



Deutsche EuroShop

Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 28,00 €

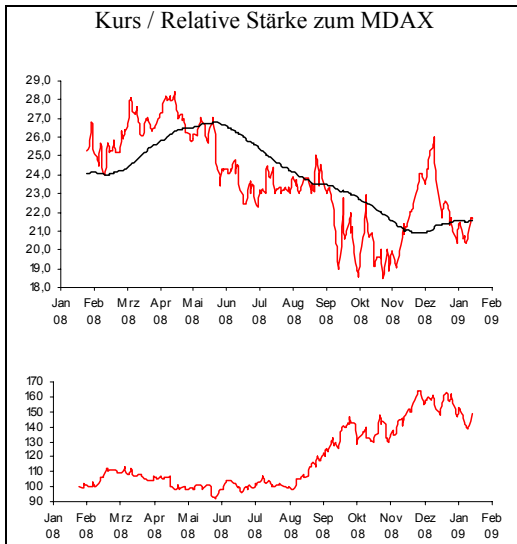
Immobilien

Bullet Points

Bloomberg Code: DEQ GY Equity
ISIN: DE0007480204

Kurs am 10.02.2009: 21,60 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 28,40/18,50 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	742,5 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	24.04.2009 :	Ergebnis 2008
Anzahl Aktien	34,4 Mio	Familie Otto	St. 19,3%	14.05.2009 :	Ergebnis Q1 2009
Gez. Kapital	22,0 Mio €			30.06.2009 :	HV
				13.08.2009 :	Ergebnis Q2 2009
				12.11.2009 :	Ergebnis Q3 2009



Quelle : FactSet M.M. Warburg Investment Research

in €	2007	2008e	2009e	2010e
EPS (neu)	2,74	2,00	1,42	1,42
EPS (alt)	2,74	1,39	1,48	1,48
CFPS	0,79	1,46	1,50	1,50
Dividende	1,05	1,10	1,15	1,15

in Mio €	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	95,8	115,3	125,3	129,7
EBITDA	77,2	98,2	105,4	106,0
EBIT	77,2	98,2	105,4	106,0
Jahresüberschuss	94,2	68,7	48,8	48,8
Cash flow	27,1	50,0	51,6	51,6
ROCE (EBIT/CE)	4,2%	5,3%	5,6%	5,5%

	2007	2008e	2009e	2010e
KGV	10,0	11,9	15,2	15,2
KCFV	34,6	16,4	14,4	14,4
Div. rendite	3,9%	4,6%	5,3%	5,3%
EV/Umsatz	19,63	15,34	13,47	13,42
EV/EBITDA	24,4	18,0	16,0	16,4

Anhebung der 2009er Guidance

- Ergebnis 2008 besser als erwartet:** Bisher unbeeinflusst von der grassierenden Wirtschafts- und Finanzkrise entwickelt sich die Umsatz- und Ertragslage der Deutschen EuroShop weiterhin gut. Im Geschäftsjahr 2008 wuchs der Umsatz um 20% auf 115,3 Mio € (MMWe: 114 Mio €). Ursächlich hierfür waren Erstkonsolidierungseffekte neuer Shoppingcenter (Danzig, Hameln, Passau), aber auch ein sehr gesundes like-for-like Wachstum von 2%. Das EBIT legte überproportional um 27% auf 98,2 Mio € zu (MMWe: 94,7 Mio €). Nach Finanzierungskosten verblieb ein operatives EBT von rund 50 Mio €. Positiv wirkten zudem Bewertungseffekte in Höhe von 36,7 Mio € (MMWe: 10,4 Mio €). Das Ergebnis nach Steuern lag damit bei 68,7 Mio € (MMWe: 47,9 Mio €), der NAV erreichte 27,44 € je Aktie (2007: 26,91 €).
- Guidance 2009 angehoben:** Auf der Grundlage der sehr soliden Entwicklung im Jahr 2008 konnte das Management sogar die Guidance für das laufende Jahr anheben. Für den Umsatz wird nunmehr ein Wachstum von rund 10% auf 125-128 Mio € avisiert (bisher: 119-121 Mio €), das EBIT soll um 8% auf 105-108 Mio € wachsen (bisher: 100-102 Mio €) und das operative EBT (ohne Bewertungs- und Währungseffekte) wird in einer Bandbreite von 50-52 Mio € erwartet. Da die operative Entwicklung des Shoppingcenter-Portfolios sehr gut abzuschätzen ist (Leerstand <1%), haben wir unsere Schätzungen entsprechend angepasst. Etwas vorsichtiger als bisher sind wir indessen im Hinblick auf weitere Bewertungsgewinne, die wir für die kommenden Jahre deutlich niedriger als in den Vorjahren angesetzt haben (jeweils 6 Mio € 2009e und 2010e). Bei einzelnen Centern sind auch Abwertungen sicherlich nicht ausgeschlossen, in der Summe halten wir die Bewertung jedoch für angemessen.
- Aktie hat Bewertungsspielraum nach oben:** Die Center sind derzeit mit dem rund 17,9-fachen des NOI (106 Mio €) oder dem 14,9-fachen der Jahresmiete (120 Mio €) bewertet. Die Mietrendite liegt damit bei 5,9% bzw. 6,7%. In Anbetracht der hohen Qualität der Immobilien und der sicheren Cashflows aus den Objekten ist eine Überbewertung damit unwahrscheinlich. Aus unserer Sicht besteht somit kein Grund, warum die Aktie deutlich unter ihrem NAV notieren sollte. Sicherlich belastet derzeit die restriktive Kreditvergabe der Banken entscheidend das Sentiment für Immobilienaktien. Vor diesem Hintergrund muss deutlich auf den sehr begrenzten Refinanzierungsbedarf der EuroShop hingewiesen werden. Nach Unternehmensangaben sind von den gesamten Bankverbindlichkeiten in Höhe von 875 Mio € in den Jahren 2009-2012 nur 76 Mio € zu prolongieren. Darüber hinaus werden in diesem Zeitraum bis Ende 2012 knapp 50 Mio € planmäßig aus dem laufenden Cashflow getilgt, womit sich die sehr soliden Bilanzkennziffern (EK-Quote: 49%, LTV: 47,4%) weiter verbessern.

RALF DIBBERN
Senior Analyst

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

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)						
Umsatz	72,1	92,9	95,8	115,3	125,3	129,7
Herstellungskosten	-7,9	-10,4	-9,4	-8,4	-11,8	-12,1
Rohertrag	64,3	82,4	86,4	106,9	113,6	117,6
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-4,5	-5,8	-6,1	-7,3	-7,3	-7,5
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---
Sonst. betriebl. Ergebnis	-2,3	9,7	-3,2	-1,4	-0,9	-4,1
EBITDA	57,5	86,3	77,2	98,2	105,4	106,0
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	57,5	86,3	77,2	98,2	105,4	106,0
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	---	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6
Finanzergebnis	-39,3	-41,0	-50,1	-48,2	-53,8	-54,4
Ergebnis vor Steuern	68,1	117,7	77,8	86,7	58,1	58,1
EE-Steuern	-19,4	-17,4	16,3	-18,0	-9,3	-9,3
(Steuerquote in %)	28,5	14,8	-21,0	20,8	16,0	16,0
Jahresüberschuss	48,7	100,3	94,2	68,7	48,8	48,8
Jahresüberschuss nach Minderheiten	48,7	100,3	94,2	68,7	48,8	48,8
Ergebnis je Aktie (St.)	1,42	2,92	2,74	2,00	1,42	1,42
Wachstum (in %)	CAGR (05/10)					
Umsatz	12,5 %	17,4	28,7	3,1	20,4	8,7
EBITDA	13,0 %	15,6	50,2	-10,6	27,3	7,3
EBIT	13,0 %	15,6	50,2	-10,6	27,3	7,3
Jahresüberschuss	0,0 %	75,6	105,9	-6,1	-27,0	-29,0
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)						
Herstellungskostenquote	10,9	11,2	9,8	7,3	9,4	9,3
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,2	6,2	6,4	6,3	5,8	5,8
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---
Cash flow (in Mio €)						
Brutto Cash flow	---	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6
Operativer Cash flow	---	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6
Investiver Cash flow	---	-70,5	-70,5	-100,0	0,0	-75,0
Free Cash flow	---	-25,1	-43,4	-50,0	51,6	-23,4
Cash earnings	---	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6
Produktivität (in Tsd €)						
Umsatz / Mitarbeiter	14.424,2	18.570,8	19.152,4	23.060,0	25.067,7	25.939,2
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---
EBIT / Mitarbeiter	11.499,4	17.268,2	15.434,2	19.640,0	21.077,4	21.206,8
Rentabilität (in %)						
EBITDA / Umsatz	79,7	93,0	80,6	85,2	84,1	81,8
EBIT / Umsatz	79,7	93,0	80,6	85,2	84,1	81,8
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	94,5	126,7	81,3	75,2	46,4	44,8
Jahresüberschuss / Umsatz	67,5	108,0	98,3	59,6	38,9	37,6
EK-Rendite	6,7	12,6	10,9	7,7	5,4	5,2
GK-Rendite	3,2	5,6	4,8	3,4	2,4	2,3
ROCE	4,7	5,2	4,2	5,3	5,6	5,5
Bilanz (in Mio €)						
Sachanlagen	1.210,2	1.623,8	1.806,4	1.843,1	1.849,6	1.931,1
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Working capital	-4,4	-4,2	-5,5	-6,6	-8,5	-16,3
Umlaufvermögen	216,6	143,3	137,1	135,9	148,0	0,0
Capital employed (CE)	1.223,1	1.663,7	1.825,8	1.861,5	1.866,1	1.939,8
Eigenkapital	724,7	796,3	860,8	891,7	901,0	930,2
Eigenkapitalquote in %	46,9	44,3	43,6	44,3	44,4	43,8
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	467,1	683,7	787,0	791,7	785,8	830,1
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	467,1	683,7	787,0	791,7	785,8	830,1
Gearing in %	64,5	85,9	91,4	88,8	87,2	89,2
Kurs St. am 10.02.2009: 21,60 €						
Bewertung						
Gewinn je Aktie St. (€)	1,42	2,92	2,74	2,00	1,42	1,42
Cash Flow je Aktie (€)	0,00	1,32	0,79	1,46	1,50	1,50
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4
KGV St.	15,5	9,3	10,0	11,9	15,2	15,2
KCFV	high	20,5	34,6	16,4	14,4	14,4
EV / Umsatz	---	18,85	19,63	15,34	13,47	13,42
EV / EBITDA	---	20,3	24,4	18,0	16,0	16,4
EV / EBIT	---	20,3	24,4	18,0	16,0	16,4

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.