schwäche erhöht
- + Ausbau des Portfolios durch die Anteilserhöhung am Center in Kassel
- + mit der Familie Otto gibt es einen starken Hauptaktionär
- Risiko von Mietausfällen, das jedoch durch die Mieterstruktur minimiert wird
- Verantwortung liegt bei nur wenigen handelnden Personen
- aktuell wenig Wachstumsphantasie über 2009 hinaus
- regional sehr starke Abhängigkeit gegenüber Deutschland
- teilweise Abhängigkeit von der Entwicklung des Einzelhandels
- durch hohe Ausschüttungsquote ist Wachstum nur begrenzt möglich
- Risiko von rückläufigen Umsätzen der Mieter steigt unseres Erachtens an

Deutsche EuroShop AG – Gewinn- und Verlustrechnung

in Mio. €	2006		2007		2008		2009e		2010e	
Umsatz	92,9	100,0%	95,8	100,0%	115,3	100,0%	124,1	100,0%	125,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	28,7%		3,1%		20,4%		7,6%		1,1%	
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	92,9	100,0%	95,8	100,0%	115,3	100,0%	124,1	100,0%	125,5	100,0%
Veränderung zum Vorjahr	28,7%		3,1%		20,4%		7,6%		1,1%	
Vertriebs- und Marketingkosten	-10,4	-11,2%	-8,0	-8,4%	-6,0	-5,2%	-11,8	-9,5%	-12,1	-9,6%
Veränderung zum Vorjahr	32,3%		-23,0%		-25,7%		98,0%		2,2%	
Allgemeines und Verwaltung	-5,8	-6,2%	-6,1	-6,4%	-7,2	-6,2%	-6,3	-5,1%	-6,5	-5,2%
Veränderung zum Vorjahr	29,0%		5,7%		17,6%		-11,5%		2,7%	
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	9,7	10,4%	-3,2	-3,3%	-4,1	-3,6%	-2,0	-1,6%	-2,0	-1,6%
Veränderung zum Vorjahr	- - -		- - -		30,9%		-51,6%		0,0%	
EBITDA	86,8	93,5%	78,5	82,0%	98,1	85,1%	104,9	84,5%	105,9	84,3%
Veränderung zum Vorjahr	50,9%		-9,5%		24,9%		6,9%		1,0%	
Abschreibungen	0,5	0,5%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,9	0,7%	0,9	0,7%
Veränderung zum Vorjahr	>100%		-96,5%		-37,5%		>100%		5,9%	
EBITA	86,3	93,0%	78,5	82,0%	98,1	85,1%	104,0	83,8%	105,0	83,6%
Veränderung zum Vorjahr	50,2%		-9,1%		25,0%		6,0%		0,9%	
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	86,3	93,0%	78,5	82,0%	98,1	85,1%	104,0	83,8%	105,0	83,6%
Veränderung zum Vorjahr	50,2%		-9,1%		25,0%		6,0%		0,9%	
Finanzergebnis	-41,0	-44,1%	-39,6	-41,4%	-48,2	-41,8%	-55,6	-44,8%	-58,9	-46,9%
Veränderung zum Vorjahr	4,2%		-3,3%		21,6%		15,4%		5,8%	
Erg. der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit	45,4	48,9%	38,9	40,6%	49,9	43,3%	48,4	39,0%	46,1	36,7%
Veränderung zum Vorjahr	>100%		-14,3%		28,4%		-3,1%		-4,7%	
Außerordentlicher Ertrag / Verlust	72,3	77,9%	39,0	40,7%	37,1	32,1%	-16,8	-13,6%	3,0	2,4%
Veränderung zum Vorjahr	44,7%		-46,1%		-4,8%		- - -		- - -	
EBT	117,7	126,7%	77,8	81,3%	87,0	75,4%	31,6	25,4%	49,1	39,1%
Veränderung zum Vorjahr	72,7%		-33,9%		11,8%		-63,7%		55,5%	
Steuern	-17,4	-18,7%	16,3	17,1%	-18,1	-15,7%	-5,0	-4,1%	-7,8	-6,3%
Veränderung zum Vorjahr	-10,7%		- - -		- - -		-72,1%		55,5%	
Steuerquote	14,8%		-21,0%		20,8%		16,0%		16,0%	
Nettogewinn aus fortge. Aktivitäten	100,3	108,0%	94,2	98,3%	68,9	59,7%	26,5	21,4%	41,2	32,8%
Veränderung zum Vorjahr	>100%		-6,1%		-26,9%		-61,5%		55,5%	
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.)	100,3	108,0%	94,2	98,3%	68,9	59,7%	26,5	21,4%	41,2	32,8%
Veränderung zum Vorjahr	>100%		-6,1%		-26,9%		-61,5%		55,5%	
Anzahl der Aktien (in Mio.)	34,38		34,38		34,38		34,38		34,38	
Ergebnis je Aktie (in €)	2,92		2,74		2,00		0,77		1,20	

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

Deutsche EuroShop AG – Bilanz

Aktiva (in Mio. €)	2006		2007		2008		2009e		2010e	
Langfristige Vermögensgegenstände	1.652,9	92,0%	1.839,2	93,1%	1.954,0	97,4%	2.020,1	97,2%	2.063,1	96,7%
Sachanlagen	155,3	8,6%	144,4	7,3%	21,2	1,1%	46,2	2,2%	86,2	4,0%
Immaterielle Vermögenswerte	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Finanzielle Vermögenswerte	29,1	1,6%	32,9	1,7%	30,3	1,5%	30,3	1,5%	30,3	1,4%
Sonstige langfristige Vermögenswerte	1.468,5	81,8%	1.662,0	84,1%	1.902,4	94,8%	1.943,6	93,6%	1.946,6	91,3%
Kurzfristige Vermögensgegenstände	143,3	8,0%	137,1	6,9%	52,9	2,6%	57,2	2,8%	69,3	3,3%
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	2,3	0,1%	3,2	0,2%	2,7	0,1%	2,7	0,1%	2,7	0,1%
Sonstige kfr. Vermögensgegenstände	45,8	2,6%	25,0	1,3%	8,5	0,4%	8,5	0,4%	8,5	0,4%
Wertpapiere	1,0	0,1%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Flüssige Mittel	94,2	5,2%	109,0	5,5%	41,7	2,1%	46,0	2,2%	58,1	2,7%
Summe Aktiva	1.796,2	100,0%	1.976,3	100,0%	2.006,8	100,0%	2.077,3	100,0%	2.132,4	100,0%

Passiva (in Mio. €)	2006		2007		2008		2009e		2010e	
Eigenkapital	796,3	44,3%	860,8	43,6%	860,5	42,9%	850,9	41,0%	856,0	40,1%
Eigenkapital (vor Dritten)	796,3	44,3%	860,8	43,6%	860,5	42,9%	850,9	41,0%	856,0	40,1%
Minderheitenanteile	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%	0,0	0,0%
Langfristiges Fremdkapital	935,3	52,1%	1.027,4	52,0%	1.093,7	54,5%	1.173,7	56,5%	1.223,7	57,4%
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	752,1	41,9%	849,3	43,0%	879,1	43,8%	959,1	46,2%	1.009,1	47,3%
Sonstige langfristige Verbindlichkeiten	183,2	10,2%	178,1	9,0%	214,6	10,7%	214,6	10,3%	214,6	10,1%
Kurzfristiges Fremdkapital	64,6	3,6%	88,2	4,5%	52,7	2,6%	52,7	2,5%	52,7	2,5%
Kurzfristige zinstragende Verbindlichkeiten	28,5	1,6%	46,7	2,4%	20,7	1,0%	20,7	1,0%	20,7	1,0%
Kurzfr. Rückstellungen	19,9	1,1%	25,6	1,3%	10,7	0,5%	10,7	0,5%	10,7	0,5%
Verbindlich. aus Lieferung und Leistung	6,5	0,4%	8,7	0,4%	3,0	0,2%	3,0	0,1%	3,0	0,1%
Sonstige Verbindlichkeiten	9,8	0,5%	7,3	0,4%	18,3	0,9%	18,3	0,9%	18,3	0,9%
Summe Passiva	1.796,2	100,0%	1.976,3	100,0%	2.006,8	100,0%	2.077,3	100,0%	2.132,4	100,0%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

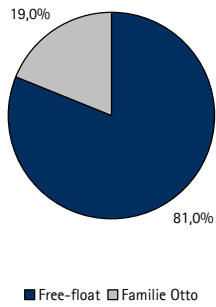
Deutsche EuroShop AG – Kapitalflussrechnung					
in Mio. €	2006	2007	2008	2009e	2010e
Nettogewinn (ber.)	100,3	94,2	68,9	26,5	41,2
Abschreibungen	0,5	0,0	0,0	0,9	0,9
Abschreibungen auf Firmenwerte & Sonstiges	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung Rückstellungen	0,0	0,0	-14,9	0,0	0,0
Sonstiges	-60,1	-32,7	3,5	16,8	-3,0
Operativer Cash-flow (vor W/C-Änderung)	40,7	61,5	57,5	44,2	39,2
Änderung der Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Änderung der Forderungen aus LuL	-4,1	-0,8	0,5	0,0	0,0
Änderung der Verbindlichkeiten aus LuL	0,0	2,2	-5,6	0,0	0,0
Änderung des sonstigen Working Capitals	-7,1	14,1	27,5	0,0	0,0
Operativer Cash-flow	29,4	76,9	79,9	44,2	39,2
Auszahlungen für Investitionen (Capex)	-126,7	-144,3	-87,3	-83,9	-40,9
Auszahlungen für Akquisitionen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzanlagen	-4,9	0,0	-3,9	0,0	0,0
Ergebnis aus Anlageabgängen	-14,8	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	-146,4	-144,3	-91,2	-83,9	-40,9
Freier Cash-flow	-117,0	-67,4	-11,4	-39,7	-1,7
Kapitalmaßnahmen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung von Finanzverbindlichkeiten	49,0	119,3	3,9	80,0	50,0
Erwerb von eigenen Aktien	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-4,0	-4,0	-6,9	0,0	0,0
Dividendenzahlungen	-34,4	-36,1	-36,1	-36,1	-36,1
Cash-flow aus Finanzierungstätigkeit	10,7	79,2	-39,1	43,9	13,9
Zunahme/ Abnahme der liquiden Mittel	-106,3	11,8	-50,5	4,2	12,2
Auswirkungen von Wechselkursänderungen	3,3	3,0	-16,8	0,0	0,0
Liquide Mittel zum Periodenbeginn	197,2	94,2	109,0	41,7	46,0
Veränderung der liquiden Mittel insgesamt	-103,0	14,8	-67,3	4,2	12,2
Liquide Mittel zum Periodenende	94,2	109,0	41,7	46,0	58,1

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

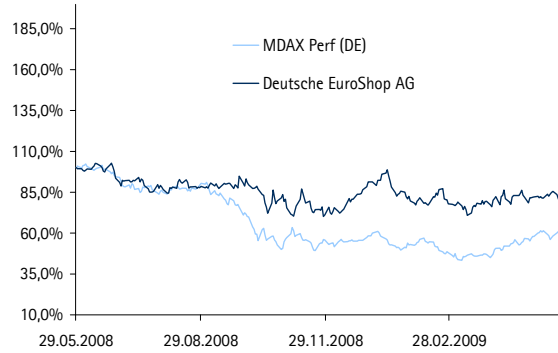
Deutsche EuroShop AG – Kennzahlen					
	2006	2007	2008	2009e	2010e
Kennzahlen					
Ergebnis je Aktie (in €)	2,92	2,74	2,00	0,77	1,20
Buchwert je Aktie (in €)	23,16	25,04	25,03	24,75	24,90
Freier Cash-flow je Aktie (in €)	-3,40	-1,96	-0,33	-1,15	-0,05
Dividende je Aktie (in €)	1,05	1,05	1,05	1,05	1,05
Bewertungskennzahlen					
EV/Umsatz	17,8	16,7	14,7	13,5	13,7
EV/EBITDA	19,1	20,3	17,3	16,0	16,2
EV/EBIT	19,2	20,3	17,3	16,1	16,4
Kurs-Gewinn-Verhältnis	9,7	8,6	12,1	28,1	18,1
Kurs-Buchwert-Verhältnis	1,2	0,9	1,0	0,9	0,9
Kurs-Free-Cash-flow-Verhältnis	-8,3	-12,0	-73,6	-18,8	-428,0
Dynamisches KGV	- - -	17,1	- - -	- - -	- - -
Dividendenrendite je Aktie	3,7%	4,5%	4,3%	4,8%	4,8%
Rentabilitätskennzahlen					
EBITDA-Marge	93,5%	82,0%	85,1%	84,5%	84,3%
EBIT-Marge	93,0%	82,0%	85,1%	83,8%	83,6%
EBT-Marge	126,7%	81,3%	75,4%	25,4%	39,1%
Nettoumsatzrendite	108,0%	98,3%	59,7%	21,4%	32,8%
EK-Rendite	12,6%	10,9%	8,0%	3,1%	4,8%
GK-Rendite	7,9%	6,8%	5,8%	4,0%	4,7%
Return on capital employed (ROCE)	5,0%	4,2%	5,0%	5,1%	5,0%
Produktivitätskennzahlen					
Umsatz/Mitarbeiter (in Tsd. €)	15.475,7	15.960,3	19.223,8	20.688,8	20.921,5
EBIT/Mitarbeiter (in Tsd. €)	14.390,2	13.085,0	16.350,8	17.334,9	17.496,3
Anzahl der Mitarbeiter (in Tsd.)	<0,1	<0,1	<0,1	<0,1	<0,1
Finanzkennzahlen					
Eigenkapitalquote	44,3%	43,6%	42,9%	41,0%	40,1%
Nettofinanzverbindlichkeiten (in Mio. €)	685,4	787,0	858,1	933,8	971,7
Gearing	86,1%	91,4%	99,7%	109,8%	113,5%
dynamischer Verschuldungsgrad	-5,9	-11,7	-75,6	-23,5	-557,6
Vermögensstruktur	1153,3%	1341,3%	3696,1%	3534,5%	2976,5%
Working Capital (in Mio. €)	78,7	48,9	0,1	4,4	16,6
Invest. in Sachanlagen / Abschreibungen	274,8	9020,5	8733,1	98,6	45,4
Sonstige Kennzahlen					
CAGR Umsatz (letzte 3 Jahre)	- - -	16,0%	16,9%	10,2%	9,4%
CAGR EBIT (letzte 3 Jahre)	- - -	16,4%	19,5%	6,4%	10,2%
CAGR Konzernergebnis (letzte 3 Jahre)	- - -	50,3%	24,4%	-35,8%	-24,1%
Ausschüttungsquote	36,0%	38,3%	52,4%	136,2%	87,6%

Quelle: Unternehmensangaben, Bankhaus Lampe Research

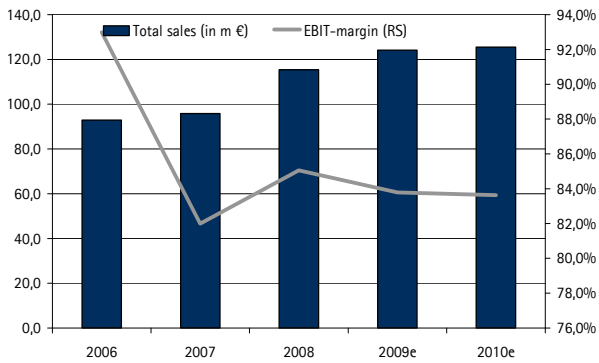
Shareholder structure



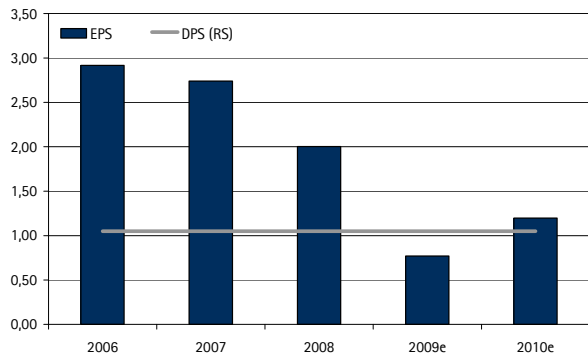
Share price



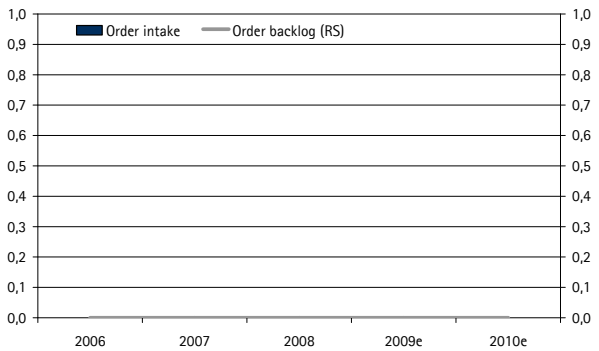
Development of total sales and EBIT-margin



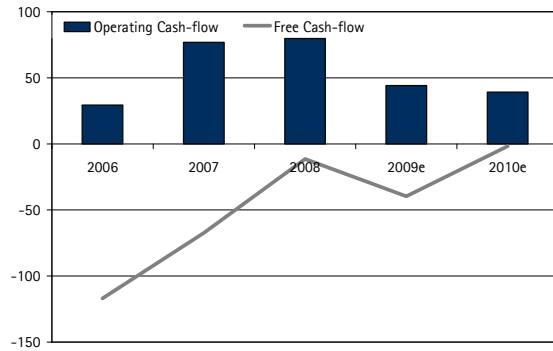
EPS- and DPS-development



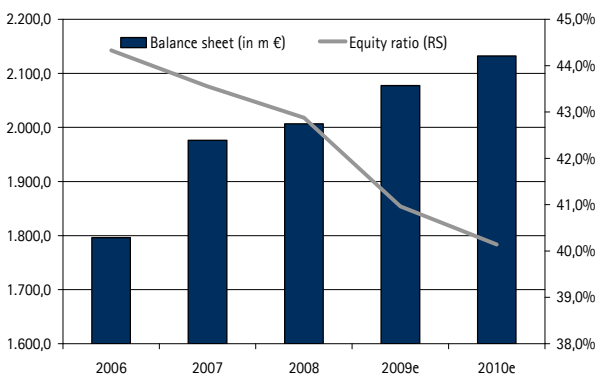
Order intake and order backlog (in m €)



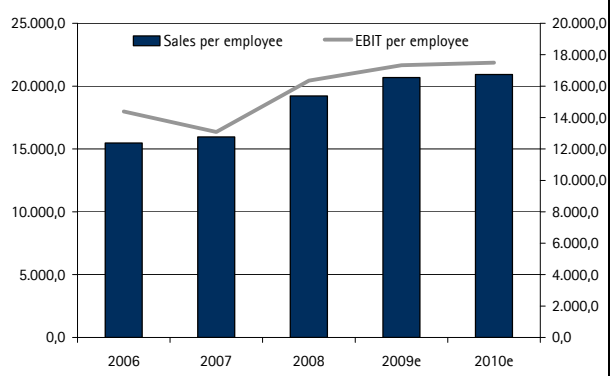
Cash-flow-Statement



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
28.7.2008	22,90 €	Kaufen	28,00 €
15.8.2008	22,94 €	Kaufen	28,00 €
27.8.2008	23,30 €	Kaufen	28,00 €
17.10.2008	20,26 €	Kaufen	25,00 €
7.11.2008	21,13 €	Kaufen	25,00 €
11.11.2008	20,83 €	Kaufen	25,00 €
6.1.2009	25,85 €	Halten	26,00 €
30.1.2009	20,89 €	Kaufen	26,00 €
6.2.2009	22,37 €	Kaufen	28,00 €
6.4.2009	21,50 €	Kaufen	28,00 €
8.5.2009	22,10 €	Kaufen	28,00 €
18.5.2009	21,86 €	Kaufen	28,00 €

Die Verteilung der Anlageempfehlungen in unserem Anlageuniversum stellt sich gegenwärtig wie folgt dar (1/4/2009):

Anlageurteil	Basis: alle analysierten Werte	Basis: Werte mit Investmentbankingbeziehungen
Kaufen	49,0%	33,3%
Halten	34,0%	66,7%
Verkaufen	14,4%	0,0%
under review	2,6%	0,0%

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 Selling Agent.

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.

25. Mai 2009

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.