



Deutsche EuroShop

Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 28,00 €

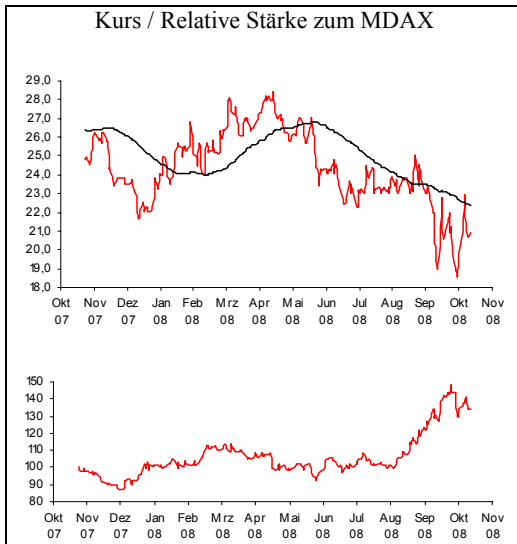
Immobilien

Bullet Points

Bloomberg Code: DEQ GY Equity
ISIN: DE0007480204

Kurs am 10.11.2008: 20,95 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 28,40/18,56 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	720,2 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	24.04.2009 :	Ergebnis 2008
Anzahl Aktien	34,4 Mio	Familie Otto	St. 19,3%	14.05.2009 :	Ergebnis Q1 2009
Gez. Kapital	22,0 Mio €			30.06.2009 :	HV
				13.08.2009 :	Ergebnis Q2 2009
				12.11.2009 :	Ergebnis Q3 2009



Quelle : FactSet M.M. Warburg Investment Research

in €	2007	2008e	2009e	2010e
EPS (neu)	2,74	1,51	1,48	1,48
EPS (alt)	2,74	2,07	1,94	1,95
CFPS	0,79	1,37	1,57	1,58
Dividende	1,05	1,15	1,20	1,25

in Mio €	2007	2008e	2009e	2010e
Umsatz	95,8	114,6	122,3	127,0
EBITDA	77,2	94,8	100,7	103,7
EBIT	77,2	94,8	100,7	103,7
Jahrestüberschuss	94,2	51,9	50,8	50,9
Cash flow	27,1	47,2	54,0	54,2
ROCE (EBIT/CE)	4,2%	5,1%	5,5%	5,4%

	2007	2008e	2009e	2010e
KGV	10,0	13,9	14,2	14,1
KCFV	34,6	15,3	13,3	13,3
Div. rendite	3,9%	5,5%	5,7%	6,0%
EV/Umsatz	19,63	14,53	13,59	14,55
EV/EBITDA	24,4	17,6	16,5	17,8

Hohe Stabilität in schwierigen Zeiten

- Einstufung bleibt bei Kaufen, Kursziel auf 28 €:** Die von der Deutschen Euroshop vorgelegten 9-Monatszahlen lagen im Rahmen der Erwartungen und bestätigen die hohe Stabilität des Geschäftsmodells. Gleichzeitig wurden für das laufende Jahr die Prognosen nach oben revidiert, weil die neuen Center höhere Umsätze als zunächst erwartet generieren. Die Ziele für das Gesamtjahr lauten nunmehr wie folgt: Umsatz: 113-115 Mio € (alt: 110-113 Mio €), EBIT: 93-95 Mio € (alt: 90-92 Mio €), EBT: 45-47 Mio € (alt: 43-45 Mio €, ohne Bewertungsergebnis). Für 2009 wurde die Guidance aus Vorsichtsgründen nicht geändert (Sales: 119-121 Mio €, EBIT: 100-102 Mio €, EBT: 49-51 Mio €). 2010 dürfte neben operativen Zuwächsen zudem die Erweiterung des Shoppingcenters in Dresden für weiteres Unternehmenswachstum sorgen. Aufgrund des sehr stabilen Geschäftsmodells halten wir die Ziele für erreichbar. Die Bilanz stellt sich mit einer Eigenkapitalquote von 49% und einer LTV Ratio von 47,4% nach wie vor sehr solide dar.
- Ergebnisschätzungen reduziert:** Unsere Ergebnisschätzungen für die Jahre 2008-2010 haben wir dennoch abgesenkt, weil wir in Anbetracht des Marktumfeldes von geringeren Bewertungsgewinnen als bisher ausgehen. Die Center sind derzeit mit dem rund 17,6-fachen der Jahresmiete bewertet, die Mietrendite liegt damit bei 5,6%. Auf Basis des derzeitigen Kursniveaus werden die Immobilien hingegen nur mit der 14,6-fachen Jahresmiete bewertet. In Anbetracht der hohen Qualität der Immobilien und der sicheren Cashflows aus den Objekten ist Überbewertung damit unwahrscheinlich. Sicherlich ist nicht komplett auszuschließen, dass die Leerstände (derzeit unter 1%) zukünftig leicht steigen könnten. Derzeit ist hier nach Einschätzung des Managements jedoch eine gravierend negative Entwicklung nicht sichtbar.
- Sehr begrenzter Refinanzierungsbedarf:** Was das Sentiment für Immobilienaktien derzeit am stärksten belastet ist sicherlich die restriktive Kreditvergabe der Banken. Vor diesem Hintergrund muss deutlich auf den sehr begrenzten Refinanzierungsbedarf der Euroshop hingewiesen werden. Nach Unternehmensangaben sind von den gesamten Bankverbindlichkeiten in Höhe von 875 Mio € in den Jahren 2009-2012 nur 76 Mio € zu prolongieren. Darüber hinaus werden in diesem Zeitraum bis Ende 2012 knapp 50 Mio € planmäßig aus dem laufenden Cashflow getilgt, womit sich die sehr soliden Bilanzkennziffern weiter verbessern. Unternehmen, die derzeit einen hohen Refinanzierungsbedarf haben, stehen sicherlich vor großen Problemen, da - wenn Banken überhaupt Kredite vergeben - hohe Risikoaufschläge zu zahlen sind. Angesichts der derzeit deutlich sinkenden Zinsen sollte sich die Situation aber in absehbarer Zeit wieder entspannen und sich vor allem wieder risikoadäquate Zinskonditionen einstellen.

RALF DIBBERN
Senior Analyst

Tel.: +49 40 3282-2486
rdibbern@mmwarburg.com

	2005	2006	2007	2008e	2009e	2010e
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)						
Umsatz	72,1	92,9	95,8	114,6	122,3	127,0
Herstellungskosten	-7,9	-10,4	-9,4	-8,4	-11,5	-11,8
Rohertrag	64,3	82,4	86,4	106,1	110,8	115,1
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-4,5	-5,8	-6,1	-7,2	-7,1	-7,3
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---
Sonst. betriebl. Ergebnis	-2,3	9,7	-3,2	-4,2	-3,0	-4,1
EBITDA	57,5	86,3	77,2	94,8	100,7	103,7
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	94,8	100,7	103,7
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	---	45,4	27,1	47,2	54,0	54,2
Finanzergebnis	-39,3	-41,0	-50,1	-47,6	-46,7	-49,6
Ergebnis vor Steuern	68,1	117,7	77,8	62,5	60,5	60,7
EE-Steuern	-19,4	-17,4	16,3	-10,6	-9,7	-9,7
(Steuerquote in %)	28,5	14,8	-21,0	16,9	16,0	16,0
Jahresüberschuss	48,7	100,3	94,2	51,9	50,8	50,9
Jahresüberschuss nach Minderheiten	48,7	100,3	94,2	51,9	50,8	50,9
Ergebnis je Aktie (St.)	1,42	2,92	2,74	1,51	1,48	1,48
Wachstum (in %)	CAGR (05/10)					
Umsatz	12,0 %	17,4	28,7	3,1	19,7	6,7
EBITDA	12,5 %	15,6	50,2	-10,6	22,8	6,3
EBIT	12,5 %	15,6	50,2	-10,6	22,8	6,3
Jahresüberschuss	0,9 %	75,6	105,9	-6,1	-44,8	-2,1
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)						
Herstellungskostenquote	10,9	11,2	9,8	7,4	9,4	9,3
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,2	6,2	6,4	6,3	5,8	5,8
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---
Cash flow (in Mio €)						
Brutto Cash flow	---	45,4	27,1	47,2	54,0	54,2
Operativer Cash flow	---	45,4	27,1	47,2	54,0	54,2
Investiver Cash flow	---	-70,5	-70,5	-100,0	0,0	-75,0
Free Cash flow	---	-25,1	-43,4	-52,8	54,0	-20,8
Cash earnings	---	45,4	27,1	47,2	54,0	54,2
Produktivität (in Tsd €)						
Umsatz / Mitarbeiter	14.424,2	18.570,8	19.152,4	22.918,4	24.462,2	25.398,7
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---
EBIT / Mitarbeiter	11.499,4	17.268,2	15.434,2	18.950,8	20.143,9	20.748,5
Rentabilität (in %)						
EBITDA / Umsatz	79,7	93,0	80,6	82,7	82,3	81,7
EBIT / Umsatz	79,7	93,0	80,6	82,7	82,3	81,7
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	94,5	126,7	81,3	54,6	49,5	47,8
Jahresüberschuss / Umsatz	67,5	108,0	98,3	45,3	41,6	40,1
EK-Rendite	6,7	12,6	10,9	5,9	5,8	5,7
GK-Rendite	3,2	5,6	4,8	2,6	2,5	2,4
ROCE	4,7	5,2	4,2	5,1	5,5	5,4
Bilanz (in Mio €)						
Sachanlagen	1.210,2	1.623,8	1.806,4	1.821,8	1.828,3	1.909,7
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	138,8	151,2	0,0
Capital employed (CE)	1.223,1	1.663,7	1.825,8	1.840,1	1.844,8	1.918,4
Eigenkapital	724,7	796,3	860,8	873,2	882,8	891,8
Eigenkapitalquote in %	46,9	44,3	43,6	43,8	43,9	42,8
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	467,1	683,7	787,0	788,9	782,7	847,2
Nettogesamtvverschuldung (+), -liquidität (-)	467,1	683,7	787,0	788,9	782,7	847,2
Gearing in %	64,5	85,9	91,4	90,3	88,7	95,0
Kurs St. am 10.11.2008: 20,95 €						
Bewertung						
Gewinn je Aktie St. (€)	1,42	2,92	2,74	1,51	1,48	1,48
Cash Flow je Aktie (€)	0,00	1,32	0,79	1,37	1,57	1,58
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4
KGV St.	15,5	9,3	10,0	13,9	14,2	14,1
KCFV	high	20,5	34,6	15,3	13,3	13,3
EV / Umsatz	---	18,85	19,63	14,53	13,59	14,55
EV / EBITDA	---	20,3	24,4	17,6	16,5	17,8
EV / EBIT	---	20,3	24,4	17,6	16,5	17,8

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.