



Deutsche EuroShop

Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 61,00 €

Immobilien

Update

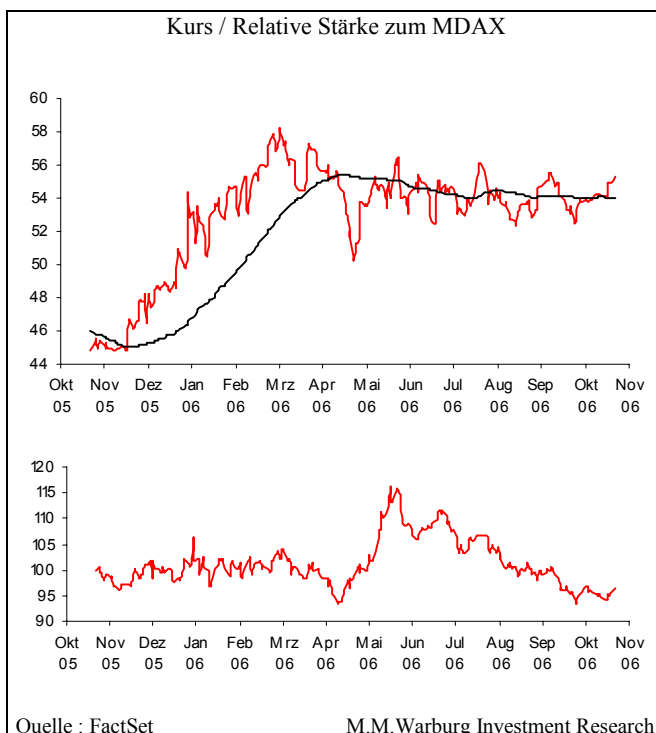
Reuters Symbol: DEQGn.DE
ISIN: DE0007480204

Kurs am 20.11.2006: 55,25 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 58,24/44,81 €

| Kapitalgrößen | | Besitzverhältnisse | | Termine | |
|----------------------|-------------|--------------------|-----------|--------------|------------------|
| Marktkapitalisierung | 949,5 Mio € | Streubesitz | St. 80,7% | 20.04.2007 : | Ergebnis 2006 |
| Anzahl Aktien | 17,2 Mio | Familie Otto | St. 19,3% | 11.05.2007 : | Ergebnis Q1 2007 |
| Gez. Kapital | 22,0 Mio € | | | 21.06.2007 : | HV 2007 |
| | | | | 14.08.2007 : | Ergebnis Q2 2007 |
| | | | | 09.11.2007 : | Ergebnis Q3 2007 |

- Q3 zeigt erneut solide Entwicklung
- Weiterer Ausbau des Portfolios geplant
- Hohes Interesse an deutschen Immobilien sollte die Kursentwicklung weiterhin stützen

RALF DIBBERN
Senior Analyst
Tel.: +49 (0) 40 / 3282 -2486
rdibbern@mmwarburg.com



| in € | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| EPS (neu) | 2,82 | 2,33 | 2,35 | 2,79 |
| EPS (alt) | 2,82 | 2,33 | 2,35 | 2,56 |
| CFPS | 0,68 | 1,58 | 1,74 | 2,07 |
| Dividende | 2,00 | 2,00 | 2,20 | 2,30 |
| in Mio € | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
| Umsatz | 72,1 | 92,6 | 95,7 | 110,9 |
| EBITDA | 57,5 | 74,6 | 81,4 | 92,3 |
| EBIT | 57,5 | 74,6 | 81,4 | 92,3 |
| Jahresüberschuß | 48,5 | 40,0 | 40,3 | 48,0 |
| Cash flow | 11,7 | 27,2 | 30,0 | 35,6 |
| ROCE (EBIT/CE) | 4,7% | 4,8% | 4,9% | 5,2% |
| | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
| KGV | 15,5 | 23,7 | 23,5 | 19,8 |
| KCFV | 64,3 | 34,9 | 31,7 | 26,7 |
| Div. rendite | 4,6% | 3,6% | 4,0% | 4,2% |
| EV/Umsatz | 18,09 | 18,32 | 18,71 | 16,83 |
| EV/EBITDA | 22,7 | 22,7 | 22,0 | 20,2 |



Die Geschäftsentwicklung der Deutschen Euroshop verläuft aus unserer Sicht weiterhin sehr gut. Umsatz und Ergebnis lagen nach den ersten 9 Monaten im Rahmen unserer Erwartungen und der Ausblick auf das Gesamtjahr wurde vom Management bestätigt. Darüber hinaus ist noch im laufenden Jahr mit dem bereits angekündigten Verkauf des italienischen Shoppingcenters und einer weiteren Akquisition im Umfang von rund 100 Mio € (Shoppingcenter in Westdeutschland) zu rechnen. Wir bestätigen unsere Kaufen-Empfehlung ebenso wie unser Kursziel von 61 €.

Gute Entwicklung im laufenden Jahr

Die DES steigerte den Umsatz in den ersten 9 Monaten 2006 wie erwartet um 29% auf 68,7 Mio € und profitierte hierbei insbesondere von Erstkonsolidierungseffekten, aber auch einem sehr soliden Wachstum der Mieterlöse aus den Bestandsobjekten in Höhe von 1,9%. Das EBIT legte im gleichen Zeitraum um 34% zu. Das Ergebnis vor Steuern wurde im 3. Quartal erneut durch einen Sondereffekt beeinflusst, denn das Bewertungsergebnis enthielt einen negativen Effekt von 3,4 Mio €. Dieser resultierte aus Belastungen im Zusammenhang mit der Akquisition der Galeria Balticka, die aber spätestens mit der Erstbewertung des Objektes im Jahr 2008 wieder aufgeholt werden dürften. Sie sind insofern als Bildung einer stillen Reserve anzusehen. Bedingt durch diesen Effekt sank die Marge vor Steuern im 3. Quartal auf 25,7% (H1 2006: 64,5%). Positiv beeinflusst wurde das Ergebnis nach Steuern dann allerdings durch die Auflösung von latenten Steuerrückstellungen im Zusammenhang mit dem für das 4. Quartal geplanten Verkauf des italienischen Shoppingcenters in Höhe von 3,3 Mio €. Beide Son-

dereffekte glichen sich aus, so daß das Nettoergebnis nach den ersten 9 Monaten 2006 im Rahmen unserer Schätzung lag.

Guidance für das Gesamtjahr bestätigt – Ergebnis könnte durch den Verkauf des italienischen Centers aber noch höher ausfallen

Anlässlich der Präsentation der Q3-Zahlen bestätigte das Management auch die Guidance für das Gesamtjahr 2006. Erwartet wird nach wie vor ein Umsatz von 91-94 Mio € (2005: 72,1 Mio €) und ein EBIT in einer Bandbreite von 72-75 Mio € (2005: 57,5 Mio €). Beide Ziele halten wir in Anbetracht der guten operativen Entwicklung in den ersten 9 Monaten 2006 für erreichbar. Hinsichtlich des EBT (vor Bewertungseffekten) wird für das Gesamtjahr nach wie vor ein Wert von 37-40 Mio € angestrebt. Positiv beeinflusst werden sollte dieser Wert allerdings noch durch den im 4. Quartal zu erwartenden Verkauf des italienischen Shoppingcenters in Viterbo. Der angelaufene Verkaufsprozeß wird im Rahmen einer Auktion durchgeführt und stieß nach Angaben des Managements auf reges Interesse. Die Realisierung eines Buchgewinns in Höhe von 4,0-4,5 Mio € halten wir durchaus für realistisch. Wir haben diesen Effekt in unserer Prognose 2006 noch nicht berücksichtigt.

Weiterer Ausbau des Portfolios geplant

Neben dem Verkauf des italienischen Shoppingcenters ist im Verlauf des 4. Quartals noch mit einer weiteren Transaktion zu rechnen. Nach Managementangaben wird derzeit die Akquisition eines weiteren Shoppingcenters in Westdeutschland mit einem Investitionsvolumen von rund 100 Mio € geprüft. Die indizierte Anfangs-Mietrendite soll hier unter

Abb. 1: Szenario Deutsche Euroshop 2006e-2008e

| € '000 | 2005 | Q1 2006 | Q2 2006 | Q3 2006e | Q4 2006e | 2006e | Δ % | 2007e | Δ % | 2008e | Δ % |
|----------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------|------------------|-------|----------------|------|
| Umsatz | 72.121 | 22.746 | 23.130 | 22.852 | 23.852 | 92.580 | 28,4 | 95.683,2 | 3,4 | 110.927 | 15,9 |
| Sonstige Erträge | 2.264 | 656 | 821 | 63 | 400 | 1.940 | -14,3 | 3.300,0 | 70,1 | 3.200 | -3,0 |
| Grundstücksbetrieb | -7.869 | -2.190 | -1.596 | -2.518 | -3.578 | -9.882 | 0,0 | -8.994,2 | -9,0 | -10.427 | 15,9 |
| Grundstückverwaltung | -4.461 | -1.330 | -1.389 | -1.359 | -1.670 | -5.748 | 28,8 | -5.549,6 | -3,4 | -6.434 | 15,9 |
| Sonstige betr. Aufwend. | -4.558 | -691 | -1.127 | -898 | -1.600 | -4.316 | -5,3 | -3.000,0 | -30,5 | -5.000 | 66,7 |
| EBIT | 57.497 | 19.191 | 19.839 | 18.140 | 17.405 | 74.575 | 29,7 | 81.439,4 | 9,2 | 92.266 | 13,3 |
| EBIT Margin (%) | 79,7 | 84,4 | 85,8 | 79,4 | 73,0 | 80,6 | | 85,1 | | 83,2 | |
| Erträge aus Beteiligungen | 5.001 | 400 | 187 | 0 | 0 | 587 | -88,3 | 1.690,0 | 187,9 | 1.775 | 5,0 |
| Zinserträge | 2.240 | 435 | 752 | 470 | 400 | 2.057 | -106,1 | 1.250,0 | -39,2 | 1.400 | 12,0 |
| Zinsaufwendungen | -33.594 | -9.491 | -9.936 | -9.682 | -9.700 | -38.809 | -1832,5 | -39.973,3 | 3,0 | -42.771 | 7,0 |
| Finanzergebnis | -26.353 | -8.656 | -8.997 | -9.212 | -9.300 | -36.165 | 37,2 | -37.033,3 | 2,4 | -39.597 | 6,9 |
| Bewertungsergebnis | 49.724 | 6.109 | 2.102 | -3.062 | 6.400 | 11.549 | -76,8 | 13.250,0 | 14,7 | 15.490 | 16,9 |
| Ergebnis v. Steuern | 80.868 | 16.644 | 12.944 | 5.866 | 14.505 | 49.959 | -38,2 | 57.656,1 | 15,4 | 68.159 | 18,2 |
| Steuern | -19.441 | -4.415 | 242 | 1.149 | -4.177 | -7.201 | -63,0 | -14.414,0 | 100,2 | -17.040 | 18,2 |
| (Steuerquote in %) | 24 | 27 | -2 | -20 | 29 | 14 | | 25 | | 25 | |
| Überschuß | 61.427 | 12.229 | 13.186 | 7.015 | 10.327 | 42.757 | -30,4 | 43.242,1 | 1,1 | 51.120 | 18,2 |
| Anteile Dritter | -12.946 | -761 | -772 | -690 | -500 | -2.723 | -79,0 | -2.899,0 | 6,5 | -3.103 | 7,0 |
| Überschuß nach Ant. | 48.481 | 11.468 | 12.414 | 6.325 | 9.827 | 40.034 | -17,4 | 40.343,1 | 0,8 | 48.017 | 19,0 |
| Anzahl Aktien | 17,2 | 17,2 | 17,2 | 17,2 | 17,2 | 17,2 | | 17,2 | | 17,2 | |
| EPS | 2,82 | 0,67 | 0,72 | 0,37 | 0,57 | 2,33 | | 2,35 | | 2,79 | |
| Dividende | 2,00 | | | | | 2,00 | | 2,20 | | 2,30 | |

Abb. 2: Bewertung der Peergroup

| Company | Price in € 20.11.2006 | Marketcap. € m | PE 2006e | PE 2007e | EV/EBITDA 2006e | EV/EBITDA 2007e | Price/Book 2006e | Dividend 2006e (€) | Div. yield 2006e | Price/NAV 2006e |
|----------------------|----------------------------------|---------------------------|---------------------|---------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|-------------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| Rodamco Europe | 92.75 | 8,314 | 22.3 | 20.9 | 22.6 | 21.6 | 1.4 | 3.67 | 4.0% | 1.39 |
| Hammerson | 21.97 | 6,264 | 44.9 | 40.1 | 32.2 | 30.5 | 1.1 | 0.32 | 1.5% | 1.06 |
| Klepierre | 121.60 | 5,614 | 38.8 | 34.8 | 20.8 | 19.2 | 1.5 | 3.00 | 2.5% | 1.52 |
| Corio | 56.65 | 3,810 | 18.5 | 17.5 | 21.0 | 19.9 | 1.3 | 2.47 | 4.4% | 1.25 |
| Eurocommercial Prop. | 37.20 | 1,312 | 22.1 | 20.4 | 21.1 | 19.9 | 1.2 | 1.67 | 4.5% | 1.18 |
| Vastned Retail | 70.00 | 1,183 | 18.7 | 17.7 | 18.9 | 17.8 | 1.2 | 3.77 | 5.4% | 1.19 |
| Average | | | 27.5 | 25.2 | 22.8 | 21.5 | 1.3 | | 3.7% | 1.3 |
| DES | 55.25 | 950 | 23.7 | 23.5 | 22.7 | 22.0 | 1.2 | 2.00 | 3.6% | 1.1 |

Quelle: JCF-Quant, eigene Schätzungen
M.M. Warburg Investment Research

6%, jedoch über den marktüblichen 5,0-5,5% liegen. Sollte diese Investition realisiert werden, würde die Deutsche Euroshop die Pipeline weiter deutlich auffüllen. Neben den Centern in Hameln (Eröffnung Anfang 2008, Vorvermietungsstand: 95%) und Danzig (Eröffnung Ende 2007, Vorvermietungsstand: 70%) würde die Neuinvestition unserer Einschätzung nach zu einem erheblichen Wachstumsschub sorgen.

Gesunde Bilanz

Wir gehen davon aus, daß für die Neuakquisition keine Kapitalerhöhung notwendig sein wird. Wir nehmen an, daß der Eigenkapitalanteil der Investition weitgehend aus dem Verkaufserlös des Centers in Italien finanziert wird. Per Ende September 2006 lag die Eigenkapitalquote des Unternehmens bei 46,9%, die liquiden Mittel machten 102 Mio € aus. Das Unternehmen hat damit aus unserer Sicht genügend finanziellen Spielraum, die anstehenden Investitionen zu tätigen.

Kursziel von 61 € bekräftigt

Unsere Bewertung der DES-Aktie basiert auf einem NAV Vergleich mit den entsprechenden Werten einer europäischen Peergroup. Für das laufende Jahr gehen wir für die DES von einem weiteren Anstieg des NAV aus. Die Peergroup wird derzeit mit einem Multiple von 1,3x NAV bewertet, die DES liegt mit einem Wert von 1,1 deutlich darunter. Für einen Abschlag besteht aus unserer Sicht kein Grund, denn wir beurteilen die klare strategische Positionierung des Unternehmens und das Wachstumspotential als positiv. Kurspotential könnte in den kommenden Quartalen zudem aus dem anhaltenden Interesse ausländischer Investoren am deutschen Immobilienmarkt resultieren, insbesondere vor dem Hintergrund der nunmehr durch die Bundesregierung beschlossenen Einführung von REITs in Deutschland Anfang 2007.

Ralf Dibbern



Deutsche EuroShop

RALF DIBBERN, + 49 (0) 40 / 3282 -2486

| | 2003 | 2004 | 2005 | 2006e | 2007e | 2008e |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €) | | | | | | |
| Umsatz | 57,9 | 61,4 | 72,1 | 92,6 | 95,7 | 110,9 |
| Herstellungskosten | 0,0 | -11,4 | -7,9 | -9,9 | -9,0 | -10,4 |
| Rohhertrag | 57,9 | 50,0 | 64,3 | 82,7 | 86,7 | 100,5 |
| Vertriebs- und Verwaltungskosten | -0,8 | -4,3 | -4,5 | -5,7 | -5,5 | -6,4 |
| F&E-Kosten | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Sonst. betriebl. Ergebnis | -16,6 | 4,1 | -2,3 | -2,4 | 0,3 | -1,8 |
| EBITDA | 40,5 | 49,8 | 57,5 | 74,6 | 81,4 | 92,3 |
| 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 | 40,5 | 49,8 | 57,5 | 74,6 | 81,4 | 92,3 |
| Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition) | 40,5 | 49,8 | 57,5 | 74,6 | 81,4 | 92,3 |
| Finanzergebnis | 3,5 | 4,8 | 5,0 | 0,6 | 1,7 | 1,8 |
| a.o. Ergebnis | 5,8 | 8,0 | 49,7 | 11,5 | 13,3 | 15,5 |
| Ergebnis vor Steuern | 27,9 | 42,1 | 80,9 | 50,0 | 57,7 | 68,2 |
| EE-Steuern | -8,5 | -10,8 | -19,4 | -7,2 | -14,4 | -17,0 |
| Ergebnis (Steuerquote in %) | 30,5 | 25,8 | 24,0 | 14,4 | 25,0 | 25,0 |
| Jahresüberschuß | 19,0 | 27,7 | 48,5 | 40,0 | 40,3 | 48,0 |
| Ergebnis je Aktie (St.) | 1,22 | 1,78 | 2,82 | 2,33 | 2,35 | 2,79 |
| Wachstum (in%) CAGR (03/08) | | | | | | |
| Umsatz | 13,9 % | 24,5 | 6,1 | 17,4 | 28,4 | 3,4 |
| EBITDA | 17,9 % | 24,8 | 22,7 | 15,6 | 29,7 | 9,2 |
| EBIT | 17,9 % | 272,8 | 22,7 | 15,6 | 29,7 | 9,2 |
| Jahresüberschuß | 20,3 % | --- | 45,8 | 74,8 | -17,4 | 0,8 |
| Kostenintensitäten (in % vom Umsatz) | | | | | | |
| Herstellungskostenquote | 0,0 | 18,6 | 10,9 | 10,7 | 9,4 | 9,4 |
| Vertriebs- & Verwaltungskostenquote | 1,3 | 7,0 | 6,2 | 6,2 | 5,8 | 5,8 |
| Entwicklungskostenquote | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| Cash flow (in Mio €) | | | | | | |
| Brutto Cash flow | --- | 21,7 | 30,1 | 31,3 | 34,6 | 41,1 |
| Operativer Cash flow | --- | 21,6 | 32,8 | 30,9 | 34,8 | 41,3 |
| Investiver Cash flow | --- | -74,2 | -70,5 | -70,5 | -70,5 | -70,5 |
| Free Cash flow | --- | -52,6 | -37,7 | -39,6 | -35,7 | -29,2 |
| Cash earnings | --- | 13,6 | 11,7 | 27,2 | 30,0 | 35,6 |
| Produktivität (in Tsd €) | | | | | | |
| Umsatz / Mitarbeiter | 11.575,8 | 12.284,2 | 14.424,2 | 18.516,0 | 19.136,6 | 22.185,4 |
| Personalaufwand / Mitarbeiter | --- | --- | --- | --- | --- | --- |
| EBIT / Mitarbeiter | 8.107,4 | 9.951,6 | 11.499,4 | 14.914,9 | 16.287,9 | 18.453,3 |
| Rentabilität (in %) | | | | | | |
| EBITDA / Umsatz | 70,0 | 81,0 | 79,7 | 80,6 | 85,1 | 83,2 |
| EBIT / Umsatz | 70,0 | 81,0 | 79,7 | 80,6 | 85,1 | 83,2 |
| Ergebnis v. Steuern / Umsatz | 48,2 | 68,5 | 112,1 | 54,0 | 60,3 | 61,4 |
| Jahresüberschuß / Umsatz | 32,9 | 45,2 | 67,2 | 43,2 | 42,2 | 43,3 |
| EK-Rendite | 2,7 | 4,1 | 6,2 | 4,8 | 4,7 | 5,4 |
| GK-Rendite | 1,5 | 2,0 | 3,1 | 2,4 | 2,3 | 2,6 |
| ROCE | 3,9 | 4,5 | 4,7 | 4,8 | 4,9 | 5,2 |
| Bilanz (in Mio €) | | | | | | |
| Sachanlagen | 995,1 | 1.101,6 | 1.210,2 | 1.549,0 | 1.662,3 | 1.777,7 |
| Firmenwert | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Working capital | -1,8 | -1,7 | -4,4 | -4,0 | -4,2 | -4,4 |
| Umlaufvermögen | 145,1 | 166,9 | 216,6 | 130,4 | 91,2 | 47,0 |
| Capital employed (CE) | 1.034,3 | 1.114,6 | 1.223,1 | 1.562,0 | 1.675,9 | 1.789,3 |
| Eigenkapital | 695,3 | 684,4 | 787,5 | 835,0 | 853,1 | 887,8 |
| Eigenkapitalquote in % | 56,1 | 49,9 | 51,0 | 49,1 | 48,1 | 48,1 |
| Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-) | 379,4 | 454,1 | 467,1 | 655,6 | 745,8 | 818,2 |
| Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-) | 361,2 | 454,1 | 461,1 | 648,6 | 737,8 | 818,2 |
| Gearing in % | 54,6 | 66,4 | 59,3 | 78,5 | 87,4 | 92,2 |
| Kurs St. am 20.11.2006: 55,25 € | | | | | | |
| Bewertung | | | | | | |
| Gewinn je Aktie St. (€) | 1,22 | 1,78 | 2,82 | 2,33 | 2,35 | 2,79 |
| Cash Flow je Aktie (€) | 0,00 | 0,87 | 0,68 | 1,58 | 1,74 | 2,07 |
| Aktienanzahl St. (Mio) | 15,6 | 15,6 | 17,2 | 17,2 | 17,2 | 17,2 |
| KGV St. | 26,0 | 19,8 | 15,5 | 23,7 | 23,5 | 19,8 |
| KCFV | --- | 40,4 | 64,3 | 34,9 | 31,7 | 26,7 |
| EV / Umsatz | 17,53 | 17,63 | 18,09 | 18,32 | 18,71 | 16,83 |
| EV / EBITDA | 25,0 | 21,8 | 22,7 | 22,7 | 22,0 | 20,2 |
| EV / EBIT | 25,0 | 21,8 | 22,7 | 22,7 | 22,0 | 20,2 |

Rechtshinweis / Disclaimer

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

Die von M.M.Warburg & CO hergeleitete Bewertung, Empfehlung und Kursziel für das analysierte Unternehmen wird ständig überprüft und kann sich daher ändern, sollte sich einer der 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.

Die Analysten der M.M.Warburg & CO beziehen keine Vergütung – weder direkt noch indirekt – aus Investmentbankinggeschäften der Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA unterliegt der Aufsicht durch die BaFin – Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.



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.

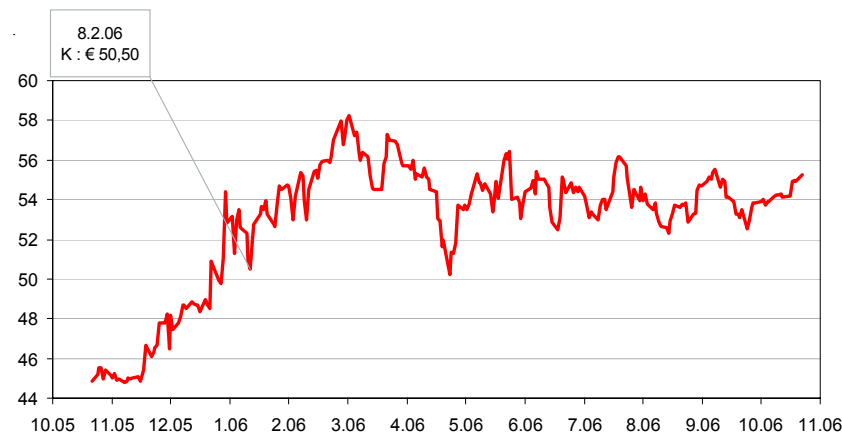
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

| <u>Empfehlung</u> | <u>Anzahl Unternehmen</u> | <u>% des Universums</u> |
|-------------------|---------------------------|-------------------------|
| Kaufen | 97 | 51% |
| Halten | 77 | 40% |
| Verkaufen | 17 | 9% |
| Gesamt | 191 | |

M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

| <u>Empfehlung</u> | <u>Anzahl Unternehmen</u> | <u>% des Universums</u> |
|-------------------|---------------------------|-------------------------|
| Kaufen | 72 | 55% |
| Halten | 52 | 40% |
| Verkaufen | 7 | 5% |
| Gesamt | 131 | |

Kurs- und Empfehlungs-Historie
Deutsche EuroShop (DEQn.DE) am 20.11.06



Quellen: Factset (Kurse) / M.M.Warburg (Empfehlungen)

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch M.M.Warburg & CO KGaA ausgesprochen wurde. Jedes Kästchen zeigt das Datum an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung abgegeben 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.



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

© M.M. Warburg & CO
 Kommanditgesellschaft auf Aktien

abgeschlossen am 21. November 2006

Head of Equities

Barbara C. Effler +49 (0)40 3282 2636 beffler@mmwarburg.com

Head of Research

Sven Dopke +49 (0)40 3282 2538 sdopke@mmwarburg.com

RESEARCH

Automobil

Marc-René Tonn Hersteller, Zulieferer +49 (0)40 3282 2597 mtonn@mmwarburg.com

Finanzwerte

Ralf Dibbern Versicherungen, Finanzdienstleister +49 (0)40 3282 2486 rdibbern@mmwarburg.com
 Andreas Pläsier Banken, Direktbanken +49 (0)40 3282 2469 aplaesier@mmwarburg.com

Handel, Konsum

Thilo Kleibauer Handel, Konsum +49 (0)40 3282 2578 tkleibauer@mmwarburg.com

Life Science

Sven Dopke Chemie, Spezialchemie +49 (0)40 3282 2538 sdopke@mmwarburg.com
 Ulrich Huwald Pharma, Gesundheit +49 (0)40 3282 2554 uhuwald@mmwarburg.com

Transport, Versorger

Nils Machemehl Logistik, Versorger +49 (0)40 3282 2548 nmachemehl@mmwarburg.com

Technologie, Medien

Michael Bahlmann Software, Medien +49 (0)40 3282 2351 mbahlmann@mmwarburg.com
 Eggert Kuls Investitionsgüter +49 (0)40 3282 2560 ekuls@mmwarburg.com
 Peter Metzger Investitionsgüter +49 (0)40 3282 2202 pmetzger@mmwarburg.com

Volkswirtschaft und Kapitalmarkt

Carsten Klude +49 (0)40 3282 2572 cklude@mmwarburg.com
 Daniel Hupfer +49 (0)40 3282 2439 dhupfer@mmwarburg.com

INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN

Matthias Fritsch +49 (0)40 3282 2696 mfritsch@mmwarburg.com
 Ann-Katrin Gross +49 (0)40 3282 2635 akgross@mmwarburg.com
 Dr. James F. Jackson +49 (0)40 3282 2664 jjackson@mmwarburg.com
 Wolf-Oliver Jürgens +49 (0)40 3282 2666 wjuergens@mmwarburg.com
 Marina Konzog +49 (0)40 3282 2669 mkonzog@mmwarburg.com
 Dirk Rosenfelder +49 (0)40 3282 2692 drosenfelder@mmwarburg.com
 Marco Schumann +49 (0)40 3282 2665 mschumann@mmwarburg.com
 Andreas Wessel +49 (0)40 3282 2663 awessel@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel +49 (0)40 3282 2634 omerckel@mmwarburg.com
 Thekla Struve +49 (0)40 3282 2668 tstruve@mmwarburg.com
 Gudrun Bolsen +49 (0)40 3282 2679 gbolsen@mmwarburg.com
 Tobias Rothaler +49 (0)40 3282 2701 trothaler@mmwarburg.com

SALES ASSISTENZ

Wiebke Möller +49 (0)40 3282 2703 wmoeller@mmwarburg.com
 Kerstin Muthig +49 (0)40 3282 2632 kmuthig@mmwarburg.com

ROADSHOW / MARKETING

Christian Alisch +49 (0)40 3282 2667 calisch@mmwarburg.com

Adresse: M.M. Warburg Investment Research, Ferdinandstraße 75, D-20095 Hamburg