



Deutsche EuroShop

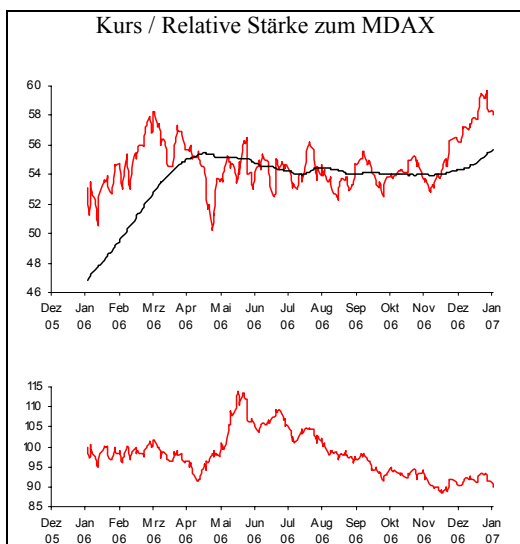
Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 65,00 €

Immobilien

Bullet Points

Reuters Symbol: DEQGn.DE
ISIN: DE0007480204Kurs am 30.01.2007: 58,00 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 59,68/50,20 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	996,9 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



Quelle : FactSet M.M. Warburg Investment Research

in €	2005	2006e	2007e	2008e
EPS (neu)	2,82	5,70	2,46	2,83
EPS (alt)	2,82	2,33	2,35	2,94
CFPS	0,68	1,56	1,51	2,11
Dividende	2,00	2,00	2,20	2,30
in Mio €	2005	2006e	2007e	2008e
Umsatz	72,1	92,0	91,8	110,9
EBITDA	57,5	83,5	77,1	92,3
EBIT	57,5	83,5	77,1	92,3
Jahrestüberschuß	48,5	98,0	42,2	48,6
Cash flow	11,7	26,9	25,9	36,3
ROCE (EBIT/CE)	4,7%	5,3%	4,5%	5,0%
	2005	2006e	2007e	2008e
KGV	15,5	9,5	23,6	20,5
KCFV	64,3	34,5	38,5	27,5
Div. rendite	4,6%	3,7%	3,8%	4,0%
EV/Umsatz	18,09	17,37	20,30	17,51
EV/EBITDA	22,7	19,2	24,2	21,0

Hohes Neubewertungsergebnis 2006

- Ergebnis nach Steuern 2006 verdoppelt:** Die Deutsche Euroshop (DES) veröffentlichte gestern ihr vorläufiges Ergebnis 2006. Demnach stieg das Ergebnis nach Steuern um 101% auf 98 Mio € oder 5,70 € je Aktie (MMWe: 2,33 €). Das unerwartet gute Ergebnis war insbesondere auf den Neubewertungseffekt des Shoppingcenter-Portfolios zurückzuführen, der mit 70 Mio € deutlich über unserer Schätzung von 12 Mio € ausfiel. Nach Unternehmensangaben wurden die Center auf der Grundlage externer Gutachten um durchschnittlich 4,7% aufgewertet (MMWe: 1%). Der operative Gewinn (ohne Bewertungseffekte) lag bei über 50 Mio €. Bedingt durch das unerwartet hohe Bewertungsergebnis stieg auch der NAV stärker als von uns geschätzt: Er lag Ende 2006 bei 50,85 € je Aktie, wir waren in unserer Projektion von 49,40 € je Aktie ausgegangen.
- Umsatz- und Ergebniszuwächse erst wieder 2008:** Bedingt durch den Verkauf der Shoppingcenter in Italien und Frankreich im Jahr 2006 (gemeinsamer Umsatz 2006 rd. 4 Mio €) wird der Umsatz 2007 unserer Einschätzung nach nicht steigen. Die Eröffnung der Galeria Baltycka in Danzig (Planung: Oktober 2007, anteiliger Umsatz 2007e: 3 Mio €) sowie ein Wachstum der Mieten des Bestandsportfolios (MMWe: 1%) werden die Ausfälle höchstens kompensieren können. Ebenso verhält es sich mit dem operativen Ergebnis, das ebenfalls auf dem Niveau des Jahres 2006 ausfallen sollte. 2008 ist dann allerdings erneut mit einem zweistelligen Umsatzzuwachs zu rechnen. Für die Galeria Baltycka rechnen wir 2008 mit einem Umsatzbeitrag von 11 Mio €, darüber hinaus erfolgen die Erstkonsolidierungen der deutschen Shopping Center in Hameln (Frühjahr 2008) und Passau (Herbst 2008). Den gesamten Umsatzeffekt aus Erstkonsolidierungen schätzen wir 2008 auf 18-19 Mio €. Hinzu kommt ein erwartetes Umsatzwachstum aus dem Bestand in Höhe von rund 1%. 2008 könnten Umsatz und Ergebnis somit um rund 20% zulegen.
- Kursziel auf 65 € angehoben, Kaufempfehlung bestätigt:** Unsere Bewertung der DES-Aktie basiert auf einem NAV-Vergleich mit den entsprechenden Werten einer europäischen Peergroup, die derzeit mit einem Multiple von 1,3x NAV bewertet wird. Die DES liegt mit einem Wert von 1,15 (Basis NAV 2006) deutlich darunter. Für einen Abschlag besteht aus unserer Sicht kein Grund, denn wir beurteilen die klare strategische Positionierung des Unternehmens, die Qualität des Portfolios und das Wachstumspotential als positiv.

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

	2003	2004	2005	2006e	2007e	2008e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	57,9	61,4	72,1	92,0	91,8	110,9	
Herstellungskosten	0,0	-11,4	-7,9	-8,9	-8,6	-10,4	
Rohertrag	57,9	50,0	64,3	83,2	83,2	100,5	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-0,8	-4,3	-4,5	-5,4	-5,3	-6,4	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	-16,6	4,1	-2,3	5,7	-0,8	-1,8	
EBITDA	40,5	49,8	57,5	83,5	77,1	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	83,5	77,1	92,3	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	40,5	49,8	57,5	83,5	77,1	92,3	
Finanzergebnis	3,5	4,8	5,0	0,9	1,6	1,7	
a.o. Ergebnis	5,8	8,0	49,7	70,1	19,3	15,5	
Ergebnis vor Steuern	27,9	42,1	80,9	117,4	60,2	69,0	
EE-Steuern	-8,5	-10,8	-19,4	-16,4	-15,0	-17,2	
(Steuerquote in %)	30,5	25,8	24,0	13,9	25,0	25,0	
Jahresüberschuß	19,0	27,7	48,5	98,0	42,2	48,6	
Ergebnis je Aktie (St.)	1,22	1,78	2,82	5,70	2,46	2,83	
Wachstum (in %)	CAGR (03/08)						
Umsatz	13,9 %	24,5	6,1	17,4	27,6	-0,2	20,8
EBITDA	17,9 %	24,8	22,7	15,6	45,1	-7,7	19,7
EBIT	17,9 %	272,8	22,7	15,6	45,1	-7,7	19,7
Jahresüberschuß	20,7 %	---	45,8	74,8	102,2	-56,9	15,1
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)							
Herstellungskostenquote	0,0	18,6	10,9	9,6	9,4	9,4	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	1,3	7,0	6,2	5,9	5,8	5,8	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	---	21,7	30,1	51,4	32,6	41,7	
Operativer Cash flow	---	21,6	32,8	51,0	32,8	41,9	
Investiver Cash flow	---	-74,2	-70,5	-70,5	-70,5	-70,5	
Free Cash flow	---	-52,6	-37,7	-19,5	-37,7	-28,6	
Cash earnings	---	13,6	11,7	26,9	25,9	36,3	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	11.575,8	12.284,2	14.424,2	18.405,6	18.365,5	22.189,0	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	8.107,4	9.951,6	11.499,4	16.691,1	15.413,9	18.456,2	
Rentabilität (in %)							
EBITDA / Umsatz	70,0	81,0	79,7	90,7	83,9	83,2	
EBIT / Umsatz	70,0	81,0	79,7	90,7	83,9	83,2	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	48,2	68,5	112,1	127,6	65,6	62,2	
Jahresüberschuß / Umsatz	32,9	45,2	67,2	106,5	46,0	43,8	
EK-Rendite	2,7	4,1	6,2	11,0	4,9	5,4	
GK-Rendite	1,5	2,0	3,1	5,5	2,3	2,6	
ROCE	3,9	4,5	4,7	5,3	4,5	5,0	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	995,1	1.101,6	1.210,2	1.549,0	1.718,3	1.833,7	
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	206,0	89,4	44,5	
Capital employed (CE)	1.034,3	1.114,6	1.223,1	1.562,0	1.731,9	1.845,3	
Eigenkapital	695,3	684,4	787,5	893,0	862,9	896,9	
Eigenkapitalquote in %	56,1	49,9	51,0	50,3	47,2	47,2	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	379,4	454,1	467,1	580,0	772,6	845,7	
Nettogesamtvverschuldung (+), -liquidität (-)	361,2	454,1	461,1	573,0	764,6	845,7	
Gearing in %	54,6	66,4	59,3	65,0	89,5	94,3	
Kurs St. am 30.01.2007: 58,00 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	1,22	1,78	2,82	5,70	2,46	2,83	
Cash Flow je Aktie (€)	0,00	0,87	0,68	1,56	1,51	2,11	
Aktienanzahl St. (Mio)	15,6	15,6	17,2	17,2	17,2	17,2	
KGV St.	26,0	19,8	15,5	9,5	23,6	20,5	
KCFV	high	40,4	64,3	34,5	38,5	27,5	
EV / Umsatz	17,53	17,63	18,09	17,37	20,30	17,51	
EV / EBITDA	25,0	21,8	22,7	19,2	24,2	21,0	
EV / EBIT	25,0	21,8	22,7	19,2	24,2	21,0	

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.