



# Deutsche EuroShop

Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 25,00 €

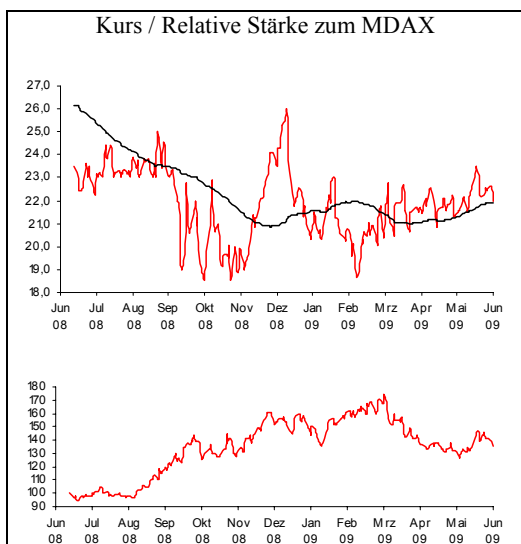
## Immobilien

### Bullet Points

Bloomberg Code: DEQ GY Equity  
ISIN: DE0007480204

Kurs am 30.06.2009: 21,95 €  
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 26,00/18,50 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	754,5 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	13.08.2009 :	Ergebnis Q2 2009
Anzahl Aktien	34,4 Mio	Familie Otto	St. 19,3%	12.11.2009 :	Ergebnis Q3 2009
Gez. Kapital	22,0 Mio €				



Quelle : FactSet M.M. Warburg Investment Research

in €	2008	2009e	2010e	2011e
EPS (neu)	2,00	1,23	1,30	1,42
EPS (alt)	2,00	1,23	1,30	1,42
CFPS	1,45	1,50	1,56	1,69
Dividende	1,05	1,05	1,10	1,10

in Mio €	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	115,3	127,8	99,2	103,2
EBITDA	98,1	108,5	83,6	88,2
EBIT	98,1	108,5	83,6	88,2
Jahrestüberschuss	68,9	42,2	44,5	48,7
Cash flow	49,9	51,4	53,5	58,0
ROCE (EBIT/CE)	5,0%	5,4%	4,1%	4,0%

	2008	2009e	2010e	2011e
KGV	11,9	17,9	16,9	15,5
KCFV	16,4	14,7	14,1	13,0
Div. rendite	4,4%	4,8%	5,0%	5,0%
EV/Umsatz	16,13	14,10	18,50	19,64
EV/EBITDA	19,0	16,6	21,9	23,0

## Kursrutsch ist Kaufgelegenheit

- Anwendung neuer Bilanzierungsregel führt zu niedrigerem Ausweis von Umsatz und EBIT:** Infolge einer Abschaffung von Wahlmöglichkeiten in der Bilanzierung von Joint Ventures (IAS 31) wird die Deutsche EuroShop ab dem Geschäftsjahr 2010 niedrigere Umsatz- und Ergebnisgrößen ausweisen. Generell werden Joint Ventures, bei denen ein Unternehmen nicht über die Mehrheit verfügt und die Geschäfte mit einem Partner gemeinsam geführt werden, nach IAS 31 in den Konzernabschluss einbezogen. Bisher hatte man allerdings die Wahlmöglichkeit, solche Gesellschaften quotaal oder at Equity in den Konzernabschluss einzubeziehen. Das Wahlrecht der quotalen Konsolidierung wird nun per 1. Januar 2010 abgeschafft, womit die JV's nach der at Equity-Methode bilanziert werden müssen und dementsprechend nur noch als Ergebnisbestandteil im Beteiligungsergebnis verbucht werden. Im Hinblick auf das Ergebnis vor Steuern und den Cashflow ändert sich entsprechend nichts. Da nach der neuen IAS-Regelung allerdings die Erträge und Aufwendungen der JV's nicht mehr erfasst werden, leidet eindeutig die Transparenz der Berichterstattung.
- 5 Center von neuer Bilanzierung betroffen:** Die Deutsche EuroShop hält an ihren derzeit 16 Shoppingcentern unterschiedliche Beteiligungsquoten in einer Spanne von 33,3% bis 99,8%. Von der Bilanzierungsänderung sind nunmehr jene Shoppingcenter betroffen, die bisher entsprechend der Beteiligungsquote in den Konzernabschluss einbezogen wurden. Konkret betrifft dies die Altmarkt-Galerie in Dresden (Anteil: 50%), das Phoenix-Center in Hamburg (Anteil: 50%), die City Arkaden in Klagenfurt (Anteil: 50%), die Arkaden in Pecs (Anteil 50%) sowie das Main-Taunus-Zentrum bei Frankfurt (Anteil: 43,1%), die nach Unternehmensangaben im Geschäftsjahr 2008 insgesamt 34,6 Mio € oder 30 % zum Konzernumsatz beigetragen haben. Der Anteil am Konzern-EBIT lag bei 30,7 Mio € bzw. 31 %. Für das Jahr 2010 ist dementsprechend ein Umsatz von 96-99 Mio € (bisher: 125-128 Mio €) und ein EBIT von 82-85 Mio € (bisher: 109-112 Mio €) zu erwarten. Das operative Ergebnisziel vor Steuern (ohne Bewertungsergebnis und Währungseffekte) wurde vom Management mit einer Größenordnung von 53-55 Mio € bestätigt.
- Operatives Geschäft verläuft nach wie vor positiv:** Auf der gestrigen HV bestätigte das Management der Deutschen EuroShop, dass die operative Entwicklung nach wie vor plangemäß verläuft und die Shoppingcenterflächen nach wie vor voll vermietet sind. In Anbetracht des derzeitigen Abschlags auf den NAV (27,43 je Aktie) halten wir das derzeitige Kursniveau für eine attraktive Einstiegsgelegenheit.

RALF DIBBERN  
Senior Analyst

Tel.: +49 40 3282-2486  
rdibbern@mmwarburg.com

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
<b>Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)</b>							
Umsatz	92,9	95,8	115,3	127,8	99,2	103,2	
Herstellungskosten	-10,4	-9,4	-6,0	-7,6	-5,8	-6,0	
Rohertrag	82,4	86,4	109,4	120,2	93,4	97,2	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-5,8	-6,1	-7,2	-8,2	-6,2	-6,5	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	9,7	-3,2	-4,1	-3,5	-3,6	-2,4	
EBITDA	86,3	77,2	98,1	108,5	83,6	88,2	
Goodwillabschreibungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Abschreibungen auf Sachanlagen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
EBIT	86,3	77,2	98,1	108,5	83,6	88,2	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	
Finanzergebnis	-41,0	-50,1	-48,2	-57,0	-30,1	-30,3	
Ergebnis vor Steuern	117,7	77,8	87,0	50,9	53,0	58,0	
EE-Steuern	-17,4	16,3	-18,1	-8,7	-8,5	-9,3	
(Steuerquote in %)	14,8	-21,0	20,8	17,0	16,0	16,0	
Jahresüberschuss	100,3	94,2	68,9	42,2	44,5	48,7	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	100,3	94,2	68,9	42,2	44,5	48,7	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,92	2,74	2,00	1,23	1,30	1,42	
<b>Wachstum (in %)</b>	<b>CAGR (06/11)</b>						
Umsatz	2,1 %	28,7	3,1	20,4	10,8	-22,4	4,0
EBITDA	0,4 %	50,2	-10,6	27,1	10,6	-22,9	5,5
EBIT	0,4 %	50,2	-10,6	27,1	10,6	-22,9	5,5
Jahresüberschuss	---	105,9	-6,1	-26,9	-38,7	5,4	9,3
<b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>							
Herstellungskostenquote	11,2	9,8	5,2	6,0	5,8	5,8	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,2	6,4	6,2	6,4	6,3	6,3	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
<b>Cash flow (in Mio €)</b>							
Brutto Cash flow	45,4	27,1	49,9	51,4	53,5	58,0	
Operativer Cash flow	45,4	27,1	49,9	51,4	53,5	58,0	
Investiver Cash flow	-70,5	-70,5	-100,0	0,0	-75,0	-75,0	
Free Cash flow	-25,1	-43,4	-50,1	51,4	-21,5	-17,0	
Cash earnings	45,4	27,1	49,9	51,4	53,5	58,0	
<b>Produktivität (in Tsd €)</b>							
Umsatz / Mitarbeiter	18.570,8	19.152,4	23.068,6	25.558,5	19.840,0	20.636,0	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	17.268,2	15.434,2	19.621,0	21.696,5	16.722,7	17.642,3	
<b>Rentabilität (in %)</b>							
EBITDA / Umsatz	93,0	80,6	85,1	84,9	84,3	85,5	
EBIT / Umsatz	93,0	80,6	85,1	84,9	84,3	85,5	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	126,7	81,3	75,4	39,8	53,5	56,2	
Jahresüberschuss / Umsatz	108,0	98,3	59,7	33,1	44,9	47,2	
EK-Rendite	12,6	10,9	8,0	4,9	5,1	5,5	
GK-Rendite	5,6	4,8	3,4	2,1	2,2	2,2	
ROCE	5,1	4,2	5,0	5,4	4,1	4,0	
<b>Bilanz (in Mio €)</b>							
Sachanlagen	1.452,0	1.658,2	1.897,8	1.897,3	1.946,7	2.121,7	
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Working capital	42,6	19,5	8,2	39,8	32,8	41,6	
Umlaufvermögen	143,3	137,2	52,9	60,8	47,8	75,1	
Capital employed (CE)	1.692,8	1.855,0	1.960,4	1.992,4	2.034,8	2.218,7	
Eigenkapital	796,3	860,8	860,5	866,7	873,4	884,3	
Eigenkapitalquote in %	44,3	43,6	42,9	42,9	42,4	39,1	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	895,1	925,1	1.116,0	
Nettogesamtvverschuldung (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	895,1	925,1	1.116,0	
Gearing in %	92,4	101,2	103,6	103,3	105,9	126,2	
<b>Kurs St. am 30.06.2009: 21,95 €</b>							
<b>Bewertung</b>							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,92	2,74	2,00	1,23	1,30	1,42	
Cash Flow je Aktie (€)	1,32	0,79	1,45	1,50	1,56	1,69	
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	
KGV St.	9,3	10,0	11,9	17,9	16,9	15,5	
KCFV	20,5	34,6	16,4	14,7	14,1	13,0	
EV / Umsatz	19,41	20,50	16,13	14,10	18,50	19,64	
EV / EBITDA	20,9	25,4	19,0	16,6	21,9	23,0	
EV / EBIT	20,9	25,4	19,0	16,6	21,9	23,0	

**Rechtshinweis:** Den Rechtshinweis sowie aktualisierte Veröffentlichungen gemäß §34b WpHG und FinAnV bezüglich des/der hier analysierten Wertpapiers/-papiere finden Sie auf unseren Internetseiten unter: <http://www.mmwarburg.com/research/disclaimer/disclaimer.htm>  
Der Rechtshinweis und die Veröffentlichungen sind Bestandteil dieser Analyse und sollten bei Entscheidungen, die auf dieser Analyse beruhen, berücksichtigt werden.

**Urheberrechte:** Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.