

Deutsche EuroShop

Immobilien

Halten Kursziel: 31,00 €

Update

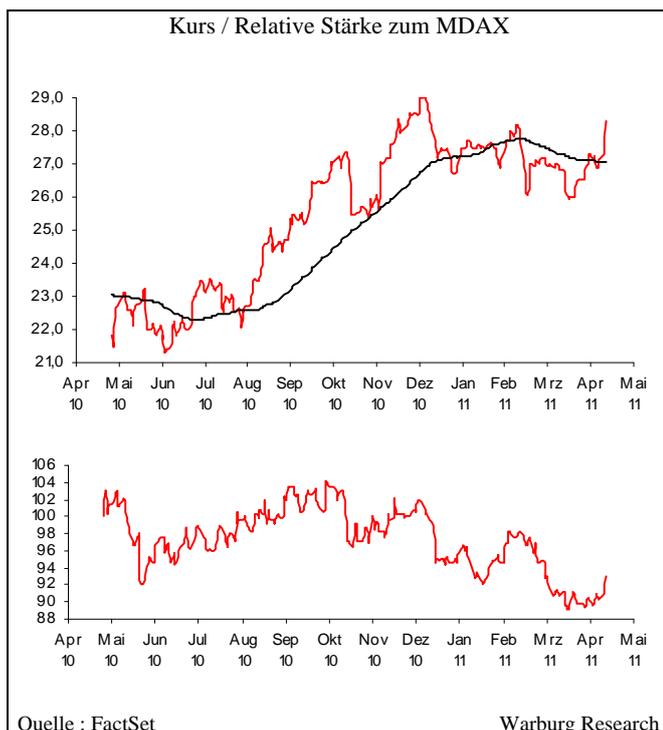
Bloomberg Code: DEQ
ISIN: DE0007480204

Kurs am 11.05.2011: 28,27 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 28,99/21,30 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	1.459,6 Mio €	Streubesitz	St. 82,0%	13.05.2011 :	Q1-Bericht
Anzahl Aktien	51,6 Mio	Familie Otto	St. 18,0%	16.06.2011 :	HV
Gez. Kapital	51,6 Mio €			11.08.2011 :	Q2-Bericht
				10.11.2011 :	Q3-Bericht

- **Akquisitionen und Erweiterung von Einkaufszentren tragen erste Früchte**
- **Preisanstieg für Einkaufszentren begrenzt vorläufig weitere Akquisitionen, es könnten sich jedoch in Zukunft neue Chancen ergeben**
- **Anhebung des Kursziels auf €31**

ANDREAS PLAESIER
Senior Analyst
Tel.: +49 40 309537 - 246
aplaesier@warburg-research.com



in €	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
EPS (neu)	0,93	1,80	1,34	1,44
EPS (alt)	0,93	1,17	1,28	1,38
CFPS	1,41	1,42	1,60	1,72
Dividende	1,05	1,10	1,10	1,20
in Mio €	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
Umsatz	127,6	144,2	190,5	203,3
EBITDA	110,7	123,1	163,7	177,5
EBIT	110,7	124,0	164,1	177,9
Jahresüberschuss	34,4	81,8	69,2	74,5
Cash flow	55,0	64,5	82,4	88,7
ROCE (EBIT/CE)	5,5%	4,3%	5,2%	5,6%
	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
KGV	22,8	13,3	21,1	19,6
KCFV	15,0	16,9	17,7	16,5
Div. rendite	5,0%	4,6%	3,9%	4,2%
EV/Umsatz	15,90	19,38	19,03	17,81
EV/EBITDA	18,3	22,7	22,1	20,4

Die Deutsche EuroShop spezialisiert sich auf Investments in Einkaufszentren und weist seit 2006 eine gute Entwicklung (ohne Bewertungseffekte) mit einem operativen Gewinnwachstum von 15% p. a. auf. Mit der opportunistischen Erweiterung des Einkaufszentrumsportfolios im Jahr 2010 hat das Unternehmen eine solide Grundlage für zusätzliches dynamisches Umsatz- und Gewinnwachstum in den Jahren 2011 und 2012 geschaffen. Weitere Akquisitionen sind derzeit eher unwahrscheinlich, da die Nachfrage der Investoren nach Einkaufszentren einen wesentlichen Rückgang der Nettoanfangsrendite bewirkt hat. Die von Deutsche EuroShop angestrebte Nettoanfangsrendite von 5,5% für Neuakquisitionen lässt sich daher u. E. nicht erreichen. Uns gefällt aber dennoch die opportunistische Vorgehensweise und die Disziplin von DEQs Management bei Akquisitionen, die die Grundlage für die erfolgreiche Equity Story sind. Daher konzentriert sich das Unternehmen 2011 wohl mehr auf die Optimierung des Einkaufszentrumsportfolios, wie z.B. den Abschluss der Erweiterung des Main-Taunus-Zentrums im Herbst. Weitere Investments - die wir aufgrund des starken Markennamens von DEQ auf dem Markt als zuverlässiger Investor nicht ausschließen - könnten sofort ergriffen werden, da das Unternehmen mit einer Kreditlinie von € 150 Mio., die ihm ein Investitionsvolumen von € 300 Mio. verschafft, in Bezug auf die Refinanzierung keinen Beschränkungen unterliegt. In der Zwischenzeit ermöglichen ein moderates Umsatzwachstum auf like-for-like Basis, möglicherweise niedrigere durchschnittliche Zinskosten und eine stärkere Weitergabe der Managementkosten für Shopping Center an die Mieter höhere Zuflüsse aus der laufenden Geschäftstätigkeit (WRe: FFO pro Aktie +14%). Wir heben unser Kursziel aufgrund der erwarteten positiven Entwicklung der Nettomietträge und möglicher Bewertungsgewinne infolge der Gesamtmarktentwicklung von €27 auf €31 an.

Starker Anstieg der Mieterträge und Ergebnisse bereits in Q1 erwartet

Wir rechnen mit einer Umsatzsteigerung von 28% auf €44,4 Mio., da DEQ das Main-Taunus-Zentrum, das Phoenix-Zentrum und das erworbene Billstedt-Zentrum in Q1 voll konsolidiert. Die **Objektbetriebs- und -verwaltungskosten** dürften sich auf ca. 12% der Umsatzerlöse belaufen. Das **Finanzergebnis** wird sich voraussichtlich um €1,5 Mio. auf €-15,3 Mio. reduzieren. Dies ist dem höheren Volumen von Bankdarlehen geschuldet, da das Unternehmen sein Portfolio über Akquisitionen und eine Senkung der Minderheitsanteile an mehreren Einkaufszentren ausgeweitet hat. Der Erwerb vom Billstedt-Center wird momentan mit Eigenkapital finanziert, weil noch ein Grundschuldbrief fehlt, der für die Refinanzierung über einen langfristigen Hypothekenkredit erforderlich ist. Wird dieses Problem gelöst, so ist ein weiterer Anstieg der Zinsausgaben im Verlauf des Jahres 2011 wahrscheinlich, da das Eigenka-

pital für die Dividendenzahlung genutzt wird. Dieser Effekt könnte durch niedrigere Zinskosten für die bestehenden Kredite ausgeglichen werden, da DEQ derzeit mit den Banken verhandelt, um Kredite, die bereits eine Laufzeit von 10 Jahren aufweisen, zu prolongieren.

Abb. 1: Preview Q1 2011

	Q1 2011e	Q1 2010	□ in %
Group			
P&L			
Sales	44.4	34.6	28%
EBIT	38.1	30.1	27%
Net Finance Costs	-18.2	-14.7	23%
Valuation Result	0.0	0.0	
EBT	20.0	15.4	30%
Net Profit	16.8	12.8	31%
FFO per share (€)	0.39	0.37	
EPS (€)	0.33	0.31	

Warburg Research

Da wir in Q1 noch nicht mit bedeutenden Bewertungseffekten rechnen, dürfte die Wachstumsdynamik von EBIT und EBT mit +27% bzw. +30% auf dem gleichen Niveau liegen wie das Umsatzwachstum.

Weiterhin solide Umsatzentwicklung der Einkaufszentren

Der Umsatz der Mieter in den DEQ-Einkaufszentren war 2010 nahezu stabil. Die Entwicklung verlief innerhalb der Einzelhandelsbranchen jedoch unterschiedlich. Der Umsatz bildete sich bei Kaufhäusern und Elektronikmärkten auf vergleichbarer Basis um 4,4% bzw. 3,1% zurück. Die Kaufhäuser litten unter einer gesunkenen Attraktivität, während die Umsätze der Elektronikmärkte sich aufgrund stärkerer Konkurrenz in Dresden zurückbildeten. Dagegen war die Performance in den Einzelhandelsbranchen Modetextilien (+5,5%), Schuhe & Lederwaren (+6,5%) sowie Sportartikel (+6,1%) im Jahr 2010 gut.

Ein Blick auf die Umsatzentwicklung in den Einkaufszentren zeigt, dass die neue Konkurrenz in Dresden mit dem Einkaufszentrum ELBEPARK und der Zentrum Galerie im Jahr 2010 einen Umsatzrückgang um rund 10% zur Folge hatte. Dieser Trend konnte jedoch gestoppt werden, und wir erwarten einen erneuten Anstieg des Umsatzes aufgrund der Ende März abgeschlossenen Erweiterung. Der Umsatz des Main-Taunus-Zentrums wird momentan durch Renovierung und Ausbau belastet, da ein Großteil der Parkplätze nicht zur Verfügung steht. Es dürfte sich hierbei jedoch nur um einen vorübergehenden Rückgang handeln.

Die Entwicklung in **Polen** ist stabil. Der Umsatz im Einkaufszentrum in Danzig legte um 4% zu. Das Zentrum in Breslau konnte seinen Umsatz nahezu stabilisieren. Eine

Erweiterung wäre hier nach Managementangaben erforderlich, lässt sich aufgrund der geografischen Lage jedoch nicht verwirklichen. Dennoch wurden 2010 höhere Mieteinkünfte erwirtschaftet. Der Einzelhandelsumsatz in **Ungarn** bildete sich um 2% bis 3% zurück, hat sich in den vergangenen Monaten allerdings stabilisiert. Das Einkaufszentrum hat seit November einen neuen großen Ankermieter, H&M, der zusätzliche Kunden anziehen und die Gesamtumsätze des Zentrums stützen dürfte.

Abb. 2: Einzelhandelsumsatz 2009 & 2010 der Einkaufszentren der DEQ

Retail sector	change in 2009	rent-to-sales		% of space
		ratio in %	% of sales	
Department stores	-7.7%	5.4	6.1	13.7
Food	-2.4%	6.2	10.7	7.3
Fashion textiles	-3.4%	11.6	28.6	36.5
Shoes & Leather Goods	-0.1%	13.2	4.9	6.4
Sports	0.0%	8.6	4.3	5.5
Health&Beauty	-1.4%	7.1	11.1	6.2
General Retail	-3.3%	9.9	10.7	10.9
Electronics	-1.2%	2.4	16	8.4
Services	4.1%	4.9	3.6	1.3
Food Catering	-3.7%	13.1	4.1	3.9
Total	-2.5%	8.3	100	100

Retail sector	change in 2010	rent-to-sales		% of space
		ratio in %	% of sales	
Department stores	-4.4%	5.1	7	14.3
Food	-0.4%	6.5	10.2	7
Fashion textiles	6.5%	10.9	27.9	34.7
Shoes & Leather Goods	5.5%	12.8	5.5	6.9
Sports	6.1%	8.2	4.7	5.5
Health&Beauty	-0.5%	7.4	10.7	6.3
General Retail	-0.2%	10.2	11	11.2
Electronics	-3.1%	2.5	15.2	8.5
Services	4.8%	5	3.6	1.4
Food Catering	-0.9%	13.2	4.2	4.2
Total	-2.5%	8.2	100	100

Warburg Research

Abb. 3: Mieterstruktur

Top 10 tenants	2009	2010
Metro-Group	4.6%	7.1%
Douglas-Group	4.6%	4.6%
Peek & Cloppenburg	2.5%	2.1%
H & M	2.5%	2.5%
New Yorker	2.2%	1.9%
Inditex	2.0%	1.8%
Deichmann	2.0%	1.8%
C & A	1.8%	2.0%
REWE		2.2%
dm-Drogeriemarkt	1.4%	
Esprit	1.3%	1.4%
Total	24.9%	27.4%

Warburg Research

Wettbewerbsstärken: Guter Finanzierungsmix und niedrigere durchschnittliche Finanzierungskosten in 2011

Es stehen 2011 keine wesentlichen Prolongationen auf regelmäßiger Basis an. DEQ will dennoch seine Finanzierungsstruktur optimieren und die aktuellen niedrigen Zinssätze für Kredite, die in den nächsten Jahren fällig werden, festschreiben. DEQ befindet sich deshalb in Verhandlungen mit mehreren Banken zur Prolongation von rund 7 Krediten mit einem Volumen von rund €240 Mio. Der neue Zinssatz wird möglicherweise zwischen 4,7% und 4,8% liegen (bisher: 5,38%). Da das Unternehmen bereits ein Kreditvolumen von €81 Mio. mit einem Zinssatz von 4,22% prolongiert hat, wird der Durchschnittssatz für den gesamten Kreditbestand u. E. weniger als 5%, durchschnittlich 4,85% betragen. Die positiven Auswirkungen der Kreditprolongationen im Jahr 2011 könnten sich auf €2 Mio. summieren.

Portfoliobewertung – Kurspotenzial

Die Neubewertung des Gesamtportfolios ergab im Jahr 2010 eine Wertsteigerung um +1,3% bzw. €33,1 Mio. Diese resultierte hauptsächlich aus der Bewertung des neu erworbenen A10-Zentrums (netto: €6,1 Mio.) und Bewertungsgewinnen aufgrund von Lucky Buys mit der Erhöhung von DEQs Anteil am City-Point Kassel (ca. €6 Mio.), der City-Arkaden in Wuppertal und dem MTZ (€4,7 Mio.).

Abb. 4: Darlehensstruktur 2009 & 2010

Interest Lockin	Duration	Principle	Share of	avg. interest rate
		amounts (€ths)	total loan	
Up to 1 year	1.0	13,399	1.4%	5.27%
1 to 5 years	4.3	424,071	45.7%	5.48%
5 to 10 years	7.8	382,151	41.1%	5.10%
Over 10 years	16.8	109,400	11.8%	5.06%
Total 2009	7.1	929,022	100.0%	5.27%
Total 2008	7.0	894,945		5.33%

Interest Lockin	Duration	Principle	Share of	avg. interest rate
		amounts (€ths)	total loan	
Up to 1 year	1.0	62,939	4.9%	3.30%
1 to 5 years	3.6	552,823	43.3%	5.38%
5 to 10 years	7.9	492,366	38.5%	4.96%
Over 10 years	14.3	169,200	13.2%	4.74%
Total 2010	6.5	1,277,328	100.0%	5.03%

Warburg Research

Die Bewertung erfolgt durch externe Schätzer, Feri Research und GfK GeoMarketing. Da das Rating auf einem gemischten Bewertungsansatz der Rentabilität und einem spezifischen Immobilienrating beruht, rechnen wir nicht mit wesentlichen Bewertungsveränderungen. Dennoch sehen wir Abwärtspotenzial für den Zinssatz aufgrund der positiven Auswirkung des Immobilienratings (Makrostandort, Objektqualität). Aus diesem Grund erscheint uns die Bewertungsrendite mit 5,83% als zu hoch in Anbetracht der steigenden Preise und einer Nettoanfangsrendite von unter 5,5%.

Abb. 5: Guidance

Deutsche EuroShop	2011	WRe	Consensus	2012	WRe	Consensus
<i>Guidance</i>						
Revenue	184-188	190.5	178.0	198-202	203.3	188.1
EBIT	157-161	164.1	159.7	169-173	177.9	170.0
EBT	75-78	82.4	103.4	84-87	88.7	101.6
FFO per share	1,48-1,52	1.60	1.51	1,60-1,64	1.72	1.54

Warburg Research; Thomson One

Opportunistischer Ansatz beim Portfoliowachstum

Uns gefällt die Disziplin der Deutschen EuroShop in Bezug auf die Portfolioausweitung. Von 2007 bis 2009 kaufte Deutsche EuroShop keine Einkaufszentren und baute seinen Anteil an bestehenden Beteiligungen nur geringfügig aus. Damals gab es aufgrund der Preisgestaltung und der Qualität der Einkaufszentren kein deutliches Wertsteigerungspotenzial, und die Nettoanfangsrendite lag unter dem Zielwert der Deutschen EuroShop ($\geq 5,5\%$).

Nach Ende der Finanzkrise ergaben sich mehrere Anlagemöglichkeiten, und DES konnte dank der folgenden Maßnahmen im Jahr 2010 wachsen:

- a) Erwerb des A10-Zentrums (Nähe von Berlin) und des Billstedt-Center (Hamburg).
- b) Aufstockung des bestehenden Anteils an mehreren Beteiligungen (Kassel, Wuppertal, Dresden, MTZ).
- c) Zudem baute das Unternehmen seine Einkaufszentren A10-Center, Dresden und das Main-Taunus-Zentrum aus.

Die Deutsche EuroShop begann sehr früh im Zyklus der Immobilienpreise mit dem Ausbau ihres Portfolios. Mittlerweile ist die Nachfrage nach Handelsimmobilien, insbesondere für Einkaufszentren in Deutschland, stark angestiegen, nachdem sich die Kernwirtschaftsdaten wie die Konsumausgaben und das BIP-Wachstum erholen. Dieser Trend setzte sich in Q1 fort. Laut Jones Lang LaSalle stieg der Umsatz bei Handelsimmobilien (Einkaufszentren, Baumärkte) von €5,4 Mrd. auf €8,0 Mrd. an. 60% dieses Umsatzes beziehen sich auf Einkaufszentren. Der regionale Schwerpunkt liegt auf Investitionen in Großbritannien (51%) und Deutschland (27%). Nach Angaben der Geschäftsführung ist es schwierig, in Deutschland Einkaufszentren mit einer Nettoanfangsrendite über dem Unternehmenszielwert von mindestens 5,5% zu erwerben. Das Management ist derzeit jedoch stark damit beschäftigt, die Verkäufer von Einkaufszentren von der hohen Ausführungssicherheit einer Transaktion mit DEQ zu überzeugen, die einen für DEQ akzeptablen Preis rechtfertigen könnte.

Bewertung

Die Aktien der Deutsche EuroShop notieren gegenwärtig mit einem Aufschlag auf den NAV von €26,16. Unseres Erachtens ist ein Aufschlag in Anbetracht der ausgezeichneten Erfolgsbilanz des Managements und des stabilen Eigenkapitals, sowie einer langfristigen Finanzierung, dank derer das Unternehmen weniger stark für externe Schocks am Kapitalmarkt anfällig ist, gerechtfertigt.

Unser Bewertungsmodell ergibt nun einen fairen gewichteten Wert von €31, der die positiven Auswirkungen von Akquisitionen, die zusätzlichen Mieteinnahmen aufgrund der Erweiterung (hohe Nettoanfangsrendite) und die niedrigeren durchschnittlichen Finanzierungskosten widerspiegelt. Zudem sind wir der Ansicht, dass die Bewertung von DEQs Immobilien die positive Preisentwicklung für Einkaufszentrumsobjekte nicht berücksichtigt.

Vor diesem Hintergrund heben wir unser **Kursziel von €27 auf €31** an. Wir bleiben bei unserer Empfehlung "Halten", da das von uns berechnete Aktienkurspotenzial von 9% nicht ausreichend ist für eine Hochstufung. Die DEQ-Aktie dürfte jedoch in Anbetracht der erwarteten allmählichen Anhebung der Dividende und einer sehr zuverlässigen operativen Performance wieder ins Blickfeld von Investoren geraten.

Andreas Pläsier

Abb. 6: Zusammensetzung Kursziel

€per share	Fair value		
Net asset value	28.78	33%	9.59
P/NAV-valuation	25.48	33%	8.49
Valuation yield	32.03	33%	10.68
Weighted fair value			31.06
Price target			31.00

Warburg Research

Abb. 7: Peer Group

Peer Group Company	NAV	Discount NAV	Dividend Yield 2011e	Market cap/ Total rental income 2011e
Capital Shopping Centres Group PLC	4.39	-9%	3.8%	9.4
Corio N.V. REIT	49.67	-3%	5.7%	9.2
Eurocommercial N.V.	34.43	2%	5.4%	9.5
IGD-Immobiliare Grande Distribuzione S.p.A.	2.50	-32%	5.0%	4.2
Klepierre S.A.	29.80	-6%	4.7%	5.4
Mercialys S.A.	25.82	14%	4.4%	17.1
Unibail-Rodamco S.A.	131.48	16%	5.3%	9.2
Average (closest comparable)		-3%	4.9%	9.1
DEQ	26.16	8%	3.9%	7.7

Warburg Research; Thomson One

Abb. 8: Bewertung

Share price (€)	28.27
No of shares (m)	51.6
Equity (market value) €m	1,460
Financial debt (€m)	1,395
short term assets (€m)	-38
= net debt (€m)	1,357
Enterprise value (€m)	2,817
Contractual rent (2011e) €m	191
NOI (€m)	164

Multipliers	
based on gross rent	14.8 x
based on NOI	17.2 x
Yield (%)	
based on gross rent	6.8%
based on NOI	5.8%

Profitability (%)	
FFO/Equity	6.5%
Cost of Capital	5.6%

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)	2,667	2,858	3,049	3,239	3,430	3,620	3,811
Debt (€m)	1,395	1,395	1,395	1,395	1,395	1,395	1,395
Equity (€m)	1,273	1,463	1,654	1,844	2,035	2,225	2,416
Fair value per share (€)	24.65	28.34	32.03	35.72	39.41	43.10	46.79

Warburg Research



Deutsche EuroShop

ANDREAS PLAESIER, + 49 40 309537 - 246

	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	95,8	115,3	127,6	144,2	190,5	203,3	
Herstellungskosten	-9,4	-6,0	-5,8	-7,3	-11,4	-12,0	
Rohertrag	86,4	109,4	121,7	136,9	179,1	191,3	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-6,1	-7,2	-7,2	-7,9	-11,4	-10,2	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	-3,2	-4,1	-3,8	-5,9	-4,0	-3,6	
EBITDA	77,2	98,1	110,7	123,1	163,7	177,5	
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	124,0	164,1	177,9	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	---	
Finanzergebnis	-50,1	-48,2	-55,9	-60,2	-81,6	-89,2	
Ergebnis vor Steuern	77,8	87,0	40,1	97,0	82,4	88,7	
EE-Steuern	16,3	-18,1	-5,7	-15,2	-13,2	-14,2	
(Steuerquote in %)	-21,0	20,8	14,3	15,7	16,0	16,0	
Jahresüberschuss	94,2	68,9	34,4	81,8	69,2	74,5	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	94,2	68,9	34,4	81,8	51,6	74,5	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,74	1,96	0,93	1,80	1,34	1,44	
Wachstum (in%)		CAGR (07/12)					
Umsatz	16,3 %	3,1	20,4	10,6	13,0	32,1	6,7
EBITDA	18,1 %	-10,6	27,1	12,8	11,2	33,0	8,5
EBIT	18,2 %	-10,6	27,1	12,8	12,0	32,3	8,4
Jahresüberschuss	---	-6,1	-26,9	-50,1	138,1	-36,9	44,3
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)							
Herstellungskostenquote	9,8	5,2	4,6	5,1	6,0	5,9	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,4	6,2	5,6	5,5	6,0	5,0	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,5	82,4	88,7	
Operativer Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,5	82,4	88,7	
Investiver Cash flow	-70,5	-100,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	
Free Cash flow	-43,4	-50,1	-20,0	-10,5	7,4	13,7	
Cash earnings	27,1	49,9	55,0	64,5	82,4	88,7	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	19.152,4	23.068,6	25.512,6	24.031,5	31.755,5	33.886,9	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	15.434,2	19.621,0	22.141,4	20.672,0	27.344,9	29.651,6	
Rentabilität (in %)							
EBITDA / Umsatz	80,6	85,1	86,8	85,4	85,9	87,3	
EBIT / Umsatz	80,6	85,1	86,8	86,0	86,1	87,5	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	81,3	75,4	31,4	67,3	43,3	43,6	
Jahresüberschuss / Umsatz	98,3	59,7	26,9	56,7	27,1	36,7	
EK-Rendite	10,9	8,0	3,7	6,5	4,1	5,9	
GK-Rendite	4,8	3,4	1,6	2,8	1,6	2,3	
ROCE	4,2	5,0	5,5	4,3	5,2	5,6	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	1.658,2	1.897,8	1.991,0	2.700,7	3.100,7	3.100,7	
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Working capital	19,5	8,2	9,0	162,3	10,5	10,8	
Umlaufvermögen	137,2	52,9	92,0	234,3	37,6	35,0	
Capital employed (CE)	1.855,0	1.960,4	2.027,6	2.891,6	3.165,5	3.166,6	
Eigenkapital	860,8	860,5	921,3	1.249,7	1.262,1	1.262,1	
Eigenkapitalquote in %	43,6	42,9	43,6	42,2	39,5	39,6	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.394,6	1.397,7	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.394,6	1.397,7	
Gearing in %	91,0	99,5	92,3	97,8	110,5	110,7	
Kurs St. am 11.05.2011: 28,27 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,74	1,96	0,93	1,80	1,34	1,44	
Cash Flow je Aktie (€)	0,79	1,42	1,41	1,42	1,60	1,72	
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	35,1	39,1	45,5	51,6	51,6	
KGV St.	9,4	11,5	22,8	13,3	21,1	19,6	
KCFV	32,9	15,9	15,0	16,9	17,7	16,5	
EV / Umsatz	21,20	16,93	15,90	19,38	19,03	17,81	
EV / EBITDA	26,3	19,9	18,3	22,7	22,1	20,4	
EV / EBIT	26,3	19,9	18,3	22,5	22,1	20,3	

Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH 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 der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse 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 oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse 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 und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen 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.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.



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

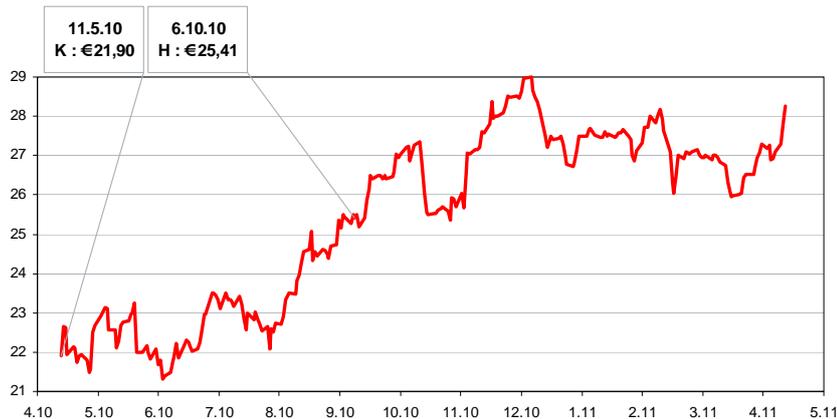
Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	116	64%
Halten	60	33%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	182	

Warburg 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	103	67%
Halten	47	31%
Verkaufen	2	1%
Empf. ausgesetzt	1	1%
Gesamt	153	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
Deutsche EuroShop (DEQn.DE) am 11.5.11



Quellen: Factset (Kurse) / Warburg Research

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch Warburg Research GmbH 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.



WARBURG RESEARCH

Warburg Research GmbH
 20095 Hamburg – Hermannstraße 9
 Tel.: (0) 40 / 309 537 – 0
 Fax: (0) 40 / 309 537 – 110
 Internet: www.warburg-research.com



M. M. WARBURG & CO

1798

M.M. Warburg & CO
 20095 Hamburg – Ferdinandstraße 75
 Tel.: (0) 40 / 32 82 – 0
 Fax: (0) 40 / 36 18 – 11 24
 Internet: www.mmwarburg.com

Aktien Research Report © Warburg Research GmbH

abgeschlossen am 16. Mai 2011

RESEARCH		
Geschäftsführung Research		
Christian Bruns	+49 40 309 537-253	cbruns@warburg-research.com
Henner Rüschmeier	+49 40 309 537-270	hrueschmeier@warburg-research.com
Automobil, Zulieferer, Stahl, Bau		
Frank Laser	+49 40 309 537-235	flaser@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309 537-259	mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309 537-254	bvoss@warburg-research.com
Banken, Finanzdienst., Immobilien		
Torsten Klingner	+49 40 309 537-260	tklingner@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309 537-246	aplasier@warburg-research.com
Chemie, Gesundheit, Pharma		
Ulrich Huwald	+49 40 309 537-255	uhuwald@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309 537-250	oschwarz@warburg-research.com
Handel, Konsum		
Jörg Philipp Frey	+49 40 309 537-258	jfrey@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309 537-257	tkleibauer@warburg-research.com
Maschinenbau		
Eggert Kuls	+49 40 309 537-256	ekuls@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309 537-220	trau@warburg-research.com
Software, IT		
Felix Ellmann	+49 40 309 537-120	fellmann@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309 537-140	awolf@warburg-research.com
Technologie		
Malte Schaumann	+49 40 309 537-170	mschaumann@warburg-research.com
Telekom., Internet, Medien		
Jochen Reichert	+49 40 309 537-130	jreichert@warburg-research.com
Susanne Schwartze	+49 40 309 537-155	sschwartze@warburg-research.com
Versorger, Erneuerbare Energien		
Christopher Rodler	+49 40 309 537-290	crodler@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309 537-150	swulf@warburg-research.com
Produktion		
Daniel Bonn	+49 40 309 537-205	dbonn@warburg-research.com
Markus Pähler	+49 40 309 537-221	mpaehler@warburg-research.com
Adresse: Warburg Research GmbH, Hermannstr. 9, 20095 Hamburg		

EQUITIES		
INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN		
Holger Nass	+49 40 3282-2669	hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch	+49 40 3282-2667	calisch@mmwarburg.com
Cynthia Chavanon	+49 40 3282-2630	cchavanon@mmwarburg.com
Robert Conredel	+49 40 3282-2633	rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch	+49 40 3282-2696	mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun	+49 40 3282-2695	mkriszun@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder	+49 40 3282-2692	drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann	+49 40 3282-2665	mschumann@mmwarburg.com
Julian Straube	+49 40 3282-2666	jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger	+49 40 3282-2635	pstumpfegger@mmwarburg.com
Andreas Wessel	+49 40 3282-2663	awessel@mmwarburg.com
SALES TRADING		
Oliver Merkel	+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 & CO, Ferdinandstr. 75, 20095 Hamburg		