



# Deutsche EuroShop

Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 68,00 €

Immobilien

Update

Reuters Symbol: DEQn.DE  
ISIN: DE0007480204

Kurs am 24.04.2007: 59,80 €  
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 60,18/50,20 €

## Kapitalgrößen

Marktkapitalisierung	1.027,8 Mio €
Anzahl Aktien	17,2 Mio
Gez. Kapital	22,0 Mio €

## Besitzverhältnisse

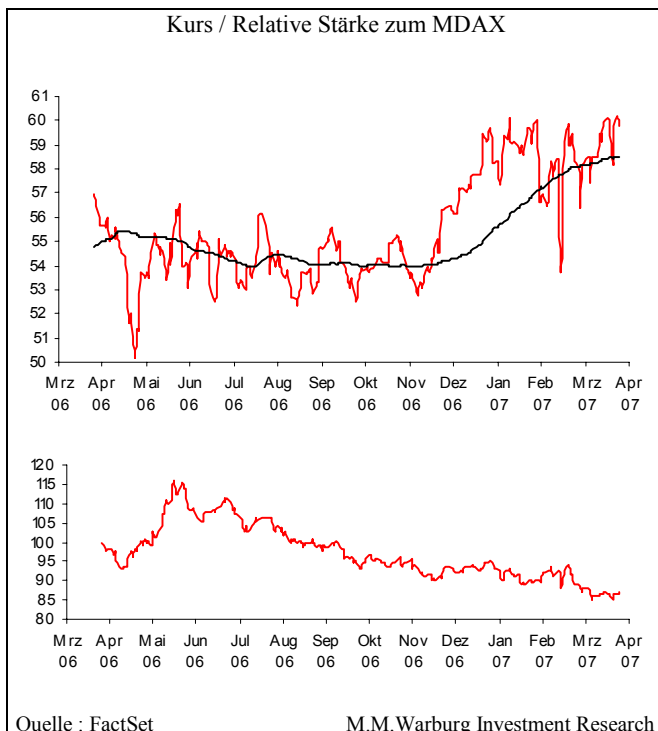
Streubesitz	St.	80,7%
Familie Otto	St.	19,3%

## Termine

11.05.2007 :	Ergebnis Q1 2007
21.06.2007 :	HV 2007
14.08.2007 :	Ergebnis Q2 2007
09.11.2007 :	Ergebnis Q3 2007

- **Hervorragendes Jahr 2006**
- **2007 unspektakulär**
- **2008 wieder deutliches Wachstum**

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



in €	2006	2007e	2008e	2009e
<b>EPS (neu)</b>	<b>5,84</b>	<b>2,36</b>	<b>3,36</b>	<b>3,28</b>
EPS (alt)	5,84	2,35	2,94	---
CFPS	1,40	1,02	1,42	1,86
Dividende	2,10	2,10	2,30	2,30
in Mio €	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	92,9	92,7	111,8	120,8
EBITDA	86,3	72,3	88,9	98,4
EBIT	86,3	72,3	88,9	98,4
Jahresüberschuß	100,3	40,5	57,8	0,0
Cash flow	24,0	17,5	24,3	32,0
ROCE (EBIT/CE)	5,2%	4,1%	4,8%	5,0%
	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	9,3	25,4	17,8	18,2
KCFV	38,7	58,8	42,2	32,2
Div. rendite	3,9%	3,5%	3,8%	3,8%
EV/Umsatz	18,85	20,68	17,76	17,27
EV/EBITDA	20,3	26,5	22,3	21,2

Das Jahr 2006 verlief für die Deutsche Euroshop (DES) erfolgreich. Neben einer guten operativen Entwicklung führte auch die Neubewertung der gehaltenen Immobilienbeteiligungen zu einem massiven Anstieg des Ergebnisses. Das laufende Jahr 2007 hingegen wird unspektakulär. Aufgrund des Verkaufs der Shoppingcenter in Frankreich und Italien ist mit einem stagnierenden Umsatzniveau von 92-94 Mio € zu rechnen. Ebenso rechnen wir damit, daß das rein operative Ergebnis in etwa auf dem bereinigten Vergleichsniveau des Jahres 2006 liegen dürfte. 2008 ist dann wieder mit einem deutlichen Umsatz- und Ertragswachstum zu rechnen, welches sich aus der Inbetriebnahme der neuen Shoppingcenter in Danzig (Herbst 2007) und Hameln (Frühjahr 2008) ergibt. Auch hinsichtlich des NAV rechnen wir mit einem weiter steigenden Wert. Die Anhebung unseres Kursziels von bisher 65 € auf nunmehr 68 € reflektiert in erster Linie die besser als erwartete Entwicklung des NAV. Wir halten für das Jahr 2008 einen NAV je Aktie von 54,70 € für realistisch, gleichzeitig rechtfertigt die gute strategische Positionierung des Unternehmens unserer Ansicht nach einen Multiplikator von 1,25.

#### **Gute operative Entwicklung 2006**

Die DES steigerte den Umsatz 2006 um 29% auf 92,9 Mio € und profitierte hierbei insbesondere von Erstkonsolidierungseffekten. Hierzu gehörten die Center in Klagenfurt (Eröffnung Anfang 2006, Umsatz: 4 Mio €) und Dessau (Eröffnung Anfang 2006, Umsatz: 8 Mio €). Darüber hinaus wurde erstmals das Main-Taunus-Zentrum nach der Anteilsaufstockung quotall in die Ertragsrechnung einbezogen. Die Mietsteigerungen für die existierenden Objekte stiegen ebenfalls um gesunde 1,9%, die Leerstandsquote der Objekte lag erneut unter 1%. Das operative Ergebnis (EBIT) wuchs mit 50% doppelt so stark wie der Umsatz auf 86,3 Mio €. Positiv beeinflusst war diese Steigerung allerdings vom Buchgewinn in Höhe von insgesamt 14,8 Mio € aus dem Verkauf der Shoppingcenter in Frankreich und Italien. Berücksichtigt man zudem die für den Verkauf angefallene Maklerprovision, ergab sich eine in etwa umsatzproportionale Ergebnissteigerung.

#### **Hohes Neubewertungsergebnis**

Stark positiv schlug das Bewertungsergebnis mit 72,3 Mio € (Vorjahr: 49,9 Mio €) zu Buche und fiel damit deutlich höher als von uns ursprünglich erwartet aus. Insbesondere die erstmalige Bewertung der Shoppingcenter in Dessau brachte einen Betrag von 22,3 Mio €, aber auch die übrigen Center wurden im Volumen von 44,2 Mio € aufgewertet. Weitere 4,6 Mio € resultierten aus der Aufstockung verschiedener Anteilsquoten.

Das Finanzergebnis verschlechterte sich um 1,7 Mio € auf minus 41 Mio €. Ursächlich hierfür waren einerseits um 5,3 Mio € gestiegene Finanzierungskosten infolge der Ausweitung des Shoppingcenterportfolios, kompensierend wirkten allerdings geringere den Kommanditisten zustehende Er-

Abb. 1: Entwicklung des Net Asset Value (NAV)

in Mio €	2005	2006	2007e	2008e	2009e
Sachanlagevermögen	1.381	1.653	1.746	1.879	2.004
Umlaufvermögen	148	143	32	1	38
<b>Gesamtvermögen</b>	<b>1.544</b>	<b>1.796</b>	<b>1.778</b>	<b>1.880</b>	<b>2.042</b>
langfristige Verbindlichkeiten	679	854	784	865	1.015
kurzfristige Verbindlichkeiten	70	65	88	75	62
<b>Net Asset Value DES</b>	<b>795</b>	<b>878</b>	<b>906</b>	<b>940</b>	<b>965</b>
<b>NAV je Aktie (in €)</b>	<b>46,23</b>	<b>51,05</b>	<b>52,70</b>	<b>54,70</b>	<b>56,13</b>

M.M. Warburg Investment Research

gebnisanteile, die nach IAS 32 nunmehr als Finanzierungsaufwand erfaßt werden müssen (bisher: Berücksichtigung unterhalb des Nettoergebnisses in dem Ergebnisanteil Konzernfremder). 2005 lagen diese insbesondere wegen hoher anteiliger Erstbewertungsgewinne bei 12,9 Mio €, 2006 ermäßigten sie sich auf 6,3 Mio €.

Das Ergebnis nach Steuern schließlich legte um 105% auf 100,3 Mio € zu, womit die EPS bei 5,84 € lagen. Hiervon entfielen 1,53 € (2004: 1,24 €) auf das rein operative Geschäft, 1,33 € auf Buchgewinne aus dem Verkauf der Beteiligungen in Frankreich und Italien sowie 2,98 € (2005: 1,85 €) auf Bewertungseffekte. Anteile Dritter fielen nicht an, da sie, wie oben beschrieben, bereits in den Finanzierungskosten berücksichtigt sind. Die Dividende für 2006 wird um 5% auf 2,10 € angehoben.

#### **Gesunde Bilanz**

Bilanziell war 2006 von einem weiteren Anstieg des Anlagevermögens geprägt, das bedingt durch deutliche Nettoinvestitionen in das Portfolio und Neubewertungen um gut 300 Mio € auf gut 1,65 Mrd € wuchs. Die liquiden Mittel lagen Ende 2006 bei rund 97 Mio € und sind nach Aussagen des Managements für die laufenden Investitionen belegt. Passivseitig entfallen durch die Anwendung IAS 32 die Eigenkapitalanteile Dritter, die nunmehr unter den Verbindlichkeiten ausgewiesen werden. Dennoch verfügt das Unternehmen über eine sehr gesunde Eigenkapitalquote von 44,3% (Vorjahr: 46,9%). Generell plant das Management einen weiteren Ausbau des Beteiligungsportfolios, auch wenn der deutsche Immobilienmarkt infolge des hohen Interesses gerade ausländischer Investoren preislich sehr angespannt ist. Vor diesem Hintergrund ist eine Investitionspause durchaus möglich, nachdem das Portfolio in den beiden vergangenen Jahren deutlich stärker als geplant wuchs.

#### **2008 wieder deutliches Wachstum, 2007 unspektakulär**

Für das laufende Jahr rechnen wir für die Deutsche Euroshop mit einem Umsatz auf Vorjahresniveau in Höhe von 92-94 Mio €. Ursächlich hierfür ist der Wegfall der Umsätze aus den verkauften Shoppingcentern in Frankreich und Italien (zusammen rund 4 Mio €), die durch die Umsatzbeiträge der Galeria Balycka in Danzig (Eröffnung Anfang Oktober

**Abb. 2: Ertragsszenario Deutsche Euroshop**

€ '000	2006	Q1 2007e	Q2 2007e	Q3 2007e	Q4 2007e	2007e	Δ %	2008e	Δ %	2009e	Δ %
<b>Umsatz</b>	<b>92.854</b>	<b>20.428</b>	<b>20.824</b>	<b>23.309</b>	<b>28.109</b>	<b>92.670</b>	<b>-0,2</b>	<b>111.796</b>	<b>20,6</b>	<b>120.776</b>	<b>8,0</b>
Sonstige Erträge	15.997	400	200	200	200	1.000	-93,7	1.000	0,0	1.000	0,0
Grundstücksbetrieb	-10.409	-1.920	-1.957	-2.564	-3.935	-10.377	-0,3	-12.407	19,6	-11.353	-8,5
Grundstückverwaltung	-5.755	-1.185	-1.249	-1.352	-1.968	-5.754	0,0	-6.484	12,7	-7.005	8,0
Sonstige betr. Aufwend.	-6.346	-1.000	-1.500	-1.500	-1.200	-5.200	-18,1	-5.000	-3,8	-5.000	0,0
<b>EBIT</b>	<b>86.341</b>	<b>16.723</b>	<b>16.317</b>	<b>18.093</b>	<b>21.206</b>	<b>72.339</b>	<b>-16,2</b>	<b>88.905</b>	<b>22,9</b>	<b>98.418</b>	<b>10,7</b>
<i>EBIT Marge (%)</i>	<i>93,0</i>	<i>81,9</i>	<i>78,4</i>	<i>77,6</i>	<i>75,4</i>	<i>78,1</i>	<i>-16,1</i>	<i>79,5</i>		<i>81,5</i>	
Erträge aus Beteiligungen	1.940	315	420	420	1.000	2.155	11,1	2.263	5,0	2.376	5,0
Zinserträge	2.346	450	700	500	600	2.250	-4,1	1.400	-37,8	1.400	0,0
Zinsaufwendungen	-45.250	-10.452	-10.736	-10.400	-14.168	-45.756	1,1	-48.959	7,0	-51.407	5,0
<b>Finanzergebnis</b>	<b>-40.964</b>	<b>-9.687</b>	<b>-9.616</b>	<b>-9.480</b>	<b>-12.568</b>	<b>-41.351</b>	<b>0,9</b>	<b>-45.296</b>	<b>9,5</b>	<b>-47.631</b>	<b>5,2</b>
Bewertungsergebnis	72.299	-500	-300	-200	24.000	23.000	-68,2	33.490	45,6	24.490	-26,9
<b>Ergebnis v. Steuern</b>	<b>117.676</b>	<b>6.536</b>	<b>6.401</b>	<b>8.413</b>	<b>32.638</b>	<b>53.988</b>	<b>-54,1</b>	<b>77.099</b>	<b>42,8</b>	<b>75.277</b>	<b>-2,4</b>
Steuern	-17.369	-1.634	-1.600	-2.103	-8.159	-13.497	-22,3	-19.275	42,8	-18.819	-2,4
<i>(Steuerquote in %)</i>	<i>14,8</i>	<i>25</i>	<i>25</i>	<i>25</i>	<i>25</i>	<i>25,0</i>		<i>25,0</i>		<i>25,0</i>	
<b>Überschuß</b>	<b>100.307</b>	<b>4.902</b>	<b>4.801</b>	<b>6.310</b>	<b>24.478</b>	<b>40.491</b>	<b>-59,6</b>	<b>57.824</b>	<b>42,8</b>	<b>56.458</b>	<b>-2,4</b>
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0		0		0	
Überschuß nach Ant.	<b>100.307</b>	<b>4.902</b>	<b>4.801</b>	<b>6.310</b>	<b>24.478</b>	<b>40.491</b>	<b>-59,6</b>	<b>57.824</b>	<b>42,8</b>	<b>56.458</b>	<b>-2,4</b>
Anzahl Aktien	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2		17,2		17,2	
EPS	<b>5,84</b>	<b>0,29</b>	<b>0,28</b>	<b>0,37</b>	<b>1,42</b>	<b>2,36</b>		<b>3,36</b>		<b>3,28</b>	
Dividende	<b>2,10</b>					<b>2,10</b>		<b>2,30</b>		<b>2,30</b>	

*M.M. Warburg Investment Research*

2007, erwarteter zeitanteiliger Umsatzbeitrag: 2-3 Mio €) nicht komplett kompensiert werden. Deutliche Zuwächse dürften sich dann aber 2008 einstellen, wenn zum einen die Galeria Balycka voll zum Umsatz beiträgt (MMWe: 11 Mio €) und zudem die Einkaufszentren in Hameln (Eröffnung Frühjahr 2008) und Passau (Herbst 2008) im Umsatz konsolidiert werden. Aus unserer Sicht ist für das Jahr 2008 mit einem Umsatzzuwachs um rund 20% auf 112 Mio € zu rechnen, zumal das Shoppingcenter in Danzig bereits heute zu 100% und die Center in Hameln und Passau zu über 70% vermietet sind.

#### **EBIT sollte 2008 um 23% zulegen**

Hinsichtlich des EBIT rechnen wir für das laufende Jahr ebenfalls mit einem Wert auf dem bereinigten Vorjahresniveau. Dieses lag unter der Herausrechnung der Buchgewinne aus dem Verkauf zweier Objekte bei 73,6 Mio €. Da zudem auch Ergebnisbeiträge für die beiden verkauften Center entfallen, könnte das EBIT 2007 auch leicht unter dem Vorjahresniveau liegen. Deutlich Zuwächse um über 20% sollten sich dann allerdings 2008 ergeben, wenn die schon erwähnten 3 neuen Shoppingcenter zum Konzerntrag beitragen. Wir rechnen für 2008 mit einem EBIT in Höhe von 88,9 Mio €.

#### **Weitere positive Neubewertungseffekte wahrscheinlich**

Wir gehen in unserem Szenario davon aus, daß auch im Jahr 2007 ein erneuter positiver Bewertungseffekt in Höhe von mindestens 1,5% des Anlagevermögens (somit rund 20 Mio €) auftritt, denn die Mieten in den Shoppingcentern sind indexiert und steigen mit der Inflationsrate. Dementsprechend positiv sollte sich auch der Ertragswert entwickeln.

Eine gewisse Unsicherheit ergibt sich allerdings aus der aktuell nach oben gerichteten Zinstendenz, die den Diskontierungssatz in den Ertragswertmodellen nach oben treiben und damit die positiven Mietsteigerungseffekte kompensieren könnte. 2008 stehen zudem die erstmaligen Marktbewertungen der Shoppingcenter in Danzig und Hameln und 2009 des Centers in Passau an.

#### **Kursziel auf 68 € angehoben**

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 um 3% auf 52,70 € und 2008 von einem weiteren Zuwachs um knapp 4% auf 54,70 € je Aktie aus. Die Peergroup wird durchschnittlich derzeit mit einem Multiple von 1,1-1,2x NAV bewertet. Der derzeitige Kurs der DES von 59,80 € signalisiert auf Basis unserer NAV-Schätzung für das Jahr 2008 eine Prämie von 13%. Wir billigen der Aktie jedoch nach wie vor eine Bewertung am oberen Rand der Bandbreite der Vergleichsunternehmen von 1,25x NAV zu. Der Grund hierfür liegt insbesondere in der klaren strategischen Positionierung des Unternehmens und dem anhaltenden Interesse ausländischer Investoren am deutschen Immobilienmarkt. Zudem könnte das Sentiment für die Aktie von einem sich weiter verbessernden Konsumklima in Deutschland profitieren. Schließlich sorgt nach wie vor die Einführung von REITs in Deutschland für Phantasie im Hinblick auf Immobilienaktien, wenngleich die konkrete Anwendung des Gesetzes in der Praxis noch zu erheblichen Umsetzungsschwierigkeiten führen dürfte.

**Ralf Dibbern**



Abb. 3: Peergroup Deutsche Euroshop

Company	Curr.	Price 24.04.2007	Marketcap. € m	PE 2007e	PE 2008e	EV/EBIT 2007e	EV/EBIT 2008e	Dividend 2007e	Div. yield 2008e	Price/NAV 2007e
Corio	EUR	70,10	4.714	22,9	20,9	24,5	23,1	2,57	3,7%	1,27
Eurocommercial Prop.	EUR	43,40	1.531	23,7	19,1	21,8	20,4	1,70	3,9%	1,13
Hammerson	GBP	1532,00	4.369	40,4	35,8	29,6	28,9	27,10	1,8%	0,93
Klepierre	EUR	140,55	6.488	37,7	32,5	31,5	30,5	3,58	2,5%	1,25
Liberty intl. plc	GBP	1226,00	4.448	31,0	28,5	22,5	23,8	36,20	3,0%	0,95
Rodamco Europe	EUR	110,44	9.900	24,8	23,7	24,9	23,6	3,89	3,5%	1,32
Vastned Retail	EUR	72,01	1.217	18,3	17,5	17,8	17,6	3,89	5,4%	1,15
<b>Average</b>				<b>28,4</b>	<b>25,4</b>	<b>24,7</b>	<b>24,0</b>		<b>3,4%</b>	<b>1,14</b>
<b>DES</b>	EUR	<b>59,80</b>	<b>1.028</b>	<b>25,4</b>	<b>17,8</b>	<b>26,5</b>	<b>22,3</b>	<b>2,10</b>	<b>3,5%</b>	<b>1,13</b>

Quelle: JCF-Quant, eigene Schätzungen

M.M. Warburg Investment Research



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

**Deutsche EuroShop**

	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	
<b>Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)</b>							
Umsatz	61,4	72,1	92,9	92,7	111,8	120,8	
Herstellungskosten	-11,4	-7,9	-10,4	-10,4	-12,4	-11,4	
Rohertrag	50,0	64,3	82,4	82,3	99,4	109,4	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-4,3	-4,5	-5,8	-5,8	-6,5	-7,0	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	4,1	-2,3	9,7	-4,2	-4,0	-4,0	
EBITDA	49,8	57,5	86,3	72,3	88,9	98,4	
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	49,8	57,5	86,3	72,3	88,9	98,4	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	49,8	57,5	86,3	72,3	88,9	98,4	
Finanzergebnis	4,8	5,0	1,9	2,2	2,3	2,4	
a.o. Ergebnis	8,0	49,9	72,3	23,0	33,5	24,5	
Ergebnis vor Steuern	42,1	68,1	117,7	54,0	77,1	75,3	
EE-Steuern	-10,8	-19,4	-17,4	-13,5	-19,3	-18,8	
(Steuerquote in %)	25,8	28,5	14,8	25,0	25,0	25,0	
Jahresüberschuß	27,7	48,7	100,3	40,5	57,8	0,0	
Ergebnis je Aktie (St.)	1,78	2,83	5,84	2,36	3,36	3,28	
<b>Wachstum (in%) CAGR (04/09)</b>							
Umsatz	14,5 %	6,1	17,4	28,7	-0,2	20,6	8,0
EBITDA	14,6 %	22,7	15,6	50,2	-16,2	22,9	10,7
EBIT	14,6 %	22,7	15,6	50,2	-16,2	22,9	10,7
Jahresüberschuß	R- %	45,8	75,6	105,9	-59,6	42,8	---
<b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>							
Herstellungskostenquote	18,6	10,9	11,2	11,2	11,1	9,4	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	7,0	6,2	6,2	6,2	5,8	5,8	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
<b>Cash flow (in Mio €)</b>							
Brutto Cash flow	21,7	17,2	49,3	25,5	36,1	40,5	
Operativer Cash flow	21,6	19,9	49,1	25,8	36,3	40,5	
Investiver Cash flow	-74,2	-70,5	-70,5	-70,5	-70,5	-69,5	
Free Cash flow	-52,6	-50,6	-21,4	-44,7	-34,2	-29,0	
Cash earnings	13,6	-1,2	24,0	17,5	24,3	32,0	
<b>Produktivität (in Tsd €)</b>							
Umsatz / Mitarbeiter	12.284,2	14.424,2	18.570,8	18.534,0	22.359,2	24.155,2	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	9.951,6	11.499,4	17.268,2	14.467,8	17.781,0	19.683,6	
<b>Rentabilität (in %)</b>							
EBITDA / Umsatz	81,0	79,7	93,0	78,1	79,5	81,5	
EBIT / Umsatz	81,0	79,7	93,0	78,1	79,5	81,5	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	68,5	94,5	126,7	58,3	69,0	62,3	
Jahresüberschuß / Umsatz	45,2	67,5	108,0	43,7	51,7	0,0	
EK-Rendite	4,1	6,7	12,6	5,0	6,9	0,0	
GK-Rendite	2,0	3,2	5,6	2,3	3,1	0,0	
ROCE	4,5	4,7	5,2	4,1	4,8	5,0	
<b>Bilanz (in Mio €)</b>							
Sachanlagen	1.101,6	1.210,2	1.623,8	1.716,8	1.850,3	1.974,8	
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Working capital	-1,7	-4,4	-4,2	-4,4	-4,6	-4,9	
Umlaufvermögen	166,9	216,6	143,3	32,0	0,8	37,8	
Capital employed (CE)	1.114,6	1.223,1	1.663,7	1.758,7	1.861,7	1.985,9	
Eigenkapital	684,4	724,7	796,3	817,7	842,0	866,6	
Eigenkapitalquote in %	49,9	46,9	44,3	46,0	44,8	42,4	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	454,1	467,1	683,7	843,8	909,8	1.007,9	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	435,9	467,1	683,7	836,8	901,8	999,9	
Gearing in %	66,4	64,5	85,9	103,2	108,1	116,3	
<b>Kurs St. am 24.04.2007: 59,80 €</b>							
<b>Bewertung</b>							
Gewinn je Aktie St. (€)	1,78	2,83	5,84	2,36	3,36	3,28	
Cash Flow je Aktie (€)	0,87	-0,07	1,40	1,02	1,42	1,86	
Aktienanzahl St. (Mio)	15,6	17,2	17,2	17,2	17,2	17,2	
KGV St.	19,8	15,5	9,3	25,4	17,8	18,2	
KCFV	40,4	-605,6	38,7	58,8	42,2	32,2	
EV / Umsatz	17,63	18,09	18,85	20,68	17,76	17,27	
EV / EBITDA	21,8	22,7	20,3	26,5	22,3	21,2	
EV / EBIT	21,8	22,7	20,3	26,5	22,3	21,2	



---

## 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

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. In diesem Zusammenhang weisen wir auf folgendes hin:

- M.M.Warburg & CO und mit diesem verbundene Unternehmen handeln regelmäßig Finanzinstrumente des analysierten Unternehmens oder Derivate dieser Finanzinstrumente.

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.

**“-“ Empfehlung ausgesetzt:** Die Informationslage läßt eine Beurteilung des Unternehmens momentan nicht zu.

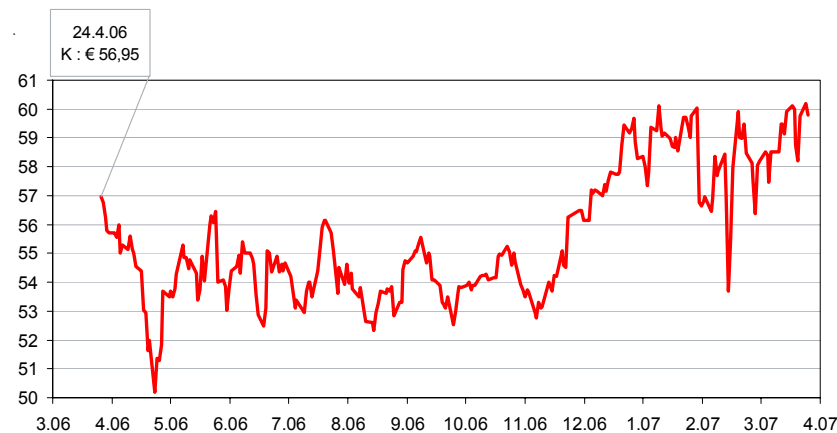
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

<b>Empfehlung</b>	<b>Anzahl Unternehmen</b>	<b>% des Universums</b>
Kaufen	96	49%
Halten	74	38%
Verkaufen	15	8%
Empf. ausgesetzt	9	5%
<b>Gesamt</b>	<b>194</b>	

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:

<b>Empfehlung</b>	<b>Anzahl Unternehmen</b>	<b>% des Universums</b>
Kaufen	75	58%
Halten	42	32%
Verkaufen	8	6%
Empf. ausgesetzt	5	4%
<b>Gesamt</b>	<b>130</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**  
**Deutsche EuroShop (DEQn.DE) am 24.4.07**



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 25. April 2007

### Head of Equities

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

### Leitung

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

### RESEARCH

#### Automobil

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

#### Finanzwerte

Ralf Dibbern Finanzdienstleister, Versicherungen +49 (0)40 3282 2486 rdibbern@mmwarburg.com

Andreas Pläsier Banken, Direktbanken +49 (0)40 3282 2469 aplasier@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 Gesundheit, Pharma +49 (0)40 3282 2554 uhuwald@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

#### Assistenz

Thorsten Eil +49 (0)40 3282 2214 teil@mmwarburg.com

Stefanie Waack +49 (0)40 3282 2258 swaack@mmwarburg.com

### INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN

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

Thomas Dinges +49 (0)40 3282 2635 tdinges@mmwarburg.com

Matthias Fritsch +49 (0)40 3282 2696 mfritsch@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

Benjamin Kassen +49 (0)40 3282 2630 bkassen@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

Nils Carstens +49 (0)40 3282 2701 ncarstens@mmwarburg.com

Steffen Flemming +49 (0)40 3282 2694 sflemming@mmwarburg.com

Jörg Treptow +49 (0)40 3282 2658 jtreptow@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