



# Deutsche EuroShop

Immobilien

Kaufen Kursziel: 27,00 €

Update

Bloomberg Code: DEQ  
ISIN: DE0007480204

Kurs am 04.05.2010: 22,77 €  
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 24,72/19,86 €

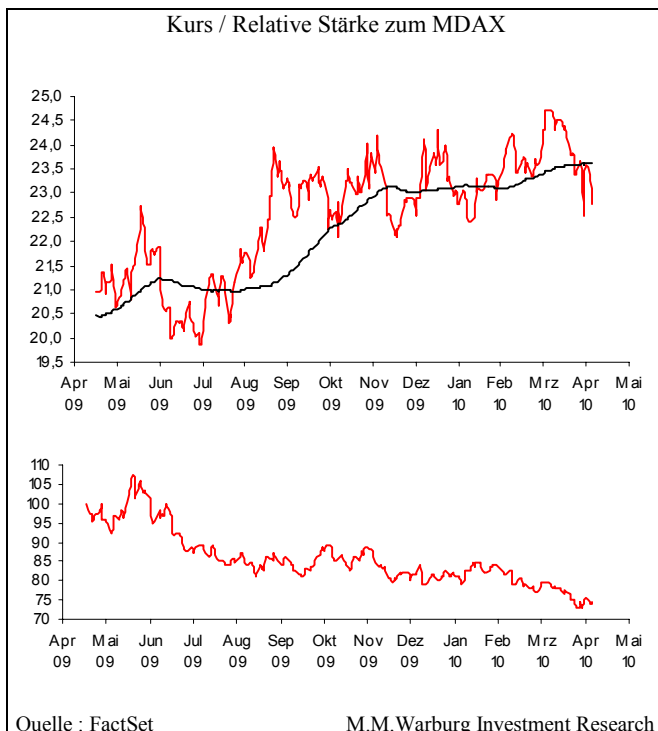
Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse			Termine	
Marktkapitalisierung	1.004,5 Mio €	Streubesitz	St.	82,0%	12.05.2010 :	Ergebnis Q1 2010
Anzahl Aktien	44,1 Mio	Familie Otto	St.	18,0%		
Gez. Kapital	37,8 Mio €					

- **Gute vorläufige Umsatz- und Ergebniszahlen für Q1**

- **Stabiles Geschäftsmodell auch in unsicherem wirtschaftlichen Umfeld**

- **Wachstumspotenzial noch nicht ausgereizt**

ANDREAS PLAESIER  
Senior Analyst  
Tel.: +49 40 3282-2469  
aplaesier@mmwarburg.com



in €	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e
EPS (neu)	2,00	0,93	1,26	1,32
EPS (alt)	2,00	0,94	1,34	1,44
CFPS	1,45	1,52	1,50	1,57
Dividende	1,05	1,05	1,10	1,10
in Mio €	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e
Umsatz	115,3	127,6	147,6	139,4
EBITDA	98,1	110,7	125,7	118,5
EBIT	98,1	110,7	125,7	118,5
Jahresüberschuss	68,9	34,4	54,9	58,3
Cash flow	49,9	55,0	65,3	69,4
ROCE (EBIT/CE)	5,0%	5,5%	5,3%	4,6%
	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e
KGV	11,5	23,2	18,0	17,2
KCFV	15,9	14,2	15,1	14,5
Div. rendite	4,5%	4,9%	4,8%	4,8%
EV/Umsatz	16,92	15,52	15,85	17,99
EV/EBITDA	19,9	17,9	18,6	21,2

Auch 2010 dürfte sich das solide Gewinnwachstum der Deutschen EuroShop fortsetzen. Selektives auf Qualität und Rendite fokussiertes Wachstum ermöglichen in diesem Jahr ein geschätztes Umsatzplus von 14% (Guidance 7-11%) sowie ein überproportionales Gewinnwachstum von ca. 18%. Die guten vorläufigen Zahlen für das erste Quartal bestätigen unser positives Bild, wengleich wir in den Folgequartalen aufgrund einer höheren Kostenbasis mit einer geringeren Ergebnisdynamik rechnen. Wir gehen aber davon aus, dass die angepeilten Ziele 2010 erreicht werden, wobei wir eher den oberen Bereich der Bandbreite erwarten. Als Stärke sehen wir weiterhin die hohe Flexibilität bezüglich neuer Akquisitionen. Die nach der Kapitalerhöhung gute Eigenkapitalausstattung (EK-Quote von 50%) und der gute Zugang zu Fremdkapitalmitteln ermöglichen unverändert den weiteren Zukauf von renditestarken Objekten. Wir erwarten eine Fortsetzung des Wachstumstrends und heben unsere Gewinnsschätzungen (EBT, Nettogewinn) für 2011 an. Zudem bekräftigen wir unsere Kauf-Empfehlung mit einem unveränderten Kursziel von 27 €.

#### Vorläufige Zahlen für Q1 überraschten positiv

Im ersten Quartal verbesserte die Deutsche EuroShop ihren Umsatz um 9% auf 34,6 Mio €. Dabei wirkte sich die Vollkonsolidierung des erworbenen Shopping Centers A10 positiv aus. Das like-for-like Wachstum von ca. 1,5% liegt leicht über unseren Erwartungen (MMWe: +1%). Das EBIT legte erneut überproportional um 11% zu (MMWe: +9%).

Das Vorsteuerergebnis stieg noch stärker an. Bereinigt um Bewertungseffekte ergibt sich ein Plus von 20% auf 15,4 Mio €. Die Funds from Operations verbesserten sich von 0,35 € auf 0,37 € je Aktie. Damit wurde im ersten Quartal rund 27% des für 2010 angestrebten Ziels (1,33-1,38 € je Aktie) erreicht. Die kompletten Q1-Zahlen werden am 12. Mai veröffentlicht.

Abb. 1: Key Figures Q1 2010

in € m	Q1 2010	Q1 2009	Δ in %
<b>Group P&amp;L</b>			
Revenue	34,6	31,8	9%
Net operating income	30,9	27,9	11%
EBIT	30,1	27,1	11%
Valuation result	0,0	16,8	n.a.
EBT	15,4	29,6	-48%
Consolidated profit	12,8	24,4	-47%
FFO per share	0,37	0,35	6%
Earnings per share	0,31	0,66	-53%

M.M. Warburg Investment Research

#### Gute 2009er Zahlen bestätigt

Im abgelaufenen Jahr 2009 verbesserte die Deutsche EuroShop den Umsatz um 11% auf 128 Mio €. Ursächlich waren hierfür die volle ganzjährige Erfassung der Umsätze der Center Hameln und Passau sowie die Vollkonsolidierung der Objektgesellschaft in Kassel. Aber auch das like-for-like Wachstum 2009 von erneut 2% ist u.E. überzeugend. Das EBIT legte überproportional um 12,8% auf 111 Mio € zu. Auf Vorsteuerbasis ergab sich ein Plus ohne das Bewertungsergebnis (-14,8 Mio €) von 13%. Der FFO lag bei 54,8 Mio € oder 1,49 € je Aktie.

Abb. 2: Endgültige 2009er Zahlen

in € m	2010	2009	Δ in %
<b>Group P&amp;L</b>			
Revenue	127,6	115,3	11%
Net operating income	114,5	102,3	12%
EBIT	110,7	98,1	13%
Net Finance Costs	-55,9	-49,4	13%
Valuation result	-14,8	38,3	n.a.
EBT	40,1	87,0	-54%
Consolidated profit	34,4	68,9	-50%
FFO per share	1,49	1,38	8%
Earnings per share	0,93	1,96	-53%

M.M. Warburg Investment Research

#### Gute Kapitalausstattung ermöglicht weitere Zukäufe

Bereits mit der Anfang Januar vorgestellten Akquisition des südlich am Rande Berlins gelegenen A10 (Gesamtes Investitionsvolumen von 265 Mio €), eines der größten deutschen Shoppingcenter, zeigte das Management eine hohe Flexibilität bezüglich seiner Investitionsentscheidungen. Nachdem aufgrund des Preisanstiegs im Segment der Shopping Center eine Zeit lang keine renditestarken Akquisitionen möglich waren, konnte die Euroshop aufgrund ihrer starken Marktposition eine günstige Gelegenheit im aktuell schwierigen Marktumfeld nutzen. Das Center nahe Berlin mit einer Mietfläche von 120.000 qm (davon 66.000 qm Verkaufsfläche) wird aktuell von 120 auf 180 Geschäfte erweitert. Die Erstkonsolidierung erfolgte bereits seit dem 1. Februar 2010.

Der Erwerb des A10 dürfte u.E. aber nicht die letzte Akquisition der Deutschen EuroShop für 2010 und 2011 gewesen sein. Die durchgeführte Kapitalerhöhung im Februar 2010 sowie die gute Verhandlungsposition gegenüber Banken ermöglichen einen hohen finanziellen Spielraum. Nach Unternehmensaussage betragen die frei verfügbaren liquiden Mittel aus der KE rund 100 Mio €. Zudem verfügt die Deutsche Euroshop über eine Kreditlinie von 100 Mio €, die um weitere 50 Mio € aufgestockt werden kann. Damit beträgt das mögliche weitere Investitionsvolumen ca. 250 Mio € und sichert größtmögliche Flexibilität bei Zukäufen. Die angestrebte Nettoanfangsrendite liegt bei 6%, wobei je nach

Lage und Ausstattung des Objekts auch Abschläge von 5% akzeptiert werden.

#### **Ausblick für 2010 bereits im Februar angehoben**

Aufgrund der Akquisition des A10 hob die Deutsche EuroShop bereits im Februar ihre Guidance für 2010 an (Abb. 3). Aus den bisherigen Bestandsobjekten erwartet die Deutsche EuroShop nur eine geringe Ertragsverbesserung. Der Anstieg der Mieten dürfte nach Unternehmensaussage unter dem in 2008 und 2009 erzielten Wachstum von 2% liegen, so dass der größte Teil des erwarteten Umsatz- und Ergebnisanstiegs auf die Erstkonsolidierung zurückzuführen sein dürfte.

**Abb. 3: Guidance 2010 und 2011**

<b>Deutsche EuroShop</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>
<b>Guidance</b>		
Revenue	139-142	149-152
EBIT	118-121	127-130
EBT	58-60	64-66
FFO per share	1,33-1,38	1,45-1,50

*M.M. Warburg Investment Research*

Hinsichtlich des Bewertungsergebnisses gehen wir in unseren konservativen Schätzungen von einem neutralen Ergebnis aus. Positive Bewertungseffekte aus Erstbewertungen könnten durch eine geringere Marktbewertung der Immobilien kompensiert werden. Angesichts der guten Portfolioqualität und der nach wie vor geringen Leerstandsquote könnte sich bei einer Stabilisierung der Marktpreise für Shopping Center aber auch ein insgesamt positiver Effekt ergeben.

#### **Bewertung**

Per Ende 2009 lag der ausgewiesene NAV der EuroShop bei 26,63 € je Aktie. Infolge der Kapitalerhöhung reduzierte er sich zum 31.3.2010 auf 25,95 €. Der aktuelle Abschlag zum NAV erscheint uns vor dem Hintergrund des stabilen Geschäftsmodells (durchschnittliches Wachstum der Funds from Operations von 7% p.a. seit 2005), dem möglichen Wachstumspotential sowie der Tatsache, dass die Eigenkapitalrendite über den von uns ermittelten Kapitalkosten liegt, nicht gerechtfertigt. Die Bewertung der Shopping Center mit der 17,2-fachen Miete – dies entspricht einer Mietrendite von 5,82% - ist u.E. angemessen.

Unsere Ergebnisschätzungen für 2011 (EBT, Nettogewinn) heben wir an und bekräftigen unsere Kauf-Empfehlung. Das Kursziel belassen wir bei 27€.

**Andreas Pläsier**



**Deutsche EuroShop**

ANDREAS PLAESIER, + 49 40 3282-2469

	12/2006	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	
<b>Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)</b>							
Umsatz	92,9	95,8	115,3	127,6	147,6	139,4	
Herstellungskosten	-10,4	-9,4	-6,0	-5,8	-8,6	-8,2	
Rohertrag	82,4	86,4	109,4	121,7	139,0	131,2	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-5,8	-6,1	-7,2	-7,2	-9,0	-9,1	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	9,7	-3,2	-4,1	-3,8	-4,3	-3,6	
EBITDA	86,3	77,2	98,1	110,7	125,7	118,5	
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	125,7	118,5	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	
Finanzergebnis	-41,0	-50,1	-48,2	-55,9	-60,4	-49,1	
Ergebnis vor Steuern	117,7	77,8	87,0	40,1	65,3	69,4	
EE-Steuern	-17,4	16,3	-18,1	-5,7	-10,4	-11,1	
(Steuerquote in %)	14,8	-21,0	20,8	14,3	16,0	16,0	
Jahresüberschuss	100,3	94,2	68,9	34,4	54,9	58,3	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	100,3	94,2	68,9	34,4	54,9	58,3	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,92	2,74	2,00	0,93	1,26	1,32	
<b>Wachstum (in%)</b>		<b>CAGR (06/11)</b>					
Umsatz	8,5 %	28,7	3,1	20,4	10,6	15,7	-5,5
EBITDA	6,5 %	50,2	-10,6	27,1	12,8	13,6	-5,8
EBIT	6,5 %	50,2	-10,6	27,1	12,8	13,6	-5,8
Jahresüberschuss	---	105,9	-6,1	-26,9	-50,1	59,7	6,2
<b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>							
Herstellungskostenquote	11,2	9,8	5,2	4,6	5,8	5,9	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,2	6,4	6,2	5,6	6,1	6,5	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
<b>Cash flow (in Mio €)</b>							
Brutto Cash flow	45,4	27,1	49,9	55,0	65,3	69,4	
Operativer Cash flow	45,4	27,1	49,9	55,0	65,3	69,4	
Investiver Cash flow	-70,5	-70,5	-100,0	-75,0	-75,0	-75,0	
Free Cash flow	-25,1	-43,4	-50,1	-20,0	-9,7	-5,6	
Cash earnings	45,4	27,1	49,9	55,0	65,3	69,4	
<b>Produktivität (in Tsd €)</b>							
Umsatz / Mitarbeiter	18.570,8	19.152,4	23.068,6	25.512,6	29.512,1	27.880,0	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	17.268,2	15.434,2	19.621,0	22.141,4	25.146,0	23.691,8	
<b>Rentabilität (in %)</b>							
EBITDA / Umsatz	93,0	80,6	85,1	86,8	85,2	85,0	
EBIT / Umsatz	93,0	80,6	85,1	86,8	85,2	85,0	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	126,7	81,3	75,4	31,4	44,3	49,8	
Jahresüberschuss / Umsatz	108,0	98,3	59,7	26,9	37,2	41,8	
EK-Rendite	12,6	10,9	8,0	3,7	5,9	6,2	
GK-Rendite	5,6	4,8	3,4	1,6	2,3	2,3	
ROCE	5,1	4,2	5,0	5,5	5,3	4,6	
<b>Bilanz (in Mio €)</b>							
Sachanlagen	1.452,0	1.658,2	1.897,8	1.991,0	2.356,0	2.498,2	
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Working capital	42,6	19,5	8,2	9,0	10,9	11,0	
Umlaufvermögen	143,3	137,2	52,9	92,0	25,9	26,0	
Capital employed (CE)	1.692,8	1.855,0	1.960,4	2.027,6	2.391,6	2.558,9	
Eigenkapital	796,3	860,8	860,5	921,3	928,5	938,2	
Eigenkapitalquote in %	44,3	43,6	42,9	43,6	38,9	36,8	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	926,7	1.226,5	1.336,0	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	926,7	1.226,5	1.336,0	
Gearing in %	92,4	101,2	103,6	100,6	132,1	142,4	
<b>Kurs St. am 04.05.2010: 22,77 €</b>							
<b>Bewertung</b>							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,92	2,74	2,00	0,93	1,26	1,32	
Cash Flow je Aktie (€)	1,32	0,79	1,45	1,52	1,50	1,57	
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	34,4	34,4	36,1	43,4	44,1	
KGV St.	9,0	9,6	11,5	23,2	18,0	17,2	
KCFV	19,8	33,5	15,9	14,2	15,1	14,5	
EV / Umsatz	20,19	21,38	16,92	15,52	15,85	17,99	
EV / EBITDA	21,7	26,5	19,9	17,9	18,6	21,2	
EV / EBIT	21,7	26,5	19,9	17,9	18,6	21,2	

## 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.

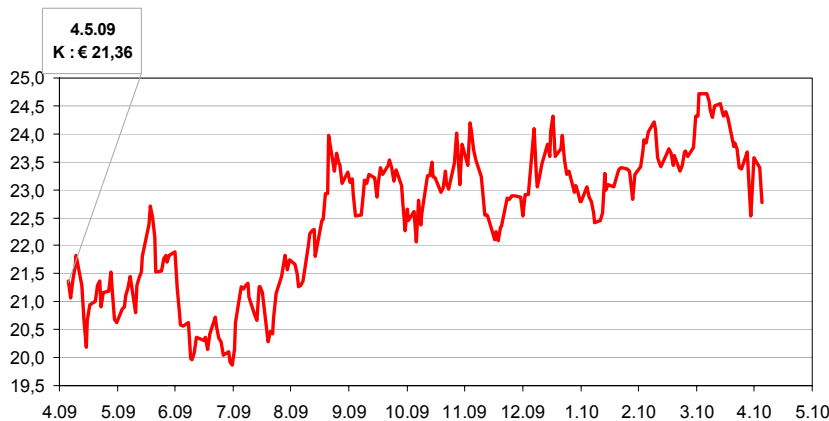
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

<b>Empfehlung</b>	<b>Anzahl Unternehmen</b>	<b>% des Universums</b>
Kaufen	119	57%
Halten	61	29%
Verkaufen	10	5%
Empf. ausgesetzt	20	10%
<b>Gesamt</b>	<b>210</b>	

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:

<b>Empfehlung</b>	<b>Anzahl Unternehmen</b>	<b>% des Universums</b>
Kaufen	91	63%
Halten	39	27%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	12	8%
<b>Gesamt</b>	<b>144</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie  
Deutsche EuroShop (DEQn.DE) am 4.5.10**



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.

