

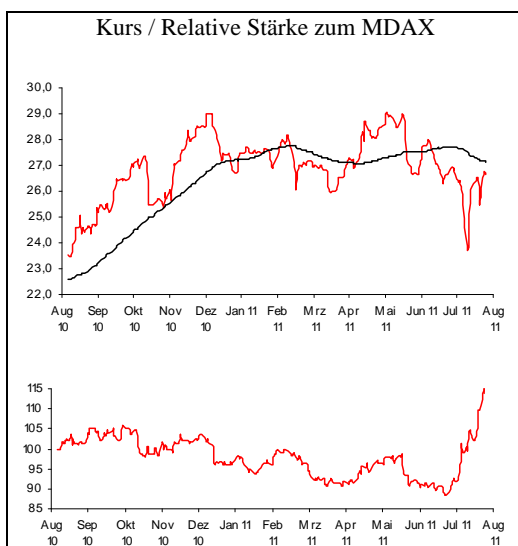
# Deutsche EuroShop

**Kaufen Kursziel: 30,00 €**
**Immobilien**
**Bullet Points**

 Bloomberg Code: DEQ  
 ISIN: DE0007480204

 Kurs am 23.08.2011: 26,67 €  
 Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 29,06/22,08 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	1.377,0 Mio €	Streubesitz	St. 82,0%	10.11.2011 :	Q3-Bericht
Anzahl Aktien	51,6 Mio	Familie Otto	St. 18,0%		
Gez. Kapital	51,6 Mio €				



Quelle : FactSet Warburg Research

in €	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
EPS (neu)	0,93	1,80	0,40	1,36
EPS (alt)	0,93	1,80	1,33	1,44
CFPS	1,41	1,42	1,48	1,67
Dividende	1,05	1,10	1,10	1,20

in Mio €	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
Umsatz	127,6	144,2	188,2	200,9
EBITDA	110,7	123,1	161,6	173,6
EBIT	110,7	124,0	162,0	174,0
Jahresüberschuss	34,4	81,8	20,4	70,3
Cash flow	55,0	64,5	76,6	86,4
ROCE (EBIT/CE)	5,5%	4,3%	5,1%	5,4%

	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
KGV	22,8	13,3	67,5	19,6
KCFV	15,0	16,9	18,0	15,9
Div. rendite	5,0%	4,6%	4,1%	4,5%
EV/Umsatz	15,90	19,38	18,90	17,68
EV/EBITDA	18,3	22,7	22,0	20,5

## Niedrigere FFO-Guidance für 2011 durch mögliche Änderung der Besteuerung

- Anpassung der FFO-Guidance für 2011 erforderlich:** Die Deutsche EuroShop muss ihre FFO-Guidance für 2011 von €1,48- €1,52 auf €1,40 - €1,44 je Aktie reduzieren. Bislang hat die Deutsche EuroShop keine Gewerbesteuer gezahlt, da das Unternehmen die „erweiterte gewerbesteuerliche Kürzung“ in Anspruch genommen hatte, die seit vielen Jahren von der Finanzverwaltung anerkannt wird. Aufgrund des Ende April 2011 im Bundessteuerblatt veröffentlichten neuen Urteils des Bundesfinanzhofes (BFH) besteht nun das Risiko, dass sich DEQs Besteuerung in Zukunft ändern wird. Sollten die Steuerbehörden dieses Urteil auf die DEQ anwenden, muss das Unternehmen Gewerbesteuer zahlen. Nach Angaben der DEQ wären die Zinszahlungen für eine AG im Zusammenhang mit ihrer Beteiligung an einer Asset Management Immobilienpartnerschaft in Zukunft steuerlich nicht absetzbar.
- Welche Auswirkung hätte dies auf DEQs GuV?** Erstens muss die DEQ in 2011 eine Rückstellung von €6,1 Mio. bilden, durch die sich der FFO je Aktie um 12 Cent verringert. Diese Rückstellung würde 2011 und die Vorjahre betreffen und wäre liquiditätswirksam. Die Höhe für 2011 wird auf €1,5 Mio. bis €2 Mio. geschätzt, was eine mögliche Run Rate sein könnte, wenn a) DEQ nicht den Firmensitz von Hamburg auf andere Städte in Deutschland oder in das Ausland verlegt und b) der Umfang der Finanzierungskosten stabil ist. Unseres Erachtens ist diese Belastung nicht erheblich und stellt nur 2,4% des für 2012 erwarteten FFO dar. Zweitens würde das Bewertungsergebnis in 2011 in einem Worst-Case-Szenario durch die Gewerbesteuerpflichtung und latente Steuerrückstellungen, die deutlich ausgeweitet werden müssten, mit €85 Mio. bis €90 Mio. belastet.
- Operative Performance besser als erwartet – Eine Verlegung von DEQs Firmensitz sollte die mögliche Steuerbelastung verringern:** Die Reduzierung der FFO-Bandbreite um nur 8 Cent je Aktie ist niedriger als die erwartete FFO-Reduzierung von 12 Cent bedingt durch die Steuerzahlungen in 2011. Dies impliziert, dass die operative Performance in 2011 solide und besser als die bisherige Guidance ist. Wir reduzieren unsere bisherige FFO-Schätzung von €1,60 je Aktie um die erwähnte Steuerbelastung und bereinigen sie um verschiedene kleinere Effekte. Daraus ergibt sich ein FFO von €1,46. Die Reduzierung unseres Kursziels (von €31 auf €30) resultiert aus dem berücksichtigten möglichen negativen Bewertungseffekt. Nichtsdestotrotz sind wir der Ansicht, dass das Management nach Möglichkeiten für eine Verringerung der Gewerbesteuer suchen wird. So würde sich die zusätzliche Belastung z.B. durch eine Verlegung des Unternehmens von Hamburg nur 25 km in den Osten fast halbieren. Da die starke operative Wachstumsperformance davon unberührt bleibt, dürfte DEQ u.E. auch weiterhin eine attraktive Dividende zahlen, die zumindest für die gezahlten Ausschüttungen bis 2014 steuerfrei ist. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung.

 ANDREAS PLAESIER  
 Senior Analyst

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

VERÖFFENTLICHT AM 24. AUGUST 2011

	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	188,2	200,9	
Herstellungskosten	-9,4	-6,0	-5,8	-7,3	-10,3	-11,9	
Rohertrag	86,4	109,4	121,7	136,9	177,9	189,0	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-6,1	-7,2	-7,2	-7,9	-11,0	-11,1	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	-3,2	-4,1	-3,8	-5,9	-5,3	-4,4	
EBITDA	77,2	98,1	110,7	123,1	161,6	173,6	
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	162,0	174,0	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	---	
Finanzergebnis	-50,1	-48,2	-55,9	-60,2	-79,3	-85,5	
Ergebnis vor Steuern	77,8	87,0	40,1	97,0	31,8	88,4	
EE-Steuern	16,3	-18,1	-5,7	-15,2	-11,4	-18,2	
(Steuerquote in %)	-21,0	20,8	14,3	15,7	35,8	20,5	
Jahresüberschuss	94,2	68,9	34,4	81,8	20,4	70,3	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	94,2	68,9	34,4	81,8	20,4	70,3	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,74	1,96	0,93	1,80	0,40	1,36	
<b>Wachstum (in %)</b>	<b>CAGR (07/12)</b>						
Umsatz	16,0 %	3,1	20,4	10,6	13,0	30,5	6,8
EBITDA	17,6 %	-10,6	27,1	12,8	11,2	31,3	7,4
EBIT	17,7 %	-10,6	27,1	12,8	12,0	30,6	7,4
Jahresüberschuss	---	-6,1	-26,9	-50,1	138,1	-75,1	244,5
<b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>							
Herstellungskostenquote	9,8	5,2	4,6	5,1	5,4	5,9	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,4	6,2	5,6	5,5	5,8	5,5	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
<b>Cash flow (in Mio €)</b>							
Brutto Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,5	76,6	86,4	
Operativer Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,5	76,6	86,4	
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	1,6	11,4	
Cash earnings	27,1	49,9	55,0	64,5	76,6	86,4	
<b>Produktivität (in Tsd €)</b>							
Umsatz / Mitarbeiter	19.152,4	23.068,6	25.512,6	24.031,5	31.359,0	33.485,9	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	15.434,2	19.621,0	22.141,4	20.672,0	26.995,0	28.993,5	
<b>Rentabilität (in %)</b>							
EBITDA / Umsatz	80,6	85,1	86,8	85,4	85,9	86,4	
EBIT / Umsatz	80,6	85,1	86,8	86,0	86,1	86,6	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	81,3	75,4	31,4	67,3	16,9	44,0	
Jahresüberschuss / Umsatz	98,3	59,7	26,9	56,7	10,8	35,0	
EK-Rendite	10,9	8,0	3,7	6,5	1,7	5,8	
GK-Rendite	4,8	3,4	1,6	2,8	0,6	2,2	
ROCE	4,2	5,0	5,5	4,3	5,1	5,4	
<b>Bilanz (in Mio €)</b>							
Sachanlagen	1.658,2	1.897,8	1.991,0	2.700,7	3.139,9	3.139,9	
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	3.179,7	3.205,8	
Eigenkapital	860,8	860,5	921,3	1.249,7	1.213,3	1.213,3	
Eigenkapitalquote in %	43,6	42,9	43,6	42,2	37,5	37,6	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.383,1	1.410,8	
Nettogesamverschuldung (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.383,1	1.410,8	
Gearing in %	91,0	99,5	92,3	97,8	114,0	116,3	
<b>Kurs St. am 23.08.2011: 26,67 €</b>							
<b>Bewertung</b>							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,74	1,96	0,93	1,80	0,40	1,36	
Cash Flow je Aktie (€)	0,79	1,42	1,41	1,42	1,48	1,67	
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	67,5	19,6	
KCFV	32,9	15,9	15,0	16,9	18,0	15,9	
EV / Umsatz	21,20	16,93	15,90	19,38	18,90	17,68	
EV / EBITDA	26,3	19,9	18,3	22,7	22,0	20,5	
EV / EBIT	26,3	19,9	18,3	22,5	22,0	20,4	

**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.