



Deutsche EuroShop

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

Immobilien

Update

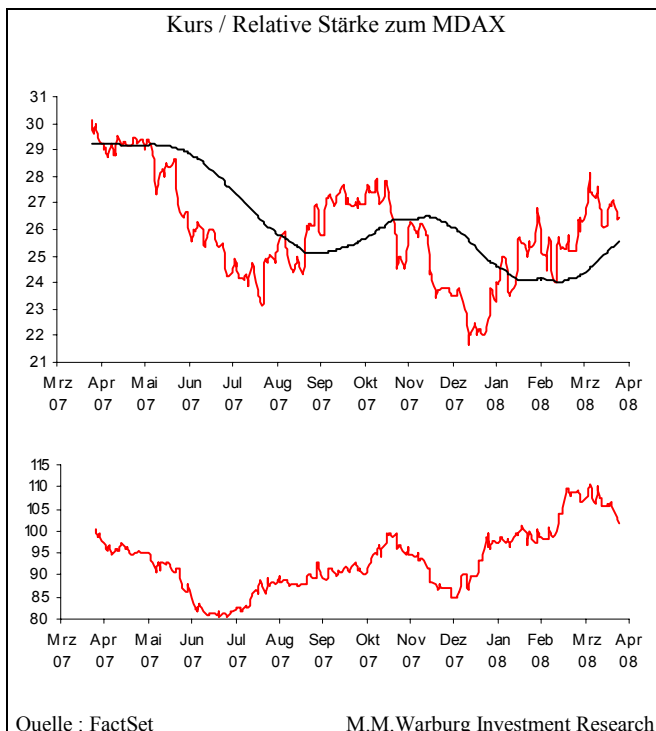
Bloomberg Code: DEQ GY Equity
ISIN: DE0007480204

Kurs am 23.04.2008: 26,46 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 30,00/21,67 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse			Termine	
Marktkapitalisierung	909,6 Mio €	Streubesitz	St.	80,7%	14.05.2008 :	Ergebnis Q1 2008
Anzahl Aktien	34,4 Mio	Familie Otto	St.	19,3%	19.06.2008 :	HV
Gez. Kapital	22,0 Mio €				14.08.2008 :	Ergebnis Q2 2008
					14.11.2008 :	Ergebnis Q3 2008

- **Grundsolides Geschäftsmodell auch in schwierigen Zeiten absolut intakt**
- **Preisindexierung der Mietverträge macht die DES zum Inflationsgewinner**
- **Aus unserer Sicht besteht keine Gefahr sinkender Immobilienwerte**

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



in €	2007	2008e	2009e	2010e
EPS (neu)	2,74	2,03	1,87	1,88
EPS (alt)	1,98	1,76	1,81	0,00
CFPS	0,79	1,27	1,48	1,49
Dividende	1,05	1,15	1,20	1,25
in Mio €	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	95,8	112,1	121,0	127,4
EBITDA	77,2	90,9	101,1	103,8
EBIT	77,2	90,9	101,1	103,8
Jahresüberschuss	94,2	69,8	64,2	64,5
Cash flow	27,1	43,7	51,0	51,3
ROCE (EBIT/CE)	4,2%	4,6%	4,8%	4,7%
	2007	2008e	2009e	2010e
KGV	10,0	13,0	14,2	14,1
KCFV	34,6	20,8	17,8	17,7
Div. rendite	3,9%	4,3%	4,5%	4,7%
EV/Umsatz	19,63	17,50	17,06	17,16
EV/EBITDA	24,4	21,6	20,4	21,1

Die Aktie der Deutschen Euroshop hat sich im bisherigen Jahresverlauf deutlich besser entwickelt als viele andere Immobilienunternehmen. Aus unserer Sicht hat dies auch gute Gründe. Das Geschäftsmodell ist sehr solide, die Immobilien sind konservativ bewertet, die Refinanzierung ist langfristig gesichert und die Eigenkapitalquote liegt nach wie vor bei rund 50%. Im vergangenen Jahr hielt sich das Management angesichts der stark gestiegenen Preise mit Neuinvestitionen zurück und bewies damit Weitsicht. Möglicherweise ergeben sich mit der derzeitigen Preiskorrektur auch bei Handelsimmobilien für das laufende Jahr neue Chancen. Die Aktie notiert derzeit nur knapp unter ihrem NAV und ist damit teurer als die Peergroup. Wir sind allerdings optimistisch, dass das Portfolio auch in den kommenden Jahren angesichts der Preisindexierung der Mietverträge und der exzellenten Lage der Shoppingcenter nicht von Abwertungen betroffen sein wird, was sicherlich für viele andere Immobilienunternehmen nicht ausgeschlossen werden kann. Wir rechnen im Gegenteil mit weiteren Zuschreibungen, womit auch der NAV weiter ansteigen dürfte. Vor diesem Hintergrund bestätigen wir unsere Kaufen-Empfehlung mit einem Kursziel von 30€.

Bis 2009 steigt der Umsatz um weitere 24-25%

Die DES steigerte den Umsatz 2007 um 3% auf 95,8 Mio € und lag damit über der ursprünglichen Guidance von 92-94 Mio €. Zu berücksichtigen ist hierbei, dass im vergangenen Jahr die verkauften Center in Frankreich und Italien nicht mehr zum Umsatz beitrugen (3,9 Mio €), diese Ausfälle jedoch im Wesentlichen von den neu eröffneten Shoppingcentern in Klagenfurt und Gdansk (Polen) bereits voll kompensiert wurden. Zudem zeigte sich über das Gesamtportfolio ein bemerkenswerter Umsatzanstieg von 3%. Für das laufende Jahr 2008 geht das Unternehmen nach wie vor von einem Umsatzanstieg auf 110-113 Mio € (+16%) aus, weil erstmals das im Oktober 2007 neu eröffnete Center in Gdansk voll zum Umsatz beiträgt (MMWe: 12,5-13 Mio €). Ebenso wird das im März 2008 eröffnete Shoppingcenter in Hameln für 9-10 Monate zum Umsatz beitragen (MMWe: 5,2 Mio €). Im Herbst schließlich kommt ein weiteres Center in Passau hinzu, das noch 1-1,5 Mio € zum Umsatz 2008 beitragen sollte. Im Jahr 2009 ist aufgrund der nur zeitanteiligen Erstkonsolidierung der beiden letztgenannten Shoppingcenter sowie eines weiteren organischen Mietanstiegs mit einer weiteren Umsatzsteigerung um 8% auf 119-121 Mio € zu rechnen.

Erwähnenswert ist in diesem Zusammenhang, dass die Mietverträge, die dem Umsatz der Deutschen Euroshop zugrunde liegen, komplett preisindexiert sind und somit jährlich entsprechend der Inflationsrate angepasst werden. Der Leerstand des Portfolios liegt unverändert bei unter 1%. Ein Indiz für die hohe Mieterqualität ist zudem der geringe Wertberichtigungsbedarf aus Mietausfällen, der 2007 bei nur 0,2 Mio € (0,2% der Umsatzerlöse) lag. Hierin bestätigt

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

in Mio €	2005	2006	2007	2008e	2009e
Lgfr. Vermögenswerte	1.381	1.653	1.839	1.979	2.104
Kurzfr. Vermögenswerte	148	143	137	83	49
Gesamtvermögen	1.544	1.796	1.976	2.061	2.153
Lgfr. Verschuldung	679	854	963	1.013	1.074
Kurzfr. Verschuldung	70	65	88	93	101
Net Asset Value	795	878	925	955	978
NAV je Aktie (€)	46,23	25,52	26,91	27,79	28,46

M.M. Warburg Investment Research

sich auch einmal mehr das professionelle Mietermanagement durch die ECE.

Das EBIT stieg 2007 mit 4% leicht stärker als der Umsatz. Ursächlich hierfür waren insbesondere geringere sonstige betriebliche Aufwendungen und leicht rückläufige Grundstücksbetriebskosten. Das Unternehmen plant bis zum Jahr 2009 eine weitere überproportionale Steigerung des EBIT um 29-30% auf über 100 Mio €. In Anbetracht der sehr guten Kalkulierbarkeit der operativen Erträge halten wir dieses Ziel für erreichbar.

Finanzergebnis reflektiert den Ausbau des Portfolios

Hinsichtlich des Finanzergebnisses verzeichnet die Deutsche Euroshop 2007 eine Verschlechterung um 9,1 Mio € auf -50,1 Mio €. Hier finden sich zum einen steigende Fremdkapitalzinsen in Höhe von 1,3 Mio € (bedingt durch die gestiegenen Verbindlichkeiten), aber auch ein deutlicher Anstieg des Ergebnisanteils der Minderheitsgesellschafter in den Objektkommanditgesellschaften, die seit verganginem Jahr im Finanzergebnis ausgewiesen werden müssen. Dieser Posten stieg um 6,4 Mio €, wovon 4,5 Mio € auf die erstmalige Marktbewertung des Shoppingcenters in Gdansk entfallen. Für die kommenden Jahre rechnen wir im Rahmen der geplanten Ausweitung des Portfolios mit einem weiter steigenden Finanzierungsaufwand.

Hohes Neubewertungsergebnis

Stark positiv auf das Ergebnis wirkte erneut auch das Bewertungsergebnis mit 50,8 Mio € (Vorjahr: 72,3 Mio €). Die Shoppingcenter im Portfolio der Deutschen Euroshop wurden im Durchschnitt um 3% aufgewertet. Aus unserer Sicht ist dieser Wert durchaus nachvollziehbar, da auch die Mieten im Durchschnitt um 3% wuchsen.

Für die kommenden Jahre haben wir in unserem Ertragszenario weitere Bewertungsgewinne unterstellt. Die strikte Koppelung der Mietverträge an die Entwicklung der Inflationsrate lässt u.E. diesen Schluss zu. Wir haben die Bewertungsgewinne – und damit den Treiber für die weitere Steigerung des Net Asset Value – konservativ mit jährlich 1,5% des Portfoliowertes angesetzt. Im laufenden Jahr kommen

Abb. 2: Umsatz- Ertragsszenario Deutsche Euroshop

€ '000	2007	Q1 2008e	Q2 2008e	Q3 2008e	Q4 2008e	2008e	↳ %	2009e	↳ %	2010e	↳ %
Umsatz	95,762	27,219	27,619	27,757	29,496	112,091	17.1	120,963	7.9	126,402	4.5
Sonstige Erträge	1,057	250	250	250	250	1,000	-5.4	1,000	0.0	1,000	0.0
Grundstücksbetrieb	-9,354	-2,205	-2,320	-2,248	-4,424	-11,197	19.7	-11,370	1.5	-11,882	4.5
Grundstückverwaltung	-6,082	-1,769	-1,712	-1,610	-1,711	-6,802	11.8	-7,016	3.1	-7,331	4.5
Sonstige betr. Aufwend.	-4,212	-1,100	-1,100	-1,000	-1,000	-4,200	-0.3	-2,500	-40.5	-4,400	76.0
EBIT	77,171	22,395	22,737	23,149	22,611	90,891	17.8	101,076	11.2	103,789	2.7
<i>EBIT Marge (%)</i>	80.6%	82.3%	82.3%	83.4%	76.7%	81.1%		83.6%		82.1%	
Finanzergebnis	-50,093	-12,503	-12,244	-12,188	-10,303	-47,237	-5.7	-50,103	6.1	-52,538	4.9
Bewertungsergebnis	50,760	-170	-170	-170	40,000	39,490	-22.2	25,490	-35.5	25,490	0.0
Ergebnis v. Steuern	77,838	9,723	10,323	10,791	52,308	83,145	6.8	76,464	-8.0	76,741	0.4
Steuern	16,339	-1,556	-1,652	-1,727	-8,369	-13,303	-181.4	-12,234	-8.0	-12,279	0.4
<i>(Steuerquote in %)</i>	-21.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%		16.0%		16.0%	
Überschuß	94,177	8,167	8,671	9,065	43,938	69,841	-25.8	64,230	-8.0	64,462	0.4
Anteile Dritter	0	0	0	0	0	0		0	nm	0	
Überschuß nach Ant.	94,177	8,167	8,671	9,065	43,938	69,841	-25.8	64,230	-8.0	64,462	0.4
<i>Anzahl Aktien (Mio)</i>	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4	34.4		34.4		34.4	
EPS (€)	2.74	0.24	0.25	0.26	1.28	2.03		1.87		1.88	
FFO/Aktie (€)	0.79	0.29	0.31	0.32	0.36	1.27		1.48		1.49	
Dividende (€)	1.05					1.15		1.20		1.25	

M.M. Warburg Investment Research

zudem Erstbewertungsgewinne für die neuen Shoppingcenter in Gdansk und Hameln hinzu.

Dass die Bewertung der Center nicht überzogen ist, ist unserer Ansicht nach aus der Mietrendite ablesbar, die derzeit bei 6,2% liegt. Die Center werden im Umkehrschluss mit dem 16,1-fachen der Jahresmiete bewertet. Im laufenden Jahr fanden zwar bislang noch keine größeren Transaktionen im Bereich der Shoppingcenter in Deutschland statt, wir gehen dennoch davon aus, dass für Handelsimmobilien in guten Lagen die 18-fache Jahresmiete (Mietrendite 5,5%) ein fairer Bewertungsansatz wäre.

Darüber hinaus gab das Management der Deutschen Euroshop erstmals bekannt, dass sich die Summe der heute bereits vertraglich fixierten Mieteinnahmen (ohne Mietanpassungen) auf 860 Mio € beläuft. Dieser Betrag entspricht in etwa der derzeitigen Marktkapitalisierung.

Jahresüberschuss von Auflösung latenter Steuern getrieben

Das Ergebnis nach Steuern 2007 lag bei 94,2 Mio € und profitierte von einer Auflösung latenter Steuern im Zusammenhang mit der deutschen Unternehmenssteuerreform (29,7 Mio €). Die EPS erreichten damit 2,74 €. Hiervon entfielen 0,91 € (2006: 0,77 €) auf das operative Geschäft, 0,97 € (2006: 1,49 €) auf Bewertungseffekte und 0,86 € auf andere Sondereinflüsse (Steuereffekt). Die Dividende wird für 2007 mit 1,05 € je Aktie vorgeschlagen.

Gesunde Bilanz

Die Entwicklung der Bilanz war 2007 von einem weiteren Anstieg des Anlagevermögens geprägt, das bedingt durch Investitionen und Neubewertungen um 199 Mio € auf gut 1,8 Mrd € wuchs. Die liquiden Mittel lagen Ende 2007 bei 109 Mio € und stehen für einen weiteren Ausbau des Portfolios zu Verfügung. Unter Annahme einer Eigenkapitalquote von 50% kann das Unternehmen somit Investitionen in Höhe von gut 200 Mio € tätigen, ohne das Eigenkapital verstärken zu müssen.

Das Management der Deutschen Euroshop bevorzugt nach wie vor Investitionen, bei denen die Baugenehmigung bereits vorliegt und die Vorvermietungsquote bei mindestens 50% liegt. Die Mindestanforderung an die Anfangsrendite liegt hier unverändert bei 5,5%. Vorstellbar ist allerdings auch die Investition in Development-Projekte (ausschließlich Shoppingcenter), wobei hier höchstens 10% des Kapitals gebunden werden sollen und eine Mindestrendite von 10% auf das eingesetzte Kapital gefordert wird. Wir gehen davon aus, dass risiko- und ertragsreichere Development-Projekte ausschließlich mit der ECE getätigt werden. Das Management plant für 2008 insgesamt ein Investitionsvolumen von 100-150 Mio €.

Passivseitig stellt sich die derzeitige Situation ebenfalls sehr komfortabel dar. Die Deutsche Euroshop verfügt über ein Eigenkapital (inkl. Minderheiten) von 974 Mio €, womit die Eigenkapitalquote (bezogen auf die Bilanzsumme) bei 49,3% und bezogen auf das Immobilienvermögen (LTV) bei 47% liegt.



Die Bankverbindlichkeiten beliefen sich Ende 2007 auf 896 Mio €. Nach Managementangaben liegt die durchschnittliche Restlaufzeit der Verbindlichkeiten bei 7,7 Jahren, der durchschnittliche Zinssatz liegt bei 5,36% effektiv. Ende 2007 verfügte das Unternehmen über nicht ausgeschöpfte Kreditlinien von 100 Mio €. Nennenswerte Refinanzierungen von unter 100 Mio € stehen erst im Jahr 2009 an.

Ralf Dibbern



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

Deutsche EuroShop

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)						
Umsatz	72,1	92,9	95,8	112,1	121,0	127,4
Herstellungskosten	-7,9	-10,4	-9,4	-11,2	-11,4	-11,9
Rohertrag	64,3	82,4	86,4	100,9	109,6	115,5
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-4,5	-5,8	-6,1	-6,8	-7,0	-7,3
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---
Sonst. betriebl. Ergebnis	-2,3	9,7	-3,2	-3,2	-1,5	-4,4
EBITDA	57,5	86,3	77,2	90,9	101,1	103,8
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	57,5	86,3	77,2	90,9	101,1	103,8
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	---	45,4	27,1	43,7	51,0	51,3
Finanzergebnis	-39,3	-41,0	-50,1	-47,2	-50,1	-52,5
Ergebnis vor Steuern	68,1	117,7	77,8	83,1	76,5	76,7
EE-Steuern	-19,4	-17,4	16,3	-13,3	-12,2	-12,3
(Steuerquote in %)	28,5	14,8	-21,0	16,0	16,0	16,0
Jahresüberschuss	48,7	100,3	94,2	69,8	64,2	64,5
Jahresüberschuss nach Minderheiten	48,7	100,3	94,2	69,8	64,2	64,5
Ergebnis je Aktie (St.)	1,42	2,92	2,74	2,03	1,87	1,88
Wachstum (in %)	CAGR (05/10)					
Umsatz	12,1 %	17,4	28,7	3,1	17,1	7,9
EBITDA	12,5 %	15,6	50,2	-10,6	17,8	11,2
EBIT	12,5 %	15,6	50,2	-10,6	17,8	11,2
Jahresüberschuss	5,8 %	75,6	105,9	-6,1	-25,8	-8,0
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)						
Herstellungskostenquote	10,9	11,2	9,8	10,0	9,4	9,3
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,2	6,2	6,4	6,1	5,8	5,8
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---
Cash flow (in Mio €)						
Brutto Cash flow	---	45,4	27,1	43,7	51,0	51,3
Operativer Cash flow	---	45,4	27,1	43,7	51,0	51,3
Investiver Cash flow	---	-70,5	-70,5	-100,0	-100,0	-100,0
Free Cash flow	---	-25,1	-43,4	-56,3	-49,0	-48,7
Cash earnings	---	45,4	27,1	43,7	51,0	51,3
Produktivität (in Tsd €)						
Umsatz / Mitarbeiter	14.424,2	18.570,8	19.152,4	22.418,2	24.192,6	25.480,4
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---
EBIT / Mitarbeiter	11.499,4	17.268,2	15.434,2	18.178,3	20.215,3	20.757,8
Rentabilität (in %)						
EBITDA / Umsatz	79,7	93,0	80,6	81,1	83,6	81,5
EBIT / Umsatz	79,7	93,0	80,6	81,1	83,6	81,5
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	94,5	126,7	81,3	74,2	63,2	60,2
Jahresüberschuss / Umsatz	67,5	108,0	98,3	62,3	53,1	50,6
EK-Rendite	6,7	12,6	10,9	7,8	7,0	6,9
GK-Rendite	3,2	5,6	4,8	3,4	3,0	2,8
ROCE	4,7	5,2	4,2	4,6	4,8	4,7
Bilanz (in Mio €)						
Sachanlagen	1.210,2	1.623,8	1.806,4	1.945,9	2.071,4	2.196,9
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Working capital	-4,4	-4,2	-5,5	-6,6	-8,5	-16,3
Umlaufvermögen	216,6	143,3	137,1	82,5	49,3	0,0
Capital employed (CE)	1.223,1	1.663,7	1.825,8	1.964,3	2.087,9	2.205,6
Eigenkapital	724,7	796,3	860,8	891,1	914,1	941,0
Eigenkapitalquote in %	46,9	44,3	43,6	43,2	42,4	41,2
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	467,1	683,7	787,0	895,1	994,5	1.085,1
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	467,1	683,7	787,0	895,1	994,5	1.085,1
Gearing in %	64,5	85,9	91,4	100,5	108,8	115,3
Kurs St. am 23.04.2008: 26,46 €						
Bewertung						
Gewinn je Aktie St. (€)	1,42	2,92	2,74	2,03	1,87	1,88
Cash Flow je Aktie (€)	0,00	1,32	0,79	1,27	1,48	1,49
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4
KGV St.	15,5	9,3	10,0	13,0	14,2	14,1
KCFV	high	20,5	34,6	20,8	17,8	17,7
EV / Umsatz	---	18,85	19,63	17,50	17,06	17,16
EV / EBITDA	---	20,3	24,4	21,6	20,4	21,1
EV / EBIT	---	20,3	24,4	21,6	20,4	21,1



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 KGaA hat interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offenzulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA 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 KGaA 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.

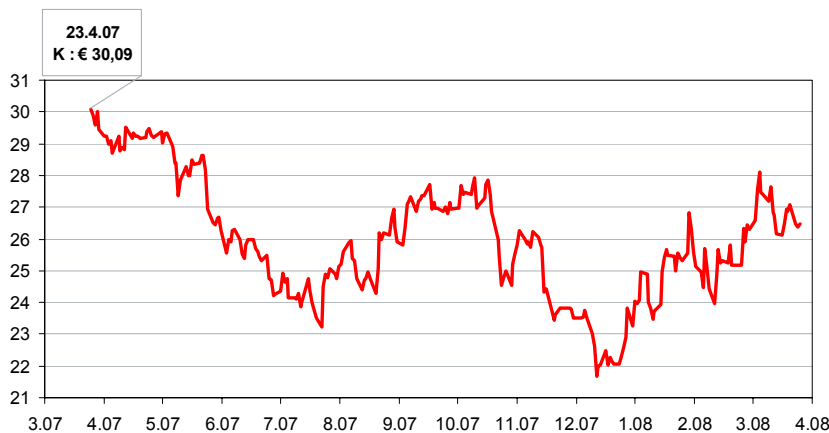
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

<u>Empfehlung</u>	<u>Anzahl Unternehmen</u>	<u>% des Universums</u>
Kaufen	127	59%
Halten	63	29%
Verkaufen	11	5%
Empf. ausgesetzt	15	7%
Gesamt	216	

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	101	64%
Halten	44	28%
Verkaufen	6	4%
Empf. ausgesetzt	8	5%
Gesamt	159	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
Deutsche EuroShop (DEQn.DE) am 23.4.08



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 24. April 2008

Head of Equities			
	Barbara C. Effler	+49 (0)40 3282 2636	befller@mmwarburg.com
RESEARCH			INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN
Head of Research			
Sven Dopke		+49 (0)40 3282 2538	sdopke@mmwarburg.com
Automobil			
Marc-René Tonn	Hersteller, Zulieferer	+49 (0)40 3282 2597	mtonn@mmwarburg.com
Björn Voss	Hersteller, Zulieferer	+49 (0)40 3282 2548	bvoss@mmwarburg.com
Finanzwerte			
Ralf Dibbern	Finanzdienstleister, Versicherungen	+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			SALES TRADING
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
Thomas Rau	Investitionsgüter	+49 (0)40 3282 2202	trau@mmwarburg.com
Volkswirtschaft und Kapitalmarkt			SALES ASSISTENZ
Carsten Klude		+49 (0)40 3282 2572	cklude@mmwarburg.com
Assistenz			
Thorsten Eil		+49 (0)40 3282 2214	teil@mmwarburg.com
Stefanie Waack		+49 (0)40 3282 2258	swaack@mmwarburg.com
			ROADSHOW / MARKETING
			Angela Böttcher +49 (0)40 3282 2694 aboettcher@mmwarburg.com

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