



Deutsche EuroShop

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

Immobilien

Update

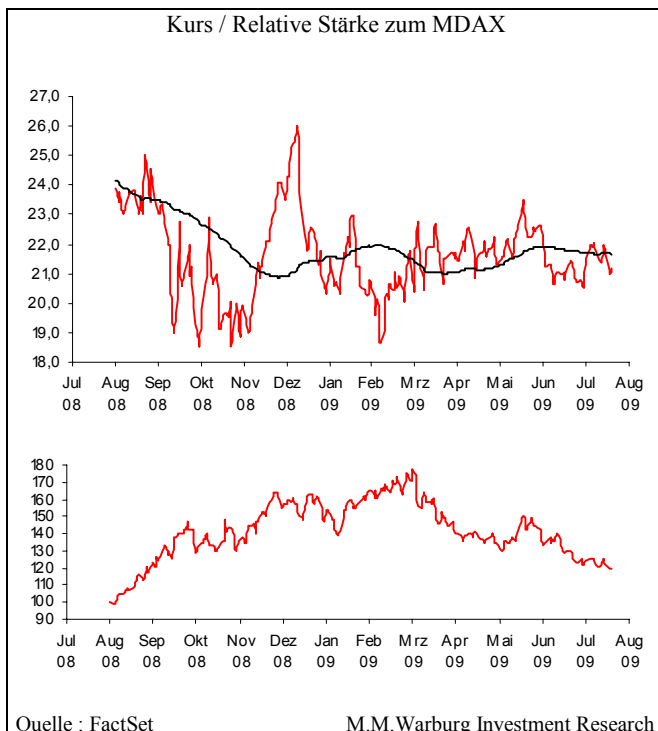
Bloomberg Code: DEQ GY Equity
ISIN: DE0007480204

Kurs am 18.08.2009: 21,15 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 26,00/18,50 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	799,7 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	12.11.2009 :	Ergebnis Q3 2009
Anzahl Aktien	37,8 Mio	Familie Otto	St. 19,3%		
Gez. Kapital	37,8 Mio €				

- Operativ unspektakuläres Q2
- Unternehmen bestätigt die Guidance
- Discount zum NAV > 20%

RALF DIBBERN
Senior Analyst
Tel.: +49 40 3282-2486
rdibbern@mmwarburg.com



in €	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
EPS (neu)	2,00	1,22	1,30	1,44
EPS (alt)	2,00	1,22	1,30	1,44
CFPS	1,45	1,48	1,54	1,71
Dividende	1,05	1,05	1,10	1,10
in Mio €	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
Umsatz	115,3	127,1	102,2	113,4
EBITDA	98,1	108,4	87,0	95,9
EBIT	98,1	108,4	87,0	95,9
Jahresüberschuss	68,9	44,0	49,0	54,5
Cash flow	49,9	53,4	58,4	64,8
ROCE (EBIT/CE)	5,0%	5,2%	4,0%	4,1%
	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
KGV	11,9	17,3	16,3	14,7
KCFV	16,4	14,3	13,7	12,3
Div. rendite	4,4%	5,0%	5,2%	5,2%
EV/Umsatz	17,15	15,90	19,43	18,15
EV/EBITDA	20,2	18,6	22,8	21,5

Operativ verlief das 1. Halbjahr 2009 bei der Deutschen EuroShop ohne größere Überraschungen. Bedingt durch die Erstkonsolidierung neuer Shoppingcenter wuchs der Umsatz um 14% auf 63 Mio €, das EBIT legte leicht überproportional um 15% auf 53,8 Mio € zu. Auch hinsichtlich der FFO verzeichnete das Unternehmen einen gesunden Zuwachs um 9% auf 0,76 € je Aktie. Im Hinblick auf die operativen Kennzahlen ist für die kommenden beiden Jahre mit weiteren Zuwächsen zu rechnen – das Unternehmen bestätigte die operativen Ertragsziele für die Jahre 2009 und 2010. Angesichts der Stabilität des Geschäftsmodells halten wir die Ziele für erreichbar. Vor diesem Hintergrund und der im Rahmen unserer Schätzungen liegenden H1-Ergebnisse sehen wir unser Umsatz- und Ertragsszenario bestätigt. Das Kursziel lassen wir mit 25 € ebenfalls unverändert. Aufgrund des 20%igen Discounts zum NAV bestätigen wir auch unsere Kaufen-Empfehlung.

Deutliches Umsatz- und Ertragswachstum in H1

Die Deutsche EuroShop steigerte den Umsatz im 1. Halbjahr 2009 um 14% auf 63,0 Mio € und profitierte hierbei insbesondere von Erstkonsolidierungseffekten der Shoppingcenter in Hameln, Passau und Kassel, die in der Summe für 7,1 Mio € Umsatzzuwachs verantwortlich waren. Organische Mietsteigerungen beliefen sich auf 0,7 Mio € (1,4% like-for-like). Das EBIT wuchs dementsprechend um 15% auf 53,8 Mio €. Aufgrund der Ausweitung des Shoppingcenter-Portfolios stiegen auch die Finanzierungskosten und führten damit zu einem um 4,9 Mio € auf 27,7 Mio € verschlechterten Finanzergebnis. Die FFO legten mit einem Plus von 9% auf 0,76 € je Aktie unterproportional zu. Hinsichtlich des Ergebnisses vor und nach Steuern lagen die H1- Zahlen mit einem Zuwachs von rund 40% bei 36,9 Mio € bzw. 30,5 Mio €.

Negative Bewertungseffekte in Q2

Das überproportionale Ergebniswachstum resultierte insbesondere aus Bewertungseffekten (Immobilien und Währungseffekte), wobei im 2. Quartal ein negativer Wert in Höhe von 6 Mio € anfiel und damit den positiven Effekt des 1. Quartals in Höhe von knapp 17 Mio € teilweise kompensierte. Die währungsbedingten Bewertungseinflüsse resultieren dabei aus den Beteiligungen an den osteuropäischen Shoppingcentern in Polen und Ungarn, haben aber keinerlei operative Bedeutung. Derartige Volatilitäten in der Ertragsrechnung der DES sind unter den derzeitigen Gegebenheiten nicht vermeidbar. Für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir mit weiteren negativen Bewertungsanpassungen, die den bislang noch positiven Saldo von knapp 11 Mio € bis zum Jahresende aufzehren könnten. Auf die Dividendenfähigkeit haben die Bewertungsanpassungen jedoch keine Auswirkung, da hierfür der reine Cashflow (FFO) entscheidend ist.

Abb. 1: Keine Revision der Schätzungen

Mio €	Q2 2009	(% yoy)	MMWe	Revision der Schätzungen		
				2009e	2010e	2011e
Umsatz	31,2	10%	31,7	⇒	⇒	⇒
EBIT	26,8	11%	27,0	⇒	⇒	⇒
EBIT-Marge	85,9		85,2	⇒	⇒	⇒
EBT	7,3	-48%	7,1	⇒	⇒	⇒
Überschuss	6,1	-47%	5,6	⇒	⇒	⇒
FFO/Aktie	0,39		0,38	⇒	⇒	⇒

M.M.Warburg Investment Research

Gesunde Bilanz

Bilanziell war H1 2009 von einem weiteren Anstieg des langfristigen Anlagevermögens geprägt, das insbesondere bedingt durch die Vollkonsolidierung des Shoppingcenters in Kassel um 74 Mio € auf gut 2 Mrd € wuchs. Die geplanten Investitionsmittel in die Altmarktgalerie in Dresden und das Main-Taunus-Zentrum sind (auch infolge des Barmittelzuflusses von 67 Mio € infolge der Kapitalerhöhung von Anfang Juli 2009) vorhanden. Insgesamt rechnen wir in den kommenden beiden Jahren mit einem Finanzierungsbedarf von 40-50 Mio € p.a. Die Eigenkapitalquote lag Ende H1 bei 47,4% und damit komfortabel über der vom Management selbst definierten Mindestquote von 45%. Insgesamt hat das Unternehmen in den kommenden Jahren einen sehr überschaubaren Refinanzierungsbedarf. Von den gesamten Bankverbindlichkeiten in Höhe von gut 900 Mio € sind in den kommenden 5 Jahren nur 266 Mio € zu prolongieren, wobei auf Sicht der kommenden 12 Monate kein Refinanzierungsbedarf besteht. Bedingt durch die erfolgreiche komplette Refinanzierung des Rhein-Neckar-Zentrums im Sommer 2009 erhöhte sich die durchschnittliche Restlaufzeit der Verbindlichkeiten von 7 auf 8 Jahre. Gleichzeitig sank der durchschnittliche Zinssatz von bisher 5,33% auf 5,28% und senkt damit die Finanzierungskosten um rund 1 Mio € p.a.

2009 und 2010 weitere operative Zuwächse

Für das laufende Jahr rechnet das DES-Management unverändert mit einem Umsatzzuwachs um mindestens 8,5% auf 125-128 Mio €. Dieser Zuwachs ist im Wesentlichen konsolidierungsbedingt (City Point Kassel), operative Mietsteigerungen sind im Umfang von 1-2% zu erwarten. Für 2010 ist auf Basis des heutigen Portfolios ein weiterer Umsatzanstieg um rund 2% auf 128-131 Mio € zu erwarten, der rein organischer Natur ist. Für das Jahr 2011 gibt es noch keine Unternehmensguidance, wir gehen aber auch hier von einem weiteren Umsatzanstieg um 3-4% auf 134 Mio € aus. Hintergrund sind zusätzliche Umsätze aus der Altmarktgalerie Dresden, die ab dem laufenden Jahr um 18.000 qm Verkaufsfläche erweitert wird (derzeit 26.000 qm) und spätestens Anfang 2011 zusätzliche Umsätze generieren sollte. Zudem soll das Main-Taunus-Zentrum nahe Frankfurt um

Abb. 2: Umsatz- und Ergebnisszenario 2007-2011e

	2007		2008		(%)	Q1 09		Q2 09		Q3 09e		Q4 09e		Q1e	Q2e	Q3e	Q4e	2009e		2010e		2011e	
	EUR m	EUR m	EUR m	EUR m		EUR m	EUR m	EUR m	EUR m	(%)	(%)	(%)	(%)					EUR m	(%)	EUR m	(%)	EUR m	(%)
Sales	95,8	115,3	20,4	31,8	31,2	32,0	32,1	18,2	10,3	10,4	3,0	127,1	10,2	101,0	-20,5	113,0	11,9						
Other revenues	1,1	0,9	-17,7	0,3	0,4	0,3	0,3	9,7	48,0	130,8	43,5	1,3	48,9	1,2	-7,3	0,4	-66,7						
Property operating costs	-9,4	-6,0	-36,3	-1,9	-1,7	-1,8	-1,8	-12,7	-8,6	-16,9	-729,4	-7,2	21,5	-5,6	-23,2	-6,7	20,0						
Property management costs	-6,1	-7,2	17,6	-2,0	-1,8	-2,1	-1,9	23,6	-1,0	5,1	11,9	-7,8	9,3	-6,4	-17,6	-7,2	11,9						
Other opening expenses	-4,2	-5,0	18,7	-1,1	-1,3	-1,5	-1,0	25,3	-1,1	7,1	-29,2	-4,9	-2,3	-3,2	-34,5	-3,6	12,5						
EBIT	77,2	98,1	27,1	27,1	26,8	26,9	27,7	20,5	13,8	14,3	-3,0	108,4	10,5	87,0	-19,8	95,9	10,2						
EBIT Margin (%)	80,6%	85,1%	5,5	85,2%	85,8%	84,0%	86,3%					85,3%		86,1%		84,9%							
Financial income	-50,1	-48,2	-3,8	-14,2	-13,5	-13,6	-13,6	19,2	11,1	14,5	12,1	-55,0	14,1	-28,6	-48,0	-31,1	8,6						
Valuation result	50,8	37,1	-27,0	16,8	-6,0	-0,2	-11,0	840,5	-329,8	962,5	-134,0	-0,3	-100,9	0,0	nm	0,0	nm						
Pretax income	77,8	87,0	11,8	29,6	7,3	13,1	3,1	140,3	-47,6	12,7	-93,6	53,1	-39,0	58,4	10,0	64,8	11,0						
Taxes	16,3	-18,1	nm	-5,3	-1,2	-2,1	-0,5	146,6	-52,3	8,9	-95,6	-9,1	-50,0	-9,3	3,0	-10,4	11,0						
(Tax rate in %)	-21,0%	20,8%		17,7%	16,8%	16,0%	16,0%					17,1%		16,0%		16,0%							
Net income	94,2	68,9	-26,9	24,4	6,1	11,0	2,6	139,0	-46,6	13,5	-93,0	44,0	-36,1	49,0	11,4	54,5	11,0						
Minorities	0,0	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0					0,0	0,0	nm	0,0								
Net income excl. minorities	94,2	68,9	-26,9	24,4	6,1	11,0	2,6	139,0	-46,6	13,5	-93,0	44,0	-36,1	49,0	11,4	54,5	11,0						
No of shares (m)	34,4	34,4		34,4	34,4	34,4	34,4					36,1	37,8		37,8								
EPS (€)	2,74	2,00	-26,9	0,71	0,18	0,32	0,08	139,0	-46,6	13,5	-93,0	1,22	-39,1	1,30	6,3	1,44	11,0						
FFO/share (€)	1,12	1,45		0,37	0,39	0,38	0,41					1,48	2,1	1,54	4,3	1,71	11,0						
DPS (€)	1,05	1,05										1,05		1,10		1,10							

M.M. Warburg Investment Research

12.000 qm erweitert werden. Mit den entsprechenden Bau-
maßnahmen wird noch im laufenden Jahr begonnen. Die
Zahlen in unserem Szenario (s. Abb.1) liegen deutlich nied-
riger, reflektieren allerdings bereits die wahrscheinlichen
Auswirkungen des neuen IAS 31, nach dem die Umsätze
verschiedener Center, an denen die DES nicht mehr als 50%
hält, nicht mehr quotal in den Konzernabschluss einbezogen
werden dürfen, sondern nur noch at Equity im Beteiligungs-
ergebnis auftauchen. Ergebnisseitig ändert die neue Bilan-
zierungsregel dementsprechend nichts.

EBIT soll bis 2010 um insgesamt 23% zulegen

Hinsichtlich des EBIT rechnet das DES-Management bis
2010 mit einem Zuwachs um insgesamt 11% bis 14% auf
109-112 Mio €, ebenfalls im Wesentlichen bedingt durch
Erstkonsolidierungseffekte und organisches Wachstum.

Hinsichtlich der Kostenstrukturen gehen wir von keinen
entscheidenden Veränderungen aus. Im Zinsergebnis rechen
wir infolge weiterer (auch teilweise fremdfinanzierter)
Investitionen mit einer weiteren Steigerung des Nettozins-
aufwandes, wobei die stark gesunkenen Basiszinssätze einen
leicht kompensierenden Effekt haben könnten. Die Guidan-
ce des Managements für das Ergebnis vor Steuern liegt bis
2010 bei einem Plus von insgesamt 6-10% auf 53-55 Mio €
(ohne die Berücksichtigung von Währungs- und Bewer-
tungseffekten).

Ralf Dibbern
Abb. 3: Bewertung

Share price (€)	21,15
No of shares (m)	34,4
Equity (market value) € m	727
Financial debt (€ m)	1.093
short term assets (€ m)	-59
= net debt (€ m)	1.034
Enterprise value (€ m)	1.761
Contractual rent (2009) € m	120
NOI (€ m)	106

Multipiers	
based on gross rent	14,7 x
based on NOI	16,6 x
Yield (%)	
based on gross rent	6,8%
based on NOI	6,0%

Sensitivity analysis							
Gross rent multiplier	14,0 x	15,0 x	16,0 x	17,0 x	18,0 x	19,0 x	20,0 x
MV Property (€m)	1.680	1.800	1.920	2.040	2.160	2.280	2.400
Debt (€m)	1.093	1.093	1.093	1.093	1.093	1.093	1.093
Equity (€m)	587	707	827	947	1.067	1.187	1.307
Fair value per share (€)	17,08	20,57	24,06	27,55	31,04	34,53	38,02

M.M. Warburg Investment Research



Deutsche EuroShop

	12/2006	12/2007	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	92,9	95,8	115,3	127,1	102,2	113,4	
Herstellungskosten	-10,4	-9,4	-6,0	-7,2	-5,6	-6,7	
Rohertrag	82,4	86,4	109,4	119,9	96,6	106,7	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-5,8	-6,1	-7,2	-7,8	-6,4	-7,2	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	9,7	-3,2	-4,1	-3,6	-3,2	-3,6	
EBITDA	86,3	77,2	98,1	108,4	87,0	95,9	
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	108,4	87,0	95,9	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	
Finanzergebnis	-41,0	-50,1	-48,2	-55,0	-28,6	-31,1	
Ergebnis vor Steuern	117,7	77,8	87,0	53,1	58,4	64,8	
EE-Steuern	-17,4	16,3	-18,1	-9,1	-9,3	-10,4	
(Steuerquote in %)	14,8	-21,0	20,8	17,1	16,0	16,0	
Jahresüberschuss	100,3	94,2	68,9	44,0	49,0	54,5	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	100,3	94,2	68,9	44,0	49,0	54,5	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,92	2,74	2,00	1,22	1,30	1,44	
Wachstum (in%)		CAGR (06/11)					
Umsatz	4,1 %	28,7	3,1	20,4	10,2	-19,6	10,9
EBITDA	2,1 %	50,2	-10,6	27,1	10,5	-19,8	10,2
EBIT	2,1 %	50,2	-10,6	27,1	10,5	-19,8	10,2
Jahresüberschuss	---	105,9	-6,1	-26,9	-36,1	11,4	11,0
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)							
Herstellungskostenquote	11,2	9,8	5,2	5,7	5,4	5,9	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,2	6,4	6,2	6,1	6,3	6,4	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	45,4	27,1	49,9	53,4	58,4	64,8	
Operativer Cash flow	45,4	27,1	49,9	53,4	58,4	64,8	
Investiver Cash flow	-70,5	-70,5	-100,0	0,0	-75,0	-75,0	
Free Cash flow	-25,1	-43,4	-50,1	53,4	-16,6	-10,2	
Cash earnings	45,4	27,1	49,9	53,4	58,4	64,8	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	18.570,8	19.152,4	23.068,6	25.418,1	20.440,0	22.676,0	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	17.268,2	15.434,2	19.621,0	21.689,9	17.400,7	19.180,6	
Rentabilität (in %)							
EBITDA / Umsatz	93,0	80,6	85,1	85,3	85,1	84,6	
EBIT / Umsatz	93,0	80,6	85,1	85,3	85,1	84,6	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	126,7	81,3	75,4	41,8	57,1	57,2	
Jahresüberschuss / Umsatz	108,0	98,3	59,7	34,6	48,0	48,0	
EK-Rendite	12,6	10,9	8,0	4,7	5,2	5,7	
GK-Rendite	5,6	4,8	3,4	2,0	2,2	2,3	
ROCE	5,1	4,2	5,0	5,2	4,0	4,1	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	1.452,0	1.658,2	1.897,8	2.027,8	2.127,8	2.252,8	
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Working capital	42,6	19,5	8,2	14,8	12,0	12,1	
Umlaufvermögen	143,3	137,2	52,9	35,8	37,0	45,6	
Capital employed (CE)	1.692,8	1.855,0	1.960,4	2.097,6	2.194,8	2.319,9	
Eigenkapital	796,3	860,8	860,5	934,0	941,5	954,3	
Eigenkapitalquote in %	44,3	43,6	42,9	42,8	42,2	41,2	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	976,0	1.017,3	1.086,0	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	976,0	1.017,3	1.086,0	
Gearing in %	92,4	101,2	103,6	104,5	108,1	113,8	
Kurs St. am 18.08.2009: 21,15 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,92	2,74	2,00	1,22	1,30	1,44	
Cash Flow je Aktie (€)	1,32	0,79	1,45	1,48	1,54	1,71	
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	34,4	34,4	36,1	37,8	37,8	
KGV St.	9,3	10,0	11,9	17,3	16,3	14,7	
KCFV	20,5	34,6	16,4	14,3	13,7	12,3	
EV / Umsatz	20,51	21,69	17,15	15,90	19,43	18,15	
EV / EBITDA	22,1	26,9	20,2	18,6	22,8	21,5	
EV / EBIT	22,1	26,9	20,2	18,6	22,8	21,5	

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von dem Investment Research der M.M.Warburg & CO KGaA erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Der Research Report stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. M.M.Warburg & CO KGaA hat die Information jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Information keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA für Schäden gleich welcher Art und M.M.Warburg & CO KGaA haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt M.M.Warburg & CO KGaA keine Haftung für in diesem Research Report enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzlicher Rahmenbedingungen usw. Obwohl dieser Research Report mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA, deren Aktionäre und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in diesem Research Report enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit dieser Research Report im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haftet M.M.Warburg & CO KGaA für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Dieser Research Report stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers dar. Es ist möglich, dass Gesellschafter, Geschäftsleitung oder Angestellte der M.M.Warburg & CO KGaA in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in diesem Research Report genannten Gesellschaften tätig sind. Die in diesem Research Report enthaltenen Meinungen können ohne Ankündigung geändert werden. Alle Rechte vorbehalten.

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.

Erklärung gemäß § 34b Abs. 1 WpHG und FinAnV

Die Bewertung, die der Anlageempfehlung für das hier analysierte Unternehmen zugrunde liegt, stützt sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleich und – wo möglich – ein Sum-of-the-parts-Modell.

M.M.Warburg & CO KGaA hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA hergeleitete Bewertung, Empfehlung und Kursziel für das analysierte Unternehmen wird ständig überprüft und kann sich daher ändern, sollte sich einer der zugrunde liegenden fundamentalen Faktoren ändern.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des in der Analyse angegebenen Datums, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

Die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA beziehen keine Vergütung – weder direkt noch indirekt – aus Investmentbankinggeschäften der Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA unterliegt der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden Analysten.

K Kaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten steigt.

H Halten: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten weitestgehend stabil bleibt.

V Verkaufen: Es wird erwartet, dass der Preis des analysierten Finanzinstruments in den nächsten 12 Monaten fällt.

“-“ Empfehlung ausgesetzt: Die Informationslage lässt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

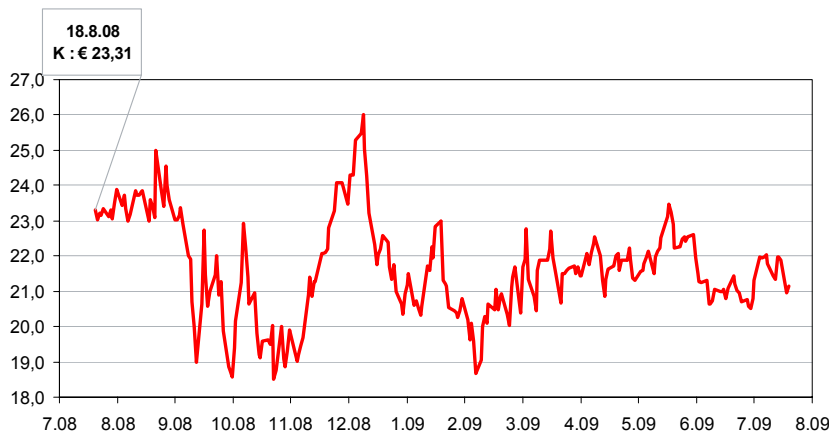
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	115	55%
Halten	50	24%
Verkaufen	24	12%
Empf. ausgesetzt	19	9%
Gesamt	208	

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	78	62%
Halten	32	25%
Verkaufen	5	4%
Empf. ausgesetzt	11	9%
Gesamt	126	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
Deutsche EuroShop (DEQn.DE) am 18.8.09



Quellen: Factset (Kurse) / M.M.Warburg (Empfehlungen)

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch M.M.Warburg & CO KGaA ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt den Xetra-Schlusskurs des Datums an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung publiziert hat. Eine Ausnahme bildet das erste Kästchen; es steht entweder für die aktuelle Empfehlung zu Beginn des angezeigten Zeitraums oder für die erste Empfehlung bei Aufnahme der Coverage innerhalb dieses Zeitraums.



M. M. WARBURG & CO

1798

M.M. Warburg & CO
20095 Hamburg – Ferdinandstraße 75
Tel.: +49 40 3282-0
Fax: +49 40 3618-1124
Internet: www.mmwarburg.com

Aktien Research Report

© M.M. Warburg & CO

Kommanditgesellschaft auf Aktien

abgeschlossen am 19. August 2009

				Head of Equities			
				Barbara C. Effler	+49 40 3282-2636	beffler@mmwarburg.com	
RESEARCH				INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN			
					Dirk Rosenfelder	+49 40 3282-2692	drosenfelder@mmwarburg.com
					Christian Alisch	+49 40 3282-2667	calisch@mmwarburg.com
					Matthias Fritsch	+49 40 3282-2696	mfritsch@mmwarburg.com
					Dr. James F. Jackson	+49 40 3282-2664	jjackson@mmwarburg.com
					Wolf-Oliver Jürgens	+49 40 3282-2666	wjuergens@mmwarburg.com
					Benjamin Kassen	+49 40 3282-2630	bkassen@mmwarburg.com
					Michael Kriszun	+49 40 3282-2695	mkriszun@mmwarburg.com
					Marco Schumann	+49 40 3282-2665	mschumann@mmwarburg.com
					Philipp Stumpfegger	+49 40 3282-2635	pstumpfegger@mmwarburg.com
					Andreas Wessel	+49 40 3282-2663	awessel@mmwarburg.com
Automobil							
Marc-René Tonn	Hersteller, Zulieferer	+49 40 3282-2597	mtonn@mmwarburg.com				
Björn Voss	Hersteller, Zulieferer	+49 40 3282-2548	bvoss@mmwarburg.com				
Finanzwerte							
Ralf Dibbern	Finanzdienstleister, Versicherungen	+49 40 3282-2486	rdibbern@mmwarburg.com				
Andreas Pläsier	Banken, Direktbanken	+49 40 3282-2469	aplaesier@mmwarburg.com				
Handel, Konsum							
Thilo Kleibauer	Handel, Konsum	+49 40 3282-2578	tkleibauer@mmwarburg.com				
Life Science							
Ulrich Huwald	Gesundheit, Pharma	+49 40 3282-2554	uhuwald@mmwarburg.com				
Technologie, Medien							
Michael Bahlmann	Software, Medien	+49 40 3282-2351	mbahlmann@mmwarburg.com				
Eggert Kuls	Investitionsgüter	+49 40 3282-2560	ekuls@mmwarburg.com				
Thomas Rau	Investitionsgüter	+49 40 3282-2202	trau@mmwarburg.com				
Volkswirtschaft und Kapitalmarkt							
Carsten Klude		+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com				
Dr. Christian Jasperneite		+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com				
Matthias Thiel		+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com				
Assistenz							
Thorsten Eil		+49 40 3282-2214	teil@mmwarburg.com				
Stefanie Waack		+49 40 3282-2258	swaack@mmwarburg.com				
				SALES TRADING			
					Oliver Merckel	+49 40 3282-2634	omerckel@mmwarburg.com
					Thekla Struve	+49 40 3282-2668	tstruve@mmwarburg.com
					Gudrun Bolsen	+49 40 3282-2679	gbolsen@mmwarburg.com
					Bastian Quast	+49 40 3282-2701	bquast@mmwarburg.com
					Patrick Schepelmann	+49 40 3282-2700	pschepelmann@mmwarburg.com
					Jörg Treptow	+49 40 3282-2658	jtreptow@mmwarburg.com
				SALES ASSISTENZ			
					Andrea Carstensen	+49 40 3282-2632	acarstensen@mmwarburg.com
					Wiebke Möller	+49 40 3282-2703	wmoeller@mmwarburg.com
				ROADSHOW / MARKETING			
					Katharina Bruns	+49 40 3282-2694	kbruns@mmwarburg.com

Adresse: M.M. Warburg Investment Research, Ferdinandstraße 75, D-20095 Hamburg