

Deutsche EuroShop

Halten Kursziel: 27,00 €

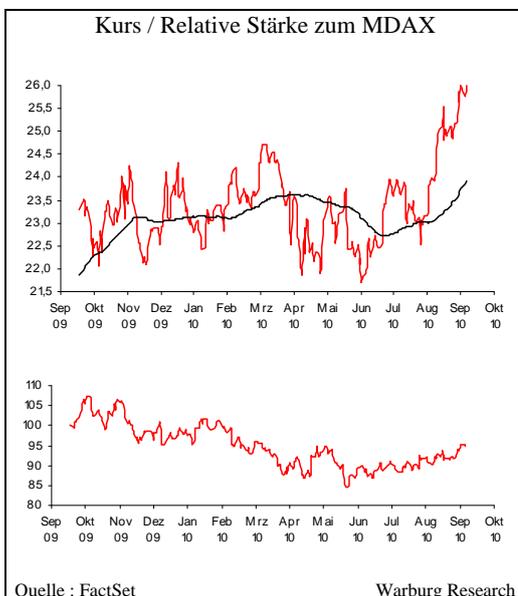
Immobilien

Bullet Points

 Bloomberg Code: DEQ
 ISIN: DE0007480204

 Kurs am 05.10.2010: 25,99 €
 Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 26,00/21,72 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	1.192,8 Mio €	Streubesitz	St. 82,0%	11.11.2010 :	Q3-Bericht
Anzahl Aktien	45,9 Mio	Familie Otto	St. 18,0%		
Gez. Kapital	45,9 Mio €				



in €	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
EPS (neu)	0,93	1,20	1,32	1,45
EPS (alt)	0,93	1,20	1,32	1,45
CFPS	1,49	1,43	1,58	1,73
Dividende	1,05	1,10	1,10	1,10

in Mio €	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
Umsatz	127,6	144,9	152,8	159,5
EBITDA	110,7	123,3	130,5	138,5
EBIT	110,7	123,3	130,5	138,5
Jahresüberschuss	34,4	54,0	60,8	66,6
Cash flow	55,0	64,3	72,4	79,3
ROCE (EBIT/CE)	5,5%	5,1%	5,1%	5,2%

	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e
KGv	23,2	21,7	19,7	17,9
KCFV	14,4	18,2	16,5	15,0
Div. rendite	4,9%	4,2%	4,2%	4,2%
EV/Umsatz	15,64	17,92	17,82	17,50
EV/EBITDA	18,0	21,1	20,9	20,2

Bewertung ehrgeizig – Herabstufung auf Halten

- Positives Sentiment bei der Fachmesse für Immobilien ExpoReal:** Nach mehreren Treffen mit Immobilienunternehmen, -kreditgebern und -entwicklern auf der ExpoReal in München sind wir der Ansicht, dass sich das Sentiment für Investitionen in Immobilien insgesamt verbessert hat. Insbesondere soliden Immobilienunternehmen wurden hier Portfolios (vorwiegend Projektentwicklungen) angeboten. So scheint es einige Möglichkeiten zu geben, bei günstigen Kaufpreisen weiter zu wachsen. Zudem sind insbesondere Investoren und Entwickler wieder zuversichtlicher, da die Nachfrage nach qualitativ hochwertigen Immobilien mit starken Cashflows weiter zugenommen hat (z.B. durch Versicherungsunternehmen). Unterstützt wird diese Einschätzung durch die aktuelle Entwicklung der Transaktionsvolumina z.B. in Deutschland. Jones Long La Salle rechnet 2010 mit einer Verdopplung der Transaktionsvolumina auf 20 Mrd. € nach knapp 12 Mrd. € nach 9 Monaten.
- DEQs Fokus sollte 2011 stärker auf der Optimierung des qualitativ hochwertigen Portfolios liegen:** Die Deutsche EuroShop hat antizyklisch investiert, da das Unternehmen für das Portfoliowachstum einen opportunistischen Ansatz nutzt. In den Jahren von 2007 bis 2009 hat DEQ keine Shoppingzentren erworben und ihre Beteiligungen nur leicht ausgebaut. Aufgrund der sichtbaren Nachfrage nach erstklassigen Shoppingzentren sind wir der Ansicht, dass das Unternehmen nach erfolgreichen Akquisitionen – wir erwarten eine weitere Akquisition in 2010 - im Jahr 2011 eher organisch durch Optimierungen und eine Expansion der vermietbaren Fläche des Portfolios wachsen wird.
- Herabstufung von Kaufen auf Halten – Kursziel von 27 € unverändert:** Nach der starken positiven Aktienkursperformance von 16% seit Juni sind wir fest davon überzeugt, dass das zusätzliche Kurspotenzial für die Aktie in den kommenden Monaten begrenzt sein sollte. Wir stufen die Aktie aus drei Gründen von Kaufen auf Halten herunter: a) Die Bewertung ist ehrgeizig, da das Unternehmen bereits zum errechneten NAV (MMWe: ~ 26 €) notiert. Ein signifikanter Aufschlag zum NAV (mehr als 5%) ist u.E. trotz der ausgezeichneten Managementqualität aktuell nicht gerechtfertigt. b) Das Unternehmen ist auf einem guten Weg, ihr Portfolio an Shoppingzentren mit einer weiteren Akquisition auszubauen, da zurzeit Verhandlungen über zwei Shoppingzentren geführt werden. Der erwartete Kaufpreis von 150 Mio. € bis 160 Mio. € kann durch DES' Kreditlinie von 150 Mio. € und die Liquidität von ca. 40 Mio. € finanziert werden. Da wir glauben, dass DEQ in 2011 zudem nur den Anteil an bestehenden Shoppingzentren ausweiten wird, rechnen wir in den nächsten 3 Monaten nicht mit einer Kapitalerhöhung. Aus diesem Grund könnten Investoren zögern, zum jetzigen Zeitpunkt in die Aktie zu investieren. c) Investoren, die auf der Suche nach einer hohen Dividendenausschüttung sind, haben noch genug Zeit für einen Wiedereinstieg in die Aktie, da die nächste Dividendenzahlung für Juni 2011 erwartet wird.

 ANDREAS PLAESIER
 Senior Analyst

 Tel.: +49 40 309537 - 246
 aplaesier@warburg-research.com

VERÖFFENTLICHT AM 06. OKTOBER 2010

	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010e	12/2011e	12/2012e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	95,8	115,3	127,6	144,9	152,8	159,5	
Herstellungskosten	-9,4	-6,0	-5,8	-8,2	-9,1	-9,4	
Rohertrag	86,4	109,4	121,7	136,7	143,6	150,1	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-6,1	-7,2	-7,2	-8,5	-9,1	-8,0	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	-3,2	-4,1	-3,8	-4,8	-4,0	-3,6	
EBITDA	77,2	98,1	110,7	123,3	130,5	138,5	
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	77,2	98,1	110,7	123,3	130,5	138,5	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	---	
Finanzergebnis	-50,1	-48,2	-55,9	-59,0	-58,1	-59,2	
Ergebnis vor Steuern	77,8	87,0	40,1	64,3	72,4	79,3	
EE-Steuern	16,3	-18,1	-5,7	-10,4	-11,6	-12,7	
(Steuerquote in %)	-21,0	20,8	14,3	16,1	16,0	16,0	
Jahresüberschuss	94,2	68,9	34,4	54,0	60,8	66,6	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	94,2	68,9	34,4	54,0	60,8	66,6	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,74	1,96	0,93	1,20	1,32	1,45	
Wachstum (in%)	CAGR (07/12)						
Umsatz	10,7 %	3,1	20,4	10,6	13,6	5,4	4,4
EBITDA	12,4 %	-10,6	27,1	12,8	11,4	5,8	6,2
EBIT	12,4 %	-10,6	27,1	12,8	11,4	5,8	6,2
Jahresüberschuss	---	-6,1	-26,9	-50,1	57,0	12,8	9,5
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)							
Herstellungskostenquote	9,8	5,2	4,6	5,7	6,0	5,9	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,4	6,2	5,6	5,9	6,0	5,0	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,3	72,4	79,3	
Operativer Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,3	72,4	79,3	
Investiver Cash flow	-70,5	-100,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	
Free Cash flow	-43,4	-50,1	-20,0	-10,7	-2,6	4,3	
Cash earnings	27,1	49,9	55,0	64,3	72,4	79,3	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	19.152,4	23.068,6	25.512,6	28.978,8	30.551,9	31.903,8	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	15.434,2	19.621,0	22.141,4	24.667,7	26.095,2	27.707,1	
Rentabilität (in %)							
EBITDA / Umsatz	80,6	85,1	86,8	85,1	85,4	86,8	
EBIT / Umsatz	80,6	85,1	86,8	85,1	85,4	86,8	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	81,3	75,4	31,4	44,4	47,4	49,7	
Jahresüberschuss / Umsatz	98,3	59,7	26,9	37,2	39,8	41,8	
EK-Rendite	10,9	8,0	3,7	5,1	5,7	6,3	
GK-Rendite	4,8	3,4	1,6	2,2	2,3	2,5	
ROCE	4,2	5,0	5,5	5,1	5,1	5,2	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	1.658,2	1.897,8	1.991,0	2.356,0	2.498,2	2.573,2	
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Working capital	19,5	8,2	9,0	14,9	15,3	15,8	
Umlaufvermögen	137,2	52,9	92,0	85,9	37,1	34,5	
Capital employed (CE)	1.855,0	1.960,4	2.027,6	2.395,6	2.563,9	2.639,9	
Eigenkapital	860,8	860,5	921,3	1.050,0	1.060,3	1.060,3	
Eigenkapitalquote in %	43,6	42,9	43,6	42,5	40,9	39,8	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	871,0	891,3	926,7	1.145,2	1.248,7	1.318,3	
Nettogesamverschuldung (+), -liquidität (-)	871,0	891,3	926,7	1.145,2	1.248,7	1.318,3	
Gearing in %	101,2	103,6	100,6	109,1	117,8	124,3	
Kurs St. am 05.10.2010: 25,99 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,74	1,96	0,93	1,20	1,32	1,45	
Cash Flow je Aktie (€)	0,79	1,42	1,49	1,43	1,58	1,73	
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	35,1	36,8	45,0	45,9	45,9	
KGV St.	9,6	11,8	23,2	21,7	19,7	17,9	
KCFV	33,5	16,2	14,4	18,2	16,5	15,0	
EV / Umsatz	21,38	17,06	15,64	17,92	17,82	17,50	
EV / EBITDA	26,5	20,1	18,0	21,1	20,9	20,2	
EV / EBIT	26,5	20,1	18,0	21,1	20,9	20,2	

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.