



Deutsche EuroShop

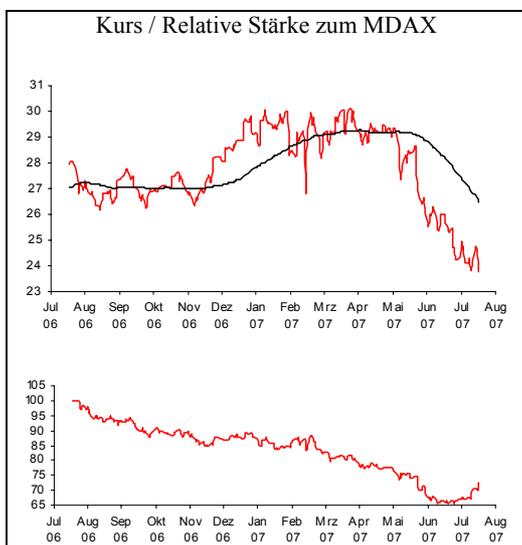
Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 30,00 €

Immobilien

Bullet Points

Reuters Symbol: DEQn.DE
ISIN: DE0007480204Kurs am 16.08.2007: 23,74 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 30,09/23,74 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	816,1 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	09.11.2007 :	Ergebnis Q3 2007
Anzahl Aktien	34,4 Mio	Familie Otto	St. 19,3%		
Gez. Kapital	22,0 Mio €				



Quelle : FactSet M.M. Warburg Investment Research

in €	2006	2007e	2008e	2009e
EPS (neu)	3,10	1,29	1,65	1,74
EPS (alt)	3,10	1,29	1,65	1,74
CFPS	0,88	0,60	0,82	1,03
Dividende	1,05	1,05	1,15	1,15
in Mio €	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	92,9	95,5	114,6	123,6
EBITDA	86,3	75,3	90,3	100,8
EBIT	86,3	75,3	90,3	100,8
Jahresüberschuß	106,7	44,5	56,6	59,9
Cash flow	30,4	20,5	28,1	35,4
ROCE (EBIT/CE)	5,2%	4,3%	4,9%	5,1%
	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	8,7	18,3	14,4	13,6
KCFV	30,5	39,8	29,0	23,1
Div. rendite	3,9%	4,4%	4,8%	4,8%
EV/Umsatz	18,85	17,76	15,38	15,04
EV/EBITDA	20,3	22,5	19,5	18,4

2008 wieder deutliches Wachstum

- H1 Umsatz und Ergebnis im Rahmen unserer Erwartungen:** Die für das 1. Halbjahr 2007 vorgelegten Zahlen bargen keinerlei Überraschungen. Der Umsatz lag mit 45,6 Mio € um 1% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau, der Rückgang war allerdings von der Dekonsolidierung des französischen und italienischen Shoppingcenters geprägt. Auf vergleichbarer Basis wuchs der Umsatz um 3,2%. Das EBIT war infolge der Dekonsolidierungseffekte und leicht höherer Kosten um 3% auf 37,8 Mio € rückläufig. Hinsichtlich des Ergebnisses vor und nach Steuern verzeichnet die DES einen deutlichen Rückgang gegenüber H1 2006 um 35% auf 37,8 Mio € bzw. 43% auf 18,2 Mio €. Ursächlich hierfür war im wesentlichen ein im 1. Halbjahr 2006 angefallener Bewertungseffekt in Höhe von 8,1 Mio €, der im 1. Halbjahr 2007 nicht auftrat. Die Bilanz veränderte sich in den ersten 6 Monaten 2007 wenig und stellt sich nach wie vor sehr solide dar. Die Eigenkapitalquote liegt bei 48,4%.
- Ausblick unverändert - Umsatz- und Ergebniszuwächse erst wieder 2008:** Für das laufende Jahr bestätigte das Management die bisherige Guidance: Umsatz 92-94 Mio €, EBIT: 71-73 Mio €, EBT: 31-32 Mio € (ohne Bewertungsergebnis). Bedingt durch die Eröffnung von neuen Shoppingcentern in Danzig (Okt. 2007, derzeitiger Vermietungsstand 100%), Hameln (Frühjahr 2008, 90% bereits vermietet) und Passau (Herbst 2008, 72% bereits vermietet) ist 2008 ein deutlicher Umsatz- und Ergebnissprung zu erwarten (Umsatz +18%, EBIT +23%). Möglicherweise ergeben sich zudem neue Investitionsmöglichkeiten, nachdem der deutlich überhitzte Immobilienmarkt wieder ein wenig abgekühlt ist.
- Kursziel auf 30 € reduziert, Kaufempfehlung bestätigt:** Da die Bewertung des gesamten Immobiliensektors in den vergangenen Wochen deutlich gelitten hat, nehmen wir unser Kursziel für die Deutsche Euroshop von bisher 34 € auf 30 € zurück. Wir rechnen mit einem weiter steigenden NAV (2006: 25,52 €, 2007e: 26,20 € je Aktie). Infolge der Erstbewertungen der neuen Center ist 2008 mit einem noch stärkeren Anstieg zu rechnen. Risiken hinsichtlich einer Abwertung des Immobilienvermögens sehen wir derzeit nicht, weil die Bewertungsspielräume in der Vergangenheit bei weitem nicht ausgeschöpft wurden. Ebenso ist infolge der sehr konservativen Finanzierung der Shoppingcenter mit keinerlei Finanzierungsschwierigkeiten zu rechnen, selbst wenn sich die Kreditvergabepolitik der Banken in Zukunft restriktiver darstellen sollte. Die derzeitigen Investitionsvorhaben sind voll durchfinanziert. Attraktiv ist aus unserer Sicht auch die Dividende (Dividendenrendite 2007e: 4,4%), die nach wie vor steuerfrei vereinnahmt werden kann.

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

	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	61,4	72,1	92,9	95,5	114,6	123,6	
Herstellungskosten	-11,4	-7,9	-10,4	-9,4	-12,6	-11,6	
Rohertrag	50,0	64,3	82,4	86,0	102,0	112,0	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-4,3	-4,5	-5,8	-6,5	-6,6	-7,2	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	4,1	-2,3	9,7	-4,3	-5,0	-4,0	
EBITDA	49,8	57,5	86,3	75,3	90,3	100,8	
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	75,3	90,3	100,8	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	49,8	57,5	86,3	75,3	90,3	100,8	
Finanzergebnis	4,8	5,0	1,9	0,2	0,2	0,2	
a.o. Ergebnis	8,0	49,9	72,3	24,0	28,5	24,5	
Ergebnis vor Steuern	42,1	68,1	124,1	62,5	78,2	82,6	
EE-Steuern	-10,8	-19,4	-17,4	-15,0	-18,9	-20,0	
(Steuerquote in %)	25,8	28,5	14,0	24,1	24,1	24,2	
Jahresüberschuß	27,7	48,7	106,7	44,5	56,6	59,9	
Ergebnis je Aktie (St.)	0,89	1,42	3,10	1,29	1,65	1,74	
Wachstum (in %)	CAGR (04/09)						
Umsatz	15,0 %	6,1	17,4	28,7	2,8	20,0	7,8
EBITDA	15,2 %	22,7	15,6	50,2	-12,8	19,9	11,6
EBIT	15,2 %	22,7	15,6	50,2	-12,8	19,9	11,6
Jahresüberschuß	16,6 %	45,8	75,6	119,0	-58,3	27,2	5,8
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)							
Herstellungskostenquote	18,6	10,9	11,2	9,9	11,0	9,4	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	7,0	6,2	6,2	6,8	5,8	5,8	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	21,7	17,2	55,7	28,9	38,1	43,9	
Operativer Cash flow	21,6	19,9	55,5	29,1	38,3	43,9	
Investiver Cash flow	-74,2	-70,5	-70,5	-70,5	-70,5	-69,5	
Free Cash flow	-52,6	-50,6	-15,0	-41,4	-32,2	-25,6	
Cash earnings	13,6	-1,2	30,4	20,5	28,1	35,4	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	12.284,2	14.424,2	18.570,8	19.092,1	22.918,1	24.714,7	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	9.951,6	11.499,4	17.268,2	15.060,2	18.064,0	20.158,1	
Rentabilität (in %)							
EBITDA / Umsatz	81,0	79,7	93,0	78,9	78,8	81,6	
EBIT / Umsatz	81,0	79,7	93,0	78,9	78,8	81,6	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	68,5	94,5	133,6	65,5	68,3	66,9	
Jahresüberschuß / Umsatz	45,2	67,5	114,9	46,6	49,4	48,4	
EK-Rendite	4,1	6,7	13,3	5,4	6,6	6,8	
GK-Rendite	2,0	3,2	5,9	2,5	3,0	2,9	
ROCE	4,5	4,7	5,2	4,3	4,9	5,1	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	1.101,6	1.210,2	1.623,8	1.717,8	1.846,2	1.970,7	
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	41,7	12,7	53,2	
Capital employed (CE)	1.114,6	1.223,1	1.663,7	1.759,6	1.857,6	1.981,9	
Eigenkapital	684,4	724,7	802,7	828,1	851,2	879,1	
Eigenkapitalquote in %	49,9	46,9	44,5	46,3	45,1	42,8	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	454,1	467,1	683,7	834,1	897,9	992,6	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	435,9	467,1	683,7	827,1	889,9	984,6	
Gearing in %	66,4	64,5	85,2	100,7	105,5	112,9	
Kurs St. am 16.08.2007: 23,74 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	0,89	1,42	3,10	1,29	1,65	1,74	
Cash Flow je Aktie (€)	0,44	-0,04	0,88	0,60	0,82	1,03	
Aktienanzahl St. (Mio)	31,3	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	
KGV St.	19,8	15,5	8,7	18,3	14,4	13,6	
KCFV	40,4	-605,6	30,5	39,8	29,0	23,1	
EV / Umsatz	17,63	18,09	18,85	17,76	15,38	15,04	
EV / EBITDA	21,8	22,7	20,3	22,5	19,5	18,4	
EV / EBIT	21,8	22,7	20,3	22,5	19,5	18,4	

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.