



# Deutsche EuroShop

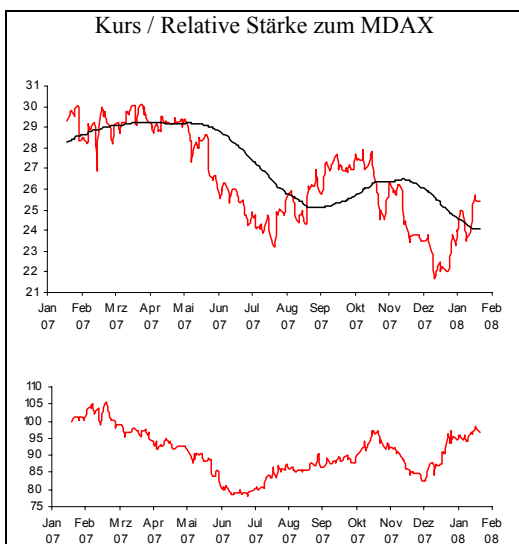
Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 30,00 €

## Immobilien

### Bullet Points

Bloomberg Code: DEQ GY Equity  
ISIN: DE0007480204Kurs am 18.02.2008: 25,44 €  
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 30,09/21,67 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	874,5 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	18.04.2007 :	Ergebnis 2007
Anzahl Aktien	34,4 Mio	Familie Otto	St. 19,3%	14.05.2008 :	Ergebnis Q1 2008
Gez. Kapital	22,0 Mio €			14.08.2008 :	Ergebnis Q2 2008
				14.11.2008 :	Ergebnis Q3 2008



Quelle : FactSet M.M. Warburg Investment Research

in €	2006	2007e	2008e	2009e
EPS (neu)	2,92	2,71	1,75	1,81
EPS (alt)	3,10	1,98	1,76	1,81
CFPS	1,32	1,05	1,25	1,44
Dividende	1,05	1,05	1,15	1,20
in Mio €	2006	2007e	2008e	2009e
Umsatz	92,9	95,6	114,3	122,4
EBITDA	86,3	76,1	91,7	100,1
EBIT	86,3	76,1	91,7	100,1
Jahrestüberschuss	100,3	93,0	60,1	62,1
Cash flow	45,4	36,2	43,0	49,4
ROCE (EBIT/CE)	5,2%	4,2%	4,8%	4,9%
	2006	2007e	2008e	2009e
KGV	9,3	10,1	14,6	14,1
KCFV	20,5	25,9	20,3	17,7
Div. rendite	3,9%	3,9%	4,5%	4,7%
EV/Umsatz	18,85	18,86	15,77	15,50
EV/EBITDA	20,3	23,7	19,6	19,0

## Erneut erhebliche Bewertungsgewinne

- NAV 2007 steigt auf 26,90 je Aktie:** Auch im Jahr 2007 verbuchte die Deutsche Euroshop vorläufigen Zahlen zufolge hohe Bewertungsgewinne in Höhe von 45 Mio €. Dies entspricht einer durchschnittlichen Aufwertung aller Center um 3,1%. Unternehmensangaben zufolge gab es innerhalb des Bewertungsergebnisses keine Sondereffekte in Form von Erstbewertungen etc. Das im Oktober 2007 eröffnete Center in Danzig wird im laufenden Jahr erstmals bewertet, wodurch auch 2008 mit einem erheblichen Bewertungsgewinn gerechnet werden kann. Der hohe Bewertungseffekt im Jahr 2007 wirkt sich dementsprechend auch auf den NAV aus, der von 25,53 € (2006) auf 26,90 € je Aktie zum Ende 2007 stieg. Der Bewertungsgewinn lag deutlich über unserer Schätzung von 24 Mio €. Bedingt durch den höher als erwartet ausgefallenen Bewertungsgewinn fielen die EPS mit 2,71 € deutlich höher als von uns erwartet aus. Das operative Ergebnis dagegen lag im Rahmen unserer Schätzung. Der Umsatz des Jahres 2007 fiel mit 95,7 Mio € knapp über unserer Erwartung von 95,5 Mio € aus, ebenso verhielt es sich mit dem EBIT, das einen Wert von 76 Mio € erreichte (MMWe: 75,3 Mio €).
- Optimistischer Ausblick auf 2008:** Für das laufende Jahr bestätigte das Management die bisherige Guidance. Bedingt durch die erstmalige volljährige Konsolidierung des Shoppingcenters in Danzig (Eröffnung Anfang Oktober 2007) und die geplante Eröffnung der neuen Center in Hameln (Frühjahr 2008) und Passau (Herbst 2008) wird sich der Umsatz im laufenden Jahr auf 110-113 Mio € belaufen, das EBIT sollte ein Niveau von 90-92 Mio € erreichen. Das Ergebnis vor Steuern (ohne Bewertungseffekte) kann in einer Größenordnung von 43-45 Mio € erwartet werden. Da die Mieteinnahmen fixiert und die Kosten gut abzuschätzen sind, haben wir keine Zweifel, dass die angestrebten Werte erreicht werden.
- Kaufen-Rating bestätigt:** Infolge der Erstbewertungen der neuen Center ist 2008 und 2009 mit weiteren Anstiegen des NAV 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: 3,9%), die nach wie vor steuerfrei vereinnahmt werden kann.

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

VERÖFFENTLICHT AM 19. FEBRUAR 2008

	2004	2005	2006	2007e	2008e	2009e	
<b>Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)</b>							
Umsatz	61,4	72,1	92,9	95,6	114,3	122,4	
Herstellungskosten	-11,4	-7,9	-10,4	-9,9	-11,4	-11,5	
Rohertrag	50,0	64,3	82,4	85,6	102,9	110,9	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-4,3	-4,5	-5,8	-6,4	-6,9	-7,1	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	4,1	-2,3	9,7	-3,2	-4,2	-3,7	
EBITDA	49,8	57,5	86,3	76,1	91,7	100,1	
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	76,1	91,7	100,1	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	---	---	45,4	36,2	43,0	49,4	
Finanzergebnis	-20,5	-39,3	-41,0	-39,8	-48,7	-50,6	
a.o. Ergebnis	8,0	49,9	72,3	44,7	28,5	24,5	
Ergebnis vor Steuern	37,3	68,1	117,7	80,9	71,5	73,9	
EE-Steuern	-10,8	-19,4	-17,4	12,1	-11,4	-11,8	
(Steuerquote in %)	29,1	28,5	14,8	-15,0	16,0	16,0	
Jahresüberschuss	27,7	48,7	100,3	93,0	60,1	62,1	
Ergebnis je Aktie (St.)	0,89	1,42	2,92	2,71	1,75	1,81	
<b>Wachstum (in %)</b>	<b>CAGR (04/09)</b>						
Umsatz	14,8 %	6,1	17,4	28,7	2,9	19,6	7,1
EBITDA	15,0 %	22,7	15,6	50,2	-11,9	20,6	9,1
EBIT	15,0 %	22,7	15,6	50,2	-11,9	20,6	9,1
Jahresüberschuss	17,5 %	45,8	75,6	105,9	-7,3	-35,4	3,3
<b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>							
Herstellungskostenquote	18,6	10,9	11,2	10,4	10,0	9,4	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	7,0	6,2	6,2	6,7	6,1	5,8	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
<b>Cash flow (in Mio €)</b>							
Brutto Cash flow	---	---	45,4	36,2	43,0	49,4	
Operativer Cash flow	---	---	45,4	36,2	43,0	49,4	
Investiver Cash flow	---	---	-70,5	-70,5	-100,0	-100,0	
Free Cash flow	---	---	-25,1	-34,3	-57,0	-50,6	
Cash earnings	---	---	45,4	36,2	43,0	49,4	
<b>Produktivität (in Tsd €)</b>							
Umsatz / Mitarbeiter	12.284,2	14.424,2	18.570,8	19.110,3	22.859,7	24.471,9	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	9.951,6	11.499,4	17.268,2	15.213,5	18.345,8	20.012,1	
<b>Rentabilität (in %)</b>							
EBITDA / Umsatz	81,0	79,7	93,0	79,6	80,3	81,8	
EBIT / Umsatz	81,0	79,7	93,0	79,6	80,3	81,8	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	60,7	94,5	126,7	84,7	62,6	60,4	
Jahresüberschuss / Umsatz	45,2	67,5	108,0	97,3	52,6	50,7	
EK-Rendite	4,1	6,7	12,6	10,7	6,7	6,7	
GK-Rendite	2,0	3,2	5,6	4,9	3,0	3,0	
ROCE	4,5	4,7	5,2	4,2	4,8	4,9	
<b>Bilanz (in Mio €)</b>							
Sachanlagen	1.101,6	1.210,2	1.623,8	1.768,5	1.896,9	2.021,4	
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	118,3	63,8	54,8	
Capital employed (CE)	1.114,6	1.223,1	1.663,7	1.810,3	1.908,3	2.032,6	
Eigenkapital	684,4	724,7	796,3	870,2	896,8	926,9	
Eigenkapitalquote in %	49,9	46,9	44,3	45,8	45,5	44,4	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	454,1	467,1	683,7	800,4	859,8	953,9	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	435,9	467,1	683,7	793,4	851,8	945,9	
Gearing in %	66,4	64,5	85,9	92,0	95,9	102,9	
<b>Kurs St. am 18.02.2008: 25,44 €</b>							
<b>Bewertung</b>							
Gewinn je Aktie St. (€)	0,89	1,42	2,92	2,71	1,75	1,81	
Cash Flow je Aktie (€)	0,00	0,00	1,32	1,05	1,25	1,44	
Aktienanzahl St. (Mio)	31,3	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	
KGV St.	19,8	15,5	9,3	10,1	14,6	14,1	
KCFV	high	high	20,5	25,9	20,3	17,7	
EV / Umsatz	---	---	18,85	18,86	15,77	15,50	
EV / EBITDA	---	---	20,3	23,7	19,6	19,0	
EV / EBIT	---	---	20,3	23,7	19,6	19,0	

**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.