

Hold (Buy) EUR 44,20 (EUR 39,70) Kurs EUR 43,54 Upside 1,5 %	Wertindikatoren: EUR NAV (WRe) 16e: 42,17 Div.diskontierung 16e: 51,75 Miet-Multiplikator 16e: 42,34	Aktien Daten: Bloomberg: DEQ GR Reuters: DEQGn ISIN: DE0007480204	Beschreibung: Deutsche EuroShop ist Bestandhalter von Shopping Center Immobilien.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 2.348,8 Aktienanzahl (Mio.): 53,9 Freefloat MC: 1.996,5 Ø Trad. Vol. (30T; EUR): 7,88 Mio.	Aktionäre: Freefloat 85,0 % Familie Otto 15,0 % Black Rock 3,0 % Hertie Stiftung 3,0 %	Risikoprofil (WRe): 2014e LTV (net): 45,3 % EK-Quote: 49,6 %

Ambitionierte Bewertung – Herabstufung auf Halten

Nach der beeindruckenden Outperformance insb. in den letzten 3 Monaten stufen wir die Aktie auf Halten herunter. Trotz der Verlagerung unserer Bewertung auf 2016 und der soliden Unternehmensqualität dürfte die Bewertung ambitioniert sein. Die folgenden Überlegungen werden in unserer neuen Empfehlung reflektiert:

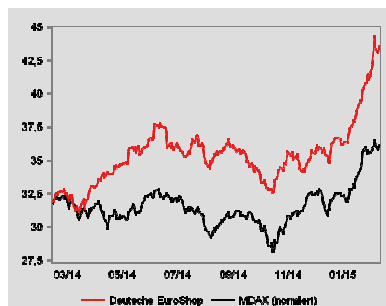
- Die Wahrscheinlichkeit eines über den aktuellen Schätzungen liegenden zusätzlichen starken **Top-Line-Wachstums** für die DEQ in den nächsten beiden Jahren dürfte u.E. **begrenzt** sein. Nichtsdestotrotz könnte sich die Umsatzentwicklung bei den Mietern in den Einkaufszentren der DEQ wieder in positives Wachstum wandeln (9M -0,7%), was sich positiv auf die Nachfrage nach vermietbaren Flächen und das Mietniveau auswirken könnte. Der Umsatz von DEQs Mietern sollte von einem höheren Konsum profitieren. Treiber sind hier 3 Faktoren: a) Die unverändert gute Entwicklung des deutschen Arbeitsmarktes führt zu einer niedrigeren Arbeitslosenquote; b) Höhere Gehälter (Mindestlöhne) insbesondere für geringfügig Entlohnte sollten das verfügbare Einkommen erhöhen. c) Niedrigere Energiepreise ermöglichen einen höheren Konsum. Allerdings wird das organische Wachstumspotenzial durch den Erfolg des Internethandels eingeschränkt. Daher ist ein flächenbereinigtes Wachstum von 1,5-2% (9M 2014 +2,2%) eine gute Schätzung für organisches Wachstum.
- Die Nachfrage nach Einkaufszentren ist im Investmentmarkt unverändert stark. Da die gegenwärtigen Eigentümer von Einkaufszentren aber an ihrer attraktiven Investition festhalten, verringerte sich der Umsatz von Einkaufszentrumstransaktionen 2014 um 29% auf EUR 2 Mrd. Was das externe Wachstum betrifft, so befand sich die DEQ nach Managementangaben seit Frühjahr 2014 in Verhandlungen über den möglichen Kauf eines Zentrums. Wir unterstellen, dass sich dieses Einkaufszentrum nur in Ostdeutschland befinden kann, da die Preise für Einkaufszentren in oder in der Nähe der 7 größten Städte mit einer Nettoanfangsrendite von 5% oder weniger für die DEQ nicht attraktiv sein dürften. Allerdings hat sich die **Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Transaktion** u.E. verringert. In Verbindung mit niedrigen Investitionsrenditen, die die Investitionskriterien der DEQ nicht erfüllen (Nettoanfangsrendite von 5,5), rechnen wir neben der geplanten Expansion des Phoenix-Centers (Hamburg) und des Einkaufszentrums in Danzig mit **keinem wesentlichen externen Wachstum**.
- Der 40%-Aufschlag auf den berichteten EPRA-NNAV je Aktie (2013: EPRA NAV EUR 30,59; EPRA NNAV EUR 25,54) dürfte ambitioniert sein. Wir hatten bereits erwähnt, dass die durch Feri mit einer Nettoanfangsrendite von 5,97% (2013) durchgeführte Immobilienbewertung der DEQ recht konservativ ist, da sie eine erwartete Durchschnittsrendite der 10-jährigen deutschen Staatsanleihen von 4,24% enthält. Verringern wir nun den Diskontsatz für das verwendete DCF-Modell um 200BP (~10-jährige deutsche Anleihen 2,24%) würde sich ein positiver Einfluss von ca. EUR 712 Mio. (nach Steuern) für die Bewertung von DEQs Investitionsobjekten ergeben. Der NNAV je Aktie würde um EUR 12,5 auf EUR 38,1 steigen. Aber selbst in diesem angepassten Modell wird die DEQ mit einem Aufschlag von ~14% zu ihrem NAV bewertet.
- Deutlich positive Überraschungen durch ein Übertreffen der Guidance für 2014 und 2015 sind angesichts der hohen Visibilität von DEQs Geschäftsmodell unwahrscheinlich. Für 2014 erwarten wir lediglich einen höher als in Aussicht gestellten FFO.

Schätzungsänderungen:

GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2014e (alt)	+ / -	2015e (alt)	+ / -	2016e (alt)	+ / -
Mieterlöse	201,3	-0,4 %	204,4	-0,4 %	209,9	-0,4 %
EBIT adj.	176,7	-0,1 %	177,0	-0,4 %	182,0	-0,4 %
EBT	134,4	55,1 %	136,0	53,6 %	139,8	37,2 %
FFOPS	2,22	0,0 %	2,23	0,0 %	2,28	0,0 %

Kommentar zu den Änderungen:

- Wir haben nur kleine Anpassungen im operativen Geschäft vorgenommen.
- Die Veränderung beim EBT reflektiert einen deutlich höheren Beitrag aus dem Bewertungsergebnis. U.E. ist der Gutachter von DEQs Immobilien gezwungen, der offensichtlichen Änderung der Marktparameter zu folgen. Wir erwarten daher eine sukzessive Reduzierung des Diskontsatzes in den nächsten Jahren, da sich die Visibilität des niedrigen Zinssatzumfelds für einen längeren Zeitraum erhöht hat.



Rel. Performance vs MDAX:

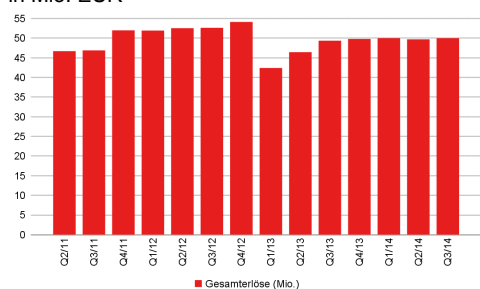
1 Monat:	6,1 %
6 Monate:	2,2 %
Jahresverlauf:	8,6 %
Letzte 12 Monate:	23,2 %

Unternehmenstermine:

31.03.15	RS ZRH
29.04.15	FY 2014
12.05.15	Q1
18.06.15	HV

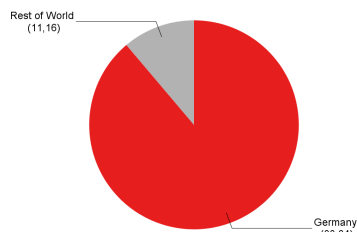
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (13-16e)	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Gesamterlöse	3,6 %	144,2	190,0	211,2	188,0	200,5	203,5	209,1
Mieterlöse		144,2	190,0	211,2	188,0	200,5	203,5	209,1
Wachstum yoy		13,0 %	31,8 %	11,2 %	-11,0 %	6,6 %	1,5 %	2,7 %
EBIT adj.	3,0 %	124,0	165,7	181,0	165,8	176,5	176,2	181,2
FFO I	2,9 %	61,5	83,1	86,4	112,0	119,2	119,2	122,0
FFO Marge		42,7 %	43,7 %	40,9 %	59,6 %	59,4 %	58,6 %	58,4 %
Bewertungsergs.	3,9 %	33,1	50,1	8,5	56,0	85,6	83,8	62,8
EBT	0,7 %	97,0	136,7	103,5	187,6	208,5	209,0	191,8
Nettoergebnis	-1,4 %	-7,8	99,0	122,5	171,0	167,4	181,9	164,0
EPS	-1,3 %	-0,17	1,92	2,36	3,16	3,10	3,37	3,04
FFOPS	2,9 %	1,35	1,61	1,66	2,08	2,21	2,21	2,26
DPS	3,8 %	1,10	1,10	1,20	1,25	1,30	1,35	1,40
Dividendenrendite		4,6 %	4,1 %	4,2 %	3,9 %	3,0 %	3,1 %	3,2 %
Buchwert je Aktie		25,55	23,11	25,45	26,49	28,20	30,18	31,78
EPRA NAV / Aktie		26,36	27,64	28,53	30,59	33,38	35,87	37,86
KGV		n.a.	13,9 x	12,1 x	10,1 x	14,0 x	12,9 x	14,3 x
KBV		0,8 x	0,9 x	0,9 x	1,0 x	1,4 x	1,3 x	1,2 x
P / NAV		0,9 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x
FFO-Yield		5,6 %	6,0 %	5,8 %	6,5 %	5,1 %	5,1 %	5,2 %
ROE		-0,6 %	6,8 %	8,0 %	10,5 %	9,9 %	10,2 %	8,7 %
LTV		45,0 %	47,0 %	49,2 %	44,5 %	43,1 %	41,3 %	39,9 %
EK-Quote		48,6 %	45,7 %	45,3 %	48,4 %	49,6 %	51,0 %	52,1 %
Guidance:		In EUR Mio.: Umsatz 198-201, EBIT 174-177, EBT 120-123; FFO p. Aktie EUR 2,14-2,18						

Entwicklung Gesamterlöse
in Mio. EUR



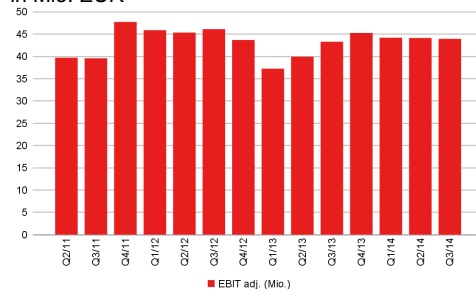
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen
2012; in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT adj.
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

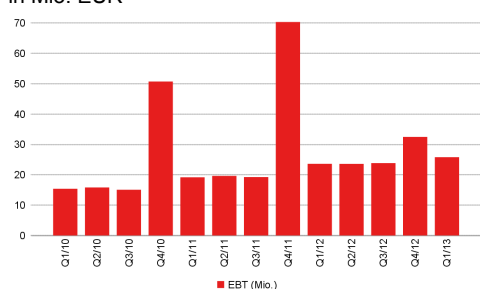
Unternehmenshintergrund

- Kernpunkte der Strategie der Deutschen EuroShop sind ein nachhaltiges langfristiges Wachstum bei einer soliden Wertsteigerung des Portfolios sowie die Möglichkeit eine attraktive Dividende auszuschütten.
- Die Deutsche EuroShop hält in ihrem Shopping Center Portfolio Anteile an 19 verschiedenen Shopping Centern. Neben dem Kernmarkt Deutschland (16 Center) besitzt die DES Beteiligungen in Polen, Ungarn und Österreich.
- Das Portfoliovolumen wurde in den Jahren 2010 bis 2013 durch Akquisitionen, der Erweiterung bestehender Center sowie der Aufstockung der Anteile an den Einkaufszentren signifikant um 66% erhöht.
- Der erfahrene Shopping Center Betreiber ECE übernimmt für die DES das Center Management. Die Leerstandsquote liegt bei geringen 1%.

Wettbewerbsqualität

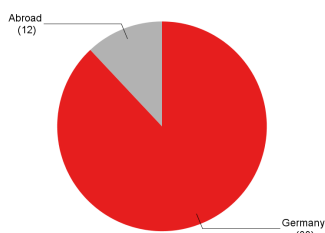
- Das Unternehmen finanziert seine Center sehr konservativ mit einem Eigenkapitalanteil v. mindestens 50% und i.d.R. einer mindestens 10-jährigen Kreditvertragslaufzeit.
- Der Ausbau des Portfolios erfolgt opportunistisch und mit einer angestrebten Zielrendite von mindestens 5,5%. Größere negative Bewertungskorrekturen bei den Immobilien werden somit vermieden.
- Die zukünftigen Cash Flows sind aufgrund einer durchschnittlichen Restlaufzeit der Mietverträge von über 7 Jahren gut abgesichert. Die Top 10 Mieter machen dabei lediglich 25% der gesamten Mieteinnahmen aus.

Entwicklung EBT
in Mio. EUR



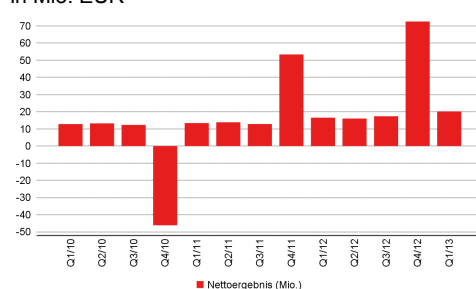
Quelle: Warburg Research

EBIT nach Regionen
2012 in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Wertermittlung	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
KGV	n.a.	13,9 x	12,1 x	10,1 x	14,0 x	12,9 x	14,3 x
P / NAV	0,9 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x	1,3 x	1,2 x	1,1 x
KBV	0,8 x	0,9 x	0,9 x	1,0 x	1,4 x	1,3 x	1,2 x
Kurs / FFOPS	17,7 x	16,6 x	17,2 x	15,3 x	19,7 x	19,7 x	19,3 x
FFO-Yield	5,6 %	6,0 %	5,8 %	6,5 %	5,1 %	5,1 %	5,2 %
ROE	-0,6 %	6,8 %	8,0 %	10,5 %	9,9 %	10,2 %	8,7 %
Eigenkapitalquote	49 %	46 %	45 %	48 %	50 %	51 %	52 %

Consolidated profit and loss

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Gesamterlöse	144,2	190,0	211,2	188,0	200,5	203,5	209,1
Mieterlöse	144,2	190,0	211,2	188,0	200,5	203,5	209,1
Wachstum yoy	13,0 %	31,8 %	11,2 %	-11,0 %	6,6 %	1,5 %	2,7 %
Gebäude-Betriebskosten	7,3	8,5	11,3	8,5	8,5	10,4	10,7
Gebäude-Verwaltungskosten	7,9	9,8	10,5	9,3	10,3	10,4	10,7
Mietergebnis	129,0	171,6	189,4	170,2	181,7	182,7	187,7
Ergebnis aus Immobilienverkäufen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rohertrag	129,0	171,6	189,4	170,2	181,7	182,7	187,7
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-4,9	-6,0	-8,4	-4,4	-5,2	-6,5	-6,5
EBITDA	124,0	165,7	181,0	165,8	176,5	176,2	181,2
Bewertungsergs.	33,1	50,1	8,5	56,0	85,6	83,8	62,8
EBITA	157,2	215,8	189,5	221,7	262,1	260,0	244,1
Abschreibungen auf iAV/Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	157,2	215,8	189,5	221,7	262,1	260,0	244,1
Zinserträge	1,0	0,9	0,5	0,4	0,4	0,6	0,6
Zinsaufwendungen	54,1	65,8	72,1	57,8	59,8	59,8	59,8
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	-14,5	-13,9	0,7	-16,2	-15,5	-15,5
Finanzergebnis	-60,2	-79,1	-86,0	-34,1	-53,6	-51,0	-52,2
EBT	97,0	136,7	103,5	187,6	208,5	209,0	191,8
<i>Marge</i>	67,3 %	72,0 %	49,0 %	99,8 %	104,0 %	102,7 %	91,7 %
Steuern gesamt	104,8	37,7	-19,0	16,6	41,2	27,0	27,8
davon effektive Steuern	2,5	3,4	8,6	2,4	4,7	6,0	7,0
Nettoergebnis	-7,8	99,0	122,5	171,0	167,4	181,9	164,0
FFO	61,5	83,1	86,4	112,0	119,2	119,2	122,0
<i>FFO Marge</i>	42,7 %	43,7 %	40,9 %	59,6 %	59,4 %	58,6 %	58,4 %
Aktienanzahl (Durchschnittlich, Mio.)	45,5	51,6	51,9	53,9	53,9	53,9	53,9
FFOPS	1,35	1,61	1,66	2,08	2,21	2,21	2,26
EPS	-0,17	1,92	2,36	3,16	3,10	3,37	3,04
EPS adj.	-0,17	1,92	2,36	3,16	3,10	3,37	3,04

*Adjustiert um:

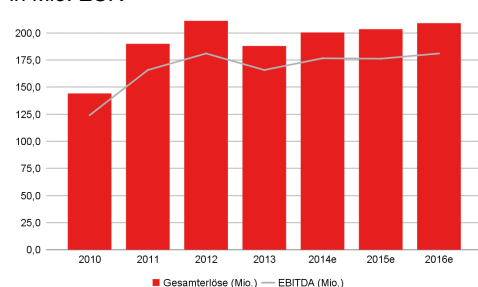
Guidance: In EUR Mio.: Umsatz 198-201, EBIT 174-177, EBT 120-123; FFO p. Aktie EUR 2,14-2,18

Financial Ratios

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Gebäude-Betriebskosten / Mieterlöse	5,1 %	4,5 %	5,3 %	4,5 %	4,2 %	5,1 %	5,1 %
Operating Leverage (Real Estate)	8,6 x	4,3 x	9,3 x	-11,8 x	16,0 x	66,6 x	37,4 x
Mietergebnis / Zinsaufwand	2,4 x	2,6 x	2,6 x	2,9 x	3,0 x	3,1 x	3,1 x

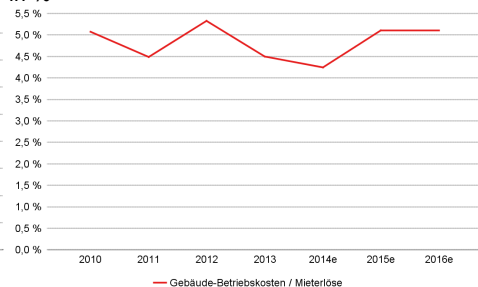
Gesamterlöse, EBITDA

in Mio. EUR

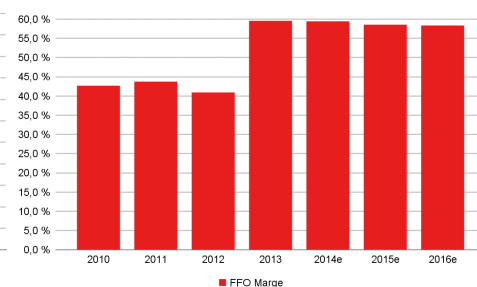


Mietaufwandsquote

in %



FFO Marge



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

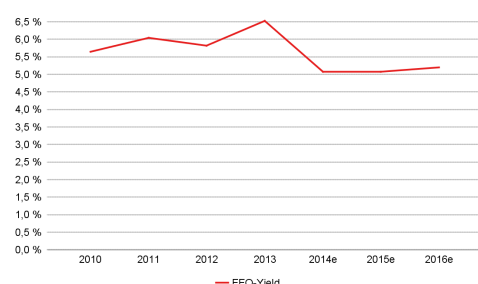
Consolidated balance sheet

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	0,0	0,1	0,1	0,4	0,4	0,4	0,4
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	2.700,7	3.106,8	3.330,3	2.962,2	3.047,8	3.131,5	3.194,3
Finanzanlagen	23,9	27,8	30,3	34,5	6,9	7,3	7,8
Sonstiges langfristiges Vermögen	4,7	5,0	4,4	342,1	348,9	366,3	384,6
Anlagevermögen	2.729,3	3.139,8	3.365,1	3.339,2	3.404,0	3.505,6	3.587,2
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	3,5	5,6	4,7	5,6	5,9	6,2	6,5
Liquide Mittel	65,8	64,4	167,5	40,8	86,6	97,7	103,2
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	165,0	15,3	11,5	9,3	1,4	1,5	1,7
Umlaufvermögen	234,2	85,3	183,7	55,7	93,9	105,3	111,4
Bilanzsumme (Aktiva)	2.963,6	3.225,1	3.549,0	3.395,0	3.498,0	3.611,0	3.699,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	51,6	51,6	53,9	53,9	53,9	53,9	53,9
Kapitalrücklage	890,6	890,5	962,0	962,0	962,0	962,0	962,0
Gewinnrücklagen	221,5	250,9	306,0	413,0	505,1	612,2	698,7
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchwert	1.163,7	1.193,0	1.321,9	1.428,9	1.521,0	1.628,1	1.714,6
Anteile Dritter	277,8	280,1	284,2	213,4	213,4	213,4	213,4
Rückstellungen gesamt	9,9	14,8	37,3	8,2	8,4	8,5	8,7
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	1.288,2	1.472,1	1.657,2	1.486,8	1.467,4	1.449,0	1.431,1
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	61,1	136,2	194,1	97,2	91,7	87,1	82,8
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	6,1	2,8	2,3	3,4	3,4	3,5	3,6
Sonstige Verbindlichkeiten	217,8	262,2	246,0	254,4	284,4	308,4	327,6
Verbindlichkeiten	1.522,1	1.752,0	1.942,9	1.752,6	1.763,5	1.769,4	1.770,9
Bilanzsumme (Passiva)	2.963,6	3.225,1	3.549,0	3.395,0	3.498,0	3.611,0	3.699,0

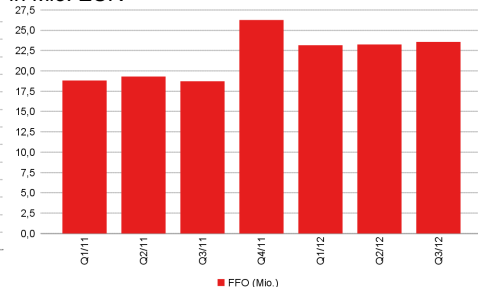
Financial Ratios

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalverzinsung							
ROA	-0,3 %	3,2 %	3,6 %	5,1 %	4,9 %	5,2 %	4,6 %
ROE	-0,6 %	6,8 %	8,0 %	10,5 %	9,9 %	10,2 %	8,7 %
FFO / Equity	23,4 x	17,7 x	18,6 x	14,7 x	14,6 x	15,4 x	15,8 x
Solvenz							
Nettoverschuldung	1.222,4	1.407,7	1.489,7	1.445,9	1.380,7	1.351,4	1.327,8
Nettofinanzverschuldung	1.222,4	1.407,7	1.489,7	1.445,9	1.380,7	1.351,4	1.327,8
Net Fin. Debt / EBITDA	9,9 x	8,5 x	8,2 x	8,7 x	7,8 x	7,7 x	7,3 x
LTV	45,0 %	47,0 %	49,2 %	44,5 %	43,1 %	41,3 %	39,9 %
EK-Quote	48,6 %	45,7 %	45,3 %	48,4 %	49,6 %	51,0 %	52,1 %

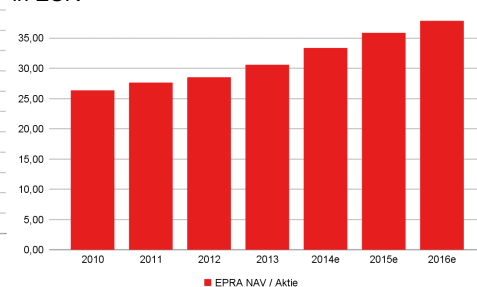
FFO Rendite



Entwicklung FFO
in Mio. EUR



NAV je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Quelle: Warburg Research

Consolidated cash flow statement

In EUR Mio.	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	-7,8	93,4	122,5	171,0	167,4	181,9	164,0
Bewertungsanpassungen Immobilien	-31,4	-54,3	-31,1	-60,5	-85,6	-83,8	-62,8
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Veränderung latenter Steuerpositionen	102,4	31,6	-27,5	14,2	36,4	21,0	20,8
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	-157,3	178,7	57,5	-25,4	56,6	40,8	31,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	-94,2	249,4	121,4	99,4	174,9	160,1	153,5
Zugänge aus Akquisitionen	-78,0	-77,2	-12,6	-18,5	-17,0	-17,0	-17,0
Investitionen in Sachanlagen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Investitionen in iAV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Immobilieninvestitionen	-201,4	-266,3	-176,3	-59,4	0,0	0,0	0,0
Finanzanlageninvestitionen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sonstige Investitionen (Netto)	-8,5	-8,7	-9,4	-0,7	0,0	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-287,8	-352,2	-198,3	-78,6	-17,0	-17,0	-17,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	166,2	184,0	191,7	-59,7	-28,4	-40,2	-39,9
Dividende Vorjahr	-46,3	-56,8	-56,8	-64,7	-67,4	-72,8	-75,5
Kapitalmaßnahmen	253,7	0,0	66,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstiges	-9,7	-25,3	-21,2	-12,3	-16,2	-15,6	-15,6
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	363,9	101,9	180,0	-136,8	-112,1	-128,7	-131,0
Veränderung liquide Mittel	-18,1	-0,9	103,1	-116,0	45,8	14,4	5,5
Effekte aus Wechselkursänderungen	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	65,8	64,4	167,5	40,8	86,6	101,1	106,6

Financial Ratios

	2010	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Kapitalfluss							
FFO	61,5	83,1	86,4	112,0	119,2	119,2	122,0
FFOPS	1,35	1,61	1,66	2,08	2,21	2,21	2,26
FFOPS diluted	1,35	1,61	1,65	1,97	2,09	2,09	2,14
FFO-Yield	5,6 %	6,0 %	5,8 %	6,5 %	5,1 %	5,1 %	5,2 %
FFO Marge	42,7 %	43,7 %	40,9 %	59,6 %	59,4 %	58,6 %	58,4 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	4,9 %	4,8 %	4,6 %	3,7 %	4,0 %	4,1 %	4,2 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Maint. Capex / Nettomieteinnahmen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Capex/Renditeliegenschaften	-7,5 %	-8,6 %	-5,3 %	-2,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Avg. Working Capital / Umsatz	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	-641,2 %	57,3 %	50,9 %	39,4 %	41,9 %	40,0 %	46,0 %

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA weitergegeben; 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 (AG & Co.) KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundene Unternehmen, Strategien, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO (AG & 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 (AG & Co.) KGaA, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen 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 z.B. DCF-Modell, Free Cash Flow Value Potential, Peer-Gruppen- Vergleich oder Sum-of-the-parts-Modell. Das Ergebnis dieser fundamentalen Bewertung wird angepasst, um der Einschätzung des Analysten bezüglich der zu erwartenden Entwicklung der Anlegerstimmung und deren Auswirkungen auf den Aktienkurs Rechnung zu tragen.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht das Risiko, dass das Kursziel nicht erreicht wird, z.B. aufgrund unvorhergesehener Veränderungen der Nachfrage nach den Produkten des Unternehmens, Änderungen des Managements, der Technologie, der konjunkturellen Entwicklung, der Zinsentwicklung, der operativen und/oder Materialkosten, des Wettbewerbsdrucks, des Aufsichtsrechts, des Wechselkurses, der Besteuerung etc.. Bei Anlagen in ausländischen Märkten und Instrumenten gibt es weitere Risiken, etwa aufgrund von Wechselkursänderungen oder Änderungen der politischen und sozialen Bedingungen.

Diese Ausarbeitung reflektiert die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung. Eine Änderung der der Bewertung zugrundeliegenden fundamentalen Faktoren kann nachträglich dazu führen, dass die Bewertung nicht mehr zutreffend ist. Ob und in welchem zeitlichen Abstand eine Aktualisierung dieser Ausarbeitung erfolgt, ist vorab nicht festgelegt worden.

Die Warburg Research GmbH hat gemäß § 5 Abs. 4 der FinAnV zusätzliche interne und organisatorische Vorkehrungen zur Prävention oder Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Hierzu zählen unter anderem die räumliche Trennung der Warburg Research GmbH von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA und die Schaffung von Vertraulichkeitsbereichen. Dadurch wird der Austausch von Informationen verhindert, die Interessenkonflikte von Warburg Research in Bezug auf den analysierten Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten begründen können.

Die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen keine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbanking-Geschäften von M.M.Warburg & CO (AG & Co.) KGaA oder eines Unternehmens des Warburg-Verbunds.

Alle Preise von Finanzinstrumenten, die in dieser Finanzanalyse angegeben werden, sind Schlusskurse des dem jeweiligen ausgewiesenen Veröffentlichungsdatums vorangegangenen Börsenhandelstages, soweit nicht ausdrücklich ein anderer Zeitpunkt genannt wird.

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

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Hinweis gemäß § 34b WpHG und FinAnV auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen:

- 1- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen halten an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%**.
- 2- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen waren innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines **Konsortiums** für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind.
- 3- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **betreuen** die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages.
- 4- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen haben in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging.
- 5- Das die Analyse erstellende Unternehmen hat mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen.
- 6- Das die Analyse erstellende Unternehmen oder mit diesem verbundene Unternehmen **handeln regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate.
- 7- Das die Analyse erstellende Unternehmen, mit diesem verbundene Unternehmen oder ein Mitarbeiter dieser Unternehmen hat **sonstige bedeutende Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen.

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Deutsche EuroShop	6	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007480204.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

Anlageempfehlung: Erwartete Entwicklung des Preises des Finanzinstruments bis zum angegebenen Kursziel, nach Meinung des dieses Finanzinstrument betreuenden 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	108	57
Halten	69	37
Verkaufen	8	4
Empf. ausgesetzt	4	2
Gesamt	189	100

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	84	59
Halten	51	36
Verkaufen	5	3
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	143	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DEUTSCHE EUROSHOP] AM [11.02.2015]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

EQUITIES

Roland Rapelius +49 40 3282-2673
Head of Equities rrapelius@mmwarburg.com

RESEARCH

Henner Rüschemier +49 40 309537-270
Head of Research hrueschmeier@warburg-research.com

Christian Cohrs +49 40 309537-175
Engineering, Logistics ccohrs@warburg-research.com

Felix Ellmann +49 40 309537-120
Software, IT fellmann@warburg-research.com

Jörg Philipp Frey +49 40 309537-258
Retail, Consumer Goods jfrey@warburg-research.com

Harald Hof +49 40 309537-125
Medtech hhof@warburg-research.com

Ulrich Huwald +49 40 309537-255
Health Care, Pharma uhuwald@warburg-research.com

Thilo Kleibauer +49 40 309537-257
Retail, Consumer Goods tkleibauer@warburg-research.com

Eggert Kuls +49 40 309537-256
Engineering ekuls@warburg-research.com

Frank Laser +49 40 309537-235
Construction, Industrials flaser@warburg-research.com

Andreas Pläsier +49 40 309537-246
Banks, Financial Services aplaesier@warburg-research.com

Malte Räther +49 40 309537-185
Technology, Telco, Internet mraether@warburg-research.com

Jochen Reichert +49 40 309537-130
Telco, Internet, Media jreichert@warburg-research.com

Christopher Rodler +49 40 309537-290
Utilities crodler@warburg-research.com

Arash Roshan Zamir +49 40 309537-155
Engineering, Logistics aroshanzamir@warburg-research.com

Malte Schaumann +49 40 309537-170
Technology mschaumann@warburg-research.com

Oliver Schwarz +49 40 309537-250
Chemicals, Agriculture oschwarz@warburg-research.com

Marc-René Tonn +49 40 309537-259
Automobiles, Car Suppliers mtonn@warburg-research.com

Björn Voss +49 40 309537-254
Steel, Car Suppliers bvoss@warburg-research.com

Andreas Wolf +49 40 309537-140
Software, IT awolf@warburg-research.com

Stephan Wulf +49 40 309537-150
Utilities swulf@warburg-research.com

INSTITUTIONAL EQUITY SALES

Holger Nass +49 40 3282-2669
Head of Equity Sales, USA hnass@mmwarburg.com

Klaus Schilling +49 40 3282-2664
Dep. Head of Equity Sales, GER kschilling@mmwarburg.com

Christian Alisch +49 40 3282-2667
Scandinavia, Spain calisch@mmwarburg.com

Tim Beckmann +49 40 3282-2665
United Kingdom tbeckmann@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 40 3282-2696
United Kingdom mfritsch@mmwarburg.com

Marie-Therese Grübner +49 40 3282-2630
France mgruebner@mmwarburg.com

Ömer Güven +49 40 3282-2633
USA, Germany ogueven@mmwarburg.com

Michael Kriszun +49 40 3282-2695
United Kingdom mkriszun@mmwarburg.com

Marc Niemann +49 40 3282-2660
Germany mniemann@mmwarburg.com

Sanjay Oberoi +49 69 5050-7410
United Kingdom soberoi@mmwarburg.com

Philipp Stumpfegger +49 40 3282-2635
Australia, United Kingdom pstumpfegger@mmwarburg.com

Juliane Willenbruch +49 40 3282-2694
Roadshow/Marketing jwillenbruch@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merkel +49 40 3282-2634
Head of Sales Trading omerckel@mmwarburg.com

Thekla Struve +49 40 3282-2668
Dep. Head of Sales Trading tstruve@mmwarburg.com

Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679
Sales Trading gbolsen@mmwarburg.com

Michael Ilgenstein +49 40 3282-2700
Sales Trading milgenstein@mmwarburg.com

Bastian Quast +49 40 3282-2701
Sales Trading bquast@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 40 3262-2658
Sales Trading jtreptow@mmwarburg.com

Jan Walter +49 40 3262-2662
Sales Trading jwalter@mmwarburg.com

MACRO RESEARCH

Carsten Klude +49 40 3282-2572
Macro Research cklude@mmwarburg.com

Matthias Thiel +49 40 3282-2401
Macro Research mthiel@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439
Investment Strategy cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research research.mmwarburg.com/en/index.html
Bloomberg MMWA GO
FactSet www.factset.com

Thomson www.thomson.com
Reuters www.knowledge.reuters.com
Capital IQ www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Schaper +49 40 3282-2632
Sales Assistance aschaper@mmwarburg.com

Kerstin Muthig +49 40 3282-2703
Sales Assistance kmuthig@mmwarburg.com