

# Deutsche EuroShop

Halten Kursziel: 31,00 €

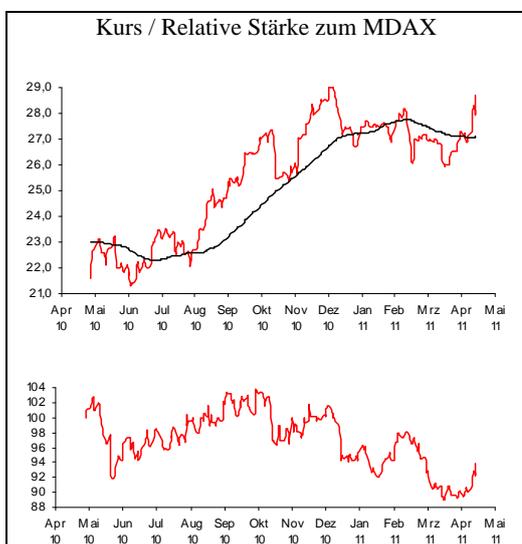
## Immobilien

### Bullet Points

 Bloomberg Code: DEQ  
 ISIN: DE0007480204

 Kurs am 13.05.2011: 28,71 €  
 Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 28,99/21,30 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	1.482,1 Mio €	Streubesitz	St. 82,0%	16.06.2011:	HV
Anzahl Aktien	51,6 Mio	Familie Otto	St. 18,0%	11.08.2011:	Q2-Bericht
Gez. Kapital	51,6 Mio €			10.11.2011:	Q3-Bericht



Quelle: FactSet

Warburg Research

in €	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
EPS (neu)	0,93	1,80	1,33	1,44
EPS (alt)	0,93	1,80	1,34	1,44
CFPS	1,41	1,42	1,59	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	190,7	203,5
EBITDA	110,7	123,1	164,3	177,7
EBIT	110,7	124,0	164,7	178,1
Jahresüberschuss	34,4	81,8	68,9	74,5
Cash flow	55,0	64,5	82,1	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	21,5	19,9
KCFV	15,0	16,9	18,1	16,7
Div. rendite	5,0%	4,6%	3,8%	4,2%
EV/Umsatz	15,90	19,38	19,13	17,90
EV/EBITDA	18,3	22,7	22,2	20,5

## Starkes Wachstum in Q1

- Gute Wachstumsdynamik aufgrund attraktiver Akquisitionen und der Expansion der Einkaufszentren:** Mit €44,4 Mio. entsprachen die **Nettomieteinnahmen** exakt unserer Erwartung. Das Wachstum von 28% wurde insbesondere durch DEQs aggressive bereits 2010 begonnene Portfolioexpansion getragen. Das **EBIT** lag mit €38,6 Mio. über unserer Schätzung (€38,1 Mio.), da sich die Immobilienbetriebskosten und Managementkosten nur auf 10% vom Gesamtumsatz beliefen (WRe: ~12%). Das sonstige operative Ergebnis fiel mit €-1,5 Mio. leicht niedriger als erwartet aus. Das **EBT** von €19,1 Mio. blieb aufgrund eines höher als antizipierten Anstiegs der Finanzierungskosten auf €19,1 Mio. hinter unseren Erwartungen zurück. Der darin enthaltene Zinsaufwand von €15,3 Mio. resultiert nur auf den Anstieg des Kreditvolumens bedingt durch die Portfolioausweitung. Der durchschnittlich gezahlte Zinssatz von 5,03% sollte sich durch Prolongationen im Geschäftsjahr 2011 um mindestens 15bp verringern. Allerdings haben sich die Finanzierungskosten der Minderheitenanteile knapp auf €3,9 Mio. verdoppelt. Dies sollte als Run-Rate für die nächsten Quartale gesehen werden.

In Mio. €	Q1 2011	Q1 2011e	Q1 2010	+/- in %
<b>P&amp;L</b>				
Umsatz	44,4	44,4	34,6	28%
EBIT	38,6	38,1	30,1	28%
Finanzergebnis	-19,1	-18,2	-14,7	n.a.
Bewertungsergebnis	-0,4	0,0	0,0	n.a.
EBT	19,1	20,0	15,4	24%
Nettoergebnis	16,0	16,8	12,8	25%
FFO pro Aktie (€)	0,38	0,39	0,34	11%
EPS (€)	0,31	0,33	0,28	10%

Warburg Research

- Weitere Akquisitionen schwierig, aber nicht unmöglich:** Wir erkennen ein etwas positiveres Wording des Managements hinsichtlich zusätzlicher Akquisitionen. Unseres Erachtens würde der Abschluss einer Transaktion mit einer Nettoanfangsrendite von > 5,5% den Aktienkurs mittelfristig stützen.
- Bewertung bietet nur wenig Kurspotenzial:** Der NAV erhöhte sich in Q1 um 2% auf €26,64 je Aktie. Dieser Anstieg ist auf den positiven Einfluss von Bewertungsgewinnen auf Cashflow-Absicherungen und das gute Nettoergebnis in Q1 zurückzuführen. Unsere Bewertungsmodelle indizieren einen gewichteten fairen Wert von durchschnittlich €31. Vorerst bestätigen wir unsere Halten-Empfehlung und unser Kursziel von €31.

 ANDREAS PLAESIER  
 Senior Analyst

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

	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e	
<b>Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)</b>							
Umsatz	95,8	115,3	127,6	144,2	190,7	203,5	
Herstellungskosten	-9,4	-6,0	-5,8	-7,3	-10,5	-12,1	
Rohertrag	86,4	109,4	121,7	136,9	180,2	191,4	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-6,1	-7,2	-7,2	-7,9	-11,3	-10,2	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	-3,2	-4,1	-3,8	-5,9	-4,6	-3,6	
EBITDA	77,2	98,1	110,7	123,1	164,3	177,7	
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	164,7	178,1	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	---	
Finanzergebnis	-50,1	-48,2	-55,9	-60,2	-82,6	-89,4	
Ergebnis vor Steuern	77,8	87,0	40,1	97,0	82,1	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	68,9	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	1,33	1,44	
<b>Wachstum (in%)</b>	<b>CAGR (07/12)</b>						
Umsatz	16,3 %	3,1	20,4	10,6	13,0	32,3	6,7
EBITDA	18,1 %	-10,6	27,1	12,8	11,2	33,5	8,1
EBIT	18,2 %	-10,6	27,1	12,8	12,0	32,8	8,1
Jahresüberschuss	---	-6,1	-26,9	-50,1	138,1	-36,9	44,3
<b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>							
Herstellungskostenquote	9,8	5,2	4,6	5,1	5,5	5,9	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,4	6,2	5,6	5,5	5,9	5,0	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
<b>Cash flow (in Mio €)</b>							
Brutto Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,5	82,1	88,7	
Operativer Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,5	82,1	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	7,1	13,7	
Cash earnings	27,1	49,9	55,0	64,5	82,1	88,7	
<b>Produktivität (in Tsd €)</b>							
Umsatz / Mitarbeiter	19.152,4	23.068,6	25.512,6	24.031,5	31.784,2	33.916,0	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	15.434,2	19.621,0	22.141,4	20.672,0	27.448,7	29.677,5	
<b>Rentabilität (in %)</b>							
EBITDA / Umsatz	80,6	85,1	86,8	85,4	86,2	87,3	
EBIT / Umsatz	80,6	85,1	86,8	86,0	86,4	87,5	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	81,3	75,4	31,4	67,3	43,0	43,6	
Jahresüberschuss / Umsatz	98,3	59,7	26,9	56,7	27,1	36,6	
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	
<b>Bilanz (in Mio €)</b>							
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	62,2	35,0	
Capital employed (CE)	1.855,0	1.960,4	2.027,6	2.891,6	3.140,6	3.166,6	
Eigenkapital	860,8	860,5	921,3	1.249,7	1.261,8	1.261,8	
Eigenkapitalquote in %	43,6	42,9	43,6	42,2	39,5	39,5	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.370,0	1.397,7	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.370,0	1.397,7	
Gearing in %	91,0	99,5	92,3	97,8	108,6	110,8	
<b>Kurs St. am 13.05.2011: 28,71 €</b>							
<b>Bewertung</b>							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,74	1,96	0,93	1,80	1,33	1,44	
Cash Flow je Aktie (€)	0,79	1,42	1,41	1,42	1,59	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	21,5	19,9	
KCFV	32,9	15,9	15,0	16,9	18,1	16,7	
EV / Umsatz	21,20	16,93	15,90	19,38	19,13	17,90	
EV / EBITDA	26,3	19,9	18,3	22,7	22,2	20,5	
EV / EBIT	26,3	19,9	18,3	22,5	22,1	20,5	

**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.