



Deutsche EuroShop

Kaufen Kursziel: 27,00 €

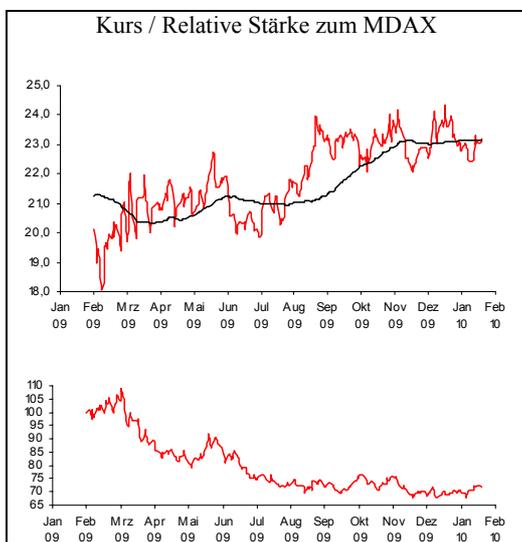
Immobilien

Bullet Points

Bloomberg Code: DEQ
ISIN: DE0007480204

Kurs am 16.02.2010: 23,20 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 24,33/18,06 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	877,2 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	30.04.2010 :	Ergebnis 2009
Anzahl Aktien	37,8 Mio	Familie Otto	St. 19,3%	12.05.2010 :	Ergebnis Q1 2010
Gez. Kapital	37,8 Mio €				



Quelle : FactSet M.M. Warburg Investment Research

in €	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
EPS (neu)	2,00	0,94	1,34	1,44
EPS (alt)	2,00	1,22	1,34	1,44
CFPS	1,45	1,52	1,59	1,71
Dividende	1,05	1,05	1,10	1,10

in Mio €	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
Umsatz	115,3	127,6	144,6	120,4
EBITDA	98,1	110,7	122,5	101,8
EBIT	98,1	110,7	122,5	101,8
Jahrestüberschuss	68,9	33,8	50,5	54,4
Cash flow	49,9	54,9	60,2	64,7
ROCE (EBIT/CE)	5,0%	5,4%	5,1%	3,9%

	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
KGV	11,5	23,0	17,4	16,1
KCFV	15,9	14,2	14,6	13,6
Div. rendite	4,5%	4,9%	4,7%	4,7%
EV/Umsatz	16,92	15,44	15,39	19,77
EV/EBITDA	19,9	17,8	18,2	23,4

Anhebung der 2010er Guidance

- Ergebnis 2009 operativ besser als erwartet:** Bisher unbeeinflusst von der grassierenden Wirtschafts- und Finanzkrise entwickelt sich die Umsatz- und Ertragslage der Deutschen EuroShop weiterhin gut. Im Geschäftsjahr 2009 wuchs der Umsatz um 10,6% auf 127,6 Mio € (MMWe: 126,6 Mio €). Ursächlich hierfür waren Erstkonsolidierungseffekte neuer Shoppingcenter, aber auch ein sehr gesundes like-for-like Wachstum von erneut 2%. Das EBIT legte überproportional um 12,8% auf 110,7 Mio € zu (MMWe: 108,6 Mio €). Nach Finanzierungskosten verblieb ein operatives EBT von rund 54,9 Mio €. Negativ wirkten Bewertungseffekte in Höhe von -13,7 Mio € (0,9% des Portfoliowertes), die eine um 18bp gestiegene Rendite reflektieren. Das Ergebnis nach Steuern lag damit bei 33,8 Mio € (MMWe: 44 Mio €), der NAV erreichte 26,68 € je Aktie (2008: 27,43 €).
- Guidance 2010 angehoben:** Auf der Grundlage der sehr soliden Entwicklung im Jahr 2009 konnte das Management sogar die Guidance für das laufende Jahr anheben. Für uns ergibt sich hieraus jedoch kein Anpassungsbedarf unserer Schätzungen, da wir die bisherige Guidance bereits für zu konservativ hielten. Für den Umsatz erwartet das Management für 2010 nunmehr ein Wachstum auf 139-142 Mio € (bisher: 128-131 Mio €), das EBIT sollte auf 118-121 Mio € zulegen (bisher: 109-112 Mio €) und das operative EBT (ohne Bewertungs- und Währungseffekte) wird in einer Bandbreite von 58-60 Mio € erwartet. Vorsichtig sind wir indessen im Hinblick auf weitere Bewertungseinflüsse, die wir derzeit neutral einschätzen. Einerseits sind positive Bewertungseffekte aus Erstbewertungen möglich, andererseits ist auch ein weiterer leichter Renditeanstieg mit entsprechenden negativen Bewertungsanpassungen nicht auszuschließen.
- Aktie hat Bewertungsspielraum nach oben:** Die Center der Deutschen EuroShop werden derzeit mit der 17,2-fachen Miete bewertet und erzielen somit eine Mietrendite von 5,82%. In Anbetracht der hohen Qualität der Immobilien und der sicheren Cashflows aus den Objekten ist eine signifikante Überbewertung damit unwahrscheinlich. Da die operative Eigenkapitalrendite 2010 mit 5,7% (MMWe) deutlich über den gewichteten Kapitalkosten von 5,1% (MMWe) liegt, besteht aus unserer Sicht somit kein Grund, warum die Aktie deutlich unter ihrem NAV notieren sollte. Für das Unternehmen spricht zudem die sehr stabile und gesunde bilanzielle Situation, die sich insbesondere in der EK-Quote von rund 50% und dem LTV von 47% ausdrückt. Die kürzlich durchgeführte Kapitalerhöhung unterstreicht zudem das große Investorenvertrauen in das Management der Deutschen EuroShop.

RALF DIBBERN
Senior Analyst

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



	12/2006	12/2007	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)						
Umsatz	92,9	95,8	115,3	127,6	144,6	120,4
Herstellungskosten	-10,4	-9,4	-6,0	-6,8	-8,7	-7,1
Rohertrag	82,4	86,4	109,4	120,8	135,9	113,3
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-5,8	-6,1	-7,2	-7,6	-8,9	-7,9
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---
Sonst. betriebl. Ergebnis	9,7	-3,2	-4,1	-2,5	-4,6	-3,6
EBITDA	86,3	77,2	98,1	110,7	122,5	101,8
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	110,7	122,5	101,8
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7
Finanzergebnis	-41,0	-50,1	-48,2	-55,8	-62,3	-37,1
Ergebnis vor Steuern	117,7	77,8	87,0	41,2	60,2	64,7
EE-Steuern	-17,4	16,3	-18,1	-7,4	-9,6	-10,4
(Steuerquote in %)	14,8	-21,0	20,8	18,0	16,0	16,0
Jahresüberschuss	100,3	94,2	68,9	33,8	50,5	54,4
Jahresüberschuss nach Minderheiten	100,3	94,2	68,9	33,8	50,5	54,4
Ergebnis je Aktie (St.)	2,92	2,74	2,00	0,94	1,34	1,44
Wachstum (in%)	CAGR (06/11)					
Umsatz	5,3 %	28,7	3,1	20,4	10,6	13,4
EBITDA	3,4 %	50,2	-10,6	27,1	12,9	10,6
EBIT	3,4 %	50,2	-10,6	27,1	12,9	10,6
Jahresüberschuss	---	105,9	-6,1	-26,9	-50,9	49,5
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)						
Herstellungskostenquote	11,2	9,8	5,2	5,3	6,0	5,9
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,2	6,4	6,2	6,0	6,1	6,5
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---
Cash flow (in Mio €)						
Brutto Cash flow	45,4	27,1	49,9	54,9	60,2	64,7
Operativer Cash flow	45,4	27,1	49,9	54,9	60,2	64,7
Investiver Cash flow	-70,5	-70,5	-100,0	-75,0	-75,0	-75,0
Free Cash flow	-25,1	-43,4	-50,1	-20,1	-14,8	-10,3
Cash earnings	45,4	27,1	49,9	54,9	60,2	64,7
Produktivität (in Tsd €)						
Umsatz / Mitarbeiter	18.570,8	19.152,4	23.068,6	25.519,4	28.929,0	24.080,0
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---
EBIT / Mitarbeiter	17.268,2	15.434,2	19.621,0	22.143,2	24.491,1	20.361,2
Rentabilität (in %)						
EBITDA / Umsatz	93,0	80,6	85,1	86,8	84,7	84,6
EBIT / Umsatz	93,0	80,6	85,1	86,8	84,7	84,6
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	126,7	81,3	75,4	32,3	41,6	53,8
Jahresüberschuss / Umsatz	108,0	98,3	59,7	26,5	34,9	45,2
EK-Rendite	12,6	10,9	8,0	3,5	5,2	5,5
GK-Rendite	5,6	4,8	3,4	1,6	2,1	2,1
ROCE	5,1	4,2	5,0	5,4	5,1	3,9
Bilanz (in Mio €)						
Sachanlagen	1.452,0	1.658,2	1.897,8	2.007,0	2.372,0	2.514,2
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Working capital	42,6	19,5	8,2	7,0	10,9	11,0
Umlaufvermögen	143,3	137,2	52,9	98,0	25,9	26,0
Capital employed (CE)	1.692,8	1.855,0	1.960,4	2.046,5	2.412,9	2.580,2
Eigenkapital	796,3	860,8	860,5	960,0	968,9	981,7
Eigenkapitalquote in %	44,3	43,6	42,9	44,9	39,8	37,8
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	923,0	1.225,3	1.336,0
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	923,0	1.225,3	1.336,0
Gearing in %	92,4	101,2	103,6	96,1	126,5	136,1
					Kurs St. am 16.02.2010: 23,20 €	
Bewertung						
Gewinn je Aktie St. (€)	2,92	2,74	2,00	0,94	1,34	1,44
Cash Flow je Aktie (€)	1,32	0,79	1,45	1,52	1,59	1,71
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	34,4	34,4	36,1	37,8	37,8
KGV St.	9,0	9,6	11,5	23,0	17,4	16,1
KCFV	19,8	33,5	15,9	14,2	14,6	13,6
EV / Umsatz	20,19	21,38	16,92	15,44	15,39	19,77
EV / EBITDA	21,7	26,5	19,9	17,8	18,2	23,4
EV / EBIT	21,7	26,5	19,9	17,8	18,2	23,4

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.