



Deutsche EuroShop

Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 25,00 €

Immobilien

Update

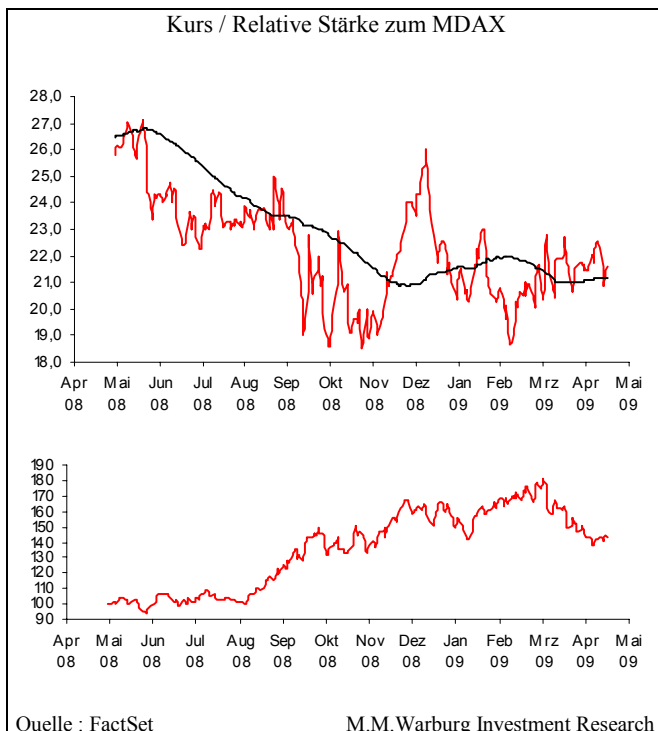
Bloomberg Code: DEQ GY Equity
ISIN: DE0007480204

Kurs am 15.05.2009: 21,63 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 27,21/18,50 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	743,5 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	30.06.2009 :	HV
Anzahl Aktien	34,4 Mio	Familie Otto	St. 19,3%	13.08.2009 :	Ergebnis Q2 2009
Gez. Kapital	22,0 Mio €			12.11.2009 :	Ergebnis Q3 2009

- Solides 1. Quartal 2009
- Weitere Umsatz- und Ergebniszuwächse in den kommenden Jahren
- Kursziel leicht gesenkt, Aktie bleibt dennoch ein Kauf

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



in €	2008	2009e	2010e	2011e
EPS (neu)	2,00	1,22	1,30	1,38
EPS (alt)	2,00	1,42	1,42	1,44
CFPS	1,45	1,48	1,56	1,64
Dividende	1,05	1,05	1,10	1,10
in Mio €	2008	2009e	2010e	2011e
Umsatz	115,3	127,8	130,8	135,1
EBITDA	98,1	108,0	110,4	113,3
EBIT	98,1	108,0	110,4	113,3
Jahresüberschuss	68,9	41,8	44,5	47,4
Cash flow	49,9	50,9	53,5	56,4
ROCE (EBIT/CE)	5,0%	5,4%	5,4%	5,1%
	2008	2009e	2010e	2011e
KGV	11,9	17,8	16,7	15,7
KCFV	16,4	14,6	13,9	13,2
Div. rendite	4,4%	4,9%	5,1%	5,1%
EV/Umsatz	16,13	14,02	13,94	14,91
EV/EBITDA	19,0	16,6	16,5	17,8

Das 1. Quartal 2009 verlief für die Deutsche EuroShop aus unserer Sicht unspektakulär, aber sehr solide. Dies wird insbesondere deutlich an der Entwicklung der operativen Kennzahlen. So legte der Umsatz um 18%, das EBIT um 19% und die FFO um 16% zu. Der Überschuss wuchs gar um 140%, war aber von währungsinduzierten Bewertungsgewinnen geprägt. Bilanziell steht das Unternehmen mit einer Eigenkapitalquote von 47,6% und einem LTV von 47,1% glänzend da. Hinsichtlich der operativen Kennzahlen ist für die kommenden beiden Jahre mit weiteren Zuwächsen zu rechnen – das Management bestätigte seine operativen Ertragsziele für die Jahre 2009 und 2010. Angesichts der Stabilität des Geschäftsmodells halten wir die Ziele für erreichbar. Unsere Ergebnisschätzungen für 2009 und 2010 nehmen wir dennoch zurück, denn aus heutiger Sicht ist nicht mit positiven Bewertungsgewinnen zu rechnen. Auch eine leichte Abwertung der Immobilien ist angesichts der schwierigen ökonomischen Rahmenbedingungen nicht komplett ausgeschlossen. Das Kursziel reduzieren auf 25 € (alt: 28 €). Dennoch ist die Aktie unterbewertet, so dass wir unsere Kaufen-Empfehlung bestätigen.

FFO im 1. Quartal 2009 plus 16%

Die Deutsche EuroShop steigerte den Umsatz im 1. Quartal 2009 um 18% auf 31,8 Mio € und profitierte hierbei insbesondere von Erstkonsolidierungseffekten der Shoppingcenter in Hameln, Passau und Kassel, die in der Summe für 4 Mio € Umsatzzuwachs verantwortlich waren. Organische Mietsteigerungen beliefen sich auf 0,5 Mio € (2% like-for-like). Das EBIT wuchs dementsprechend um 19% auf 27,1 Mio €. Aufgrund der Ausweitung des Shoppingcenter-Portfolios stiegen auch die Finanzierungskosten um 2,6 Mio € auf 14,2 Mio €. Die FFO legten dennoch mit einem Plus von 16% fast proportional zum Umsatz zu. Soweit lag die operative Entwicklung des 1. Quartals im Rahmen unserer Erwartungen. Hinsichtlich des Ergebnisses vor und nach Steuern lagen die Q1-Zahlen mit einem Zuwachs von 140% jedoch deutlich über unseren Schätzungen (s. Abb.1). Ursächlich hierfür ist eine währungsbedingte Bewertungsanpassung der osteuropäischen Shoppingcenter, die aus der Abwertung des polnischen Zloty und des ungarischen Forint gegenüber dem Euro resultierte. Der Effekt belief sich auf 14,6 Mio €, hat aber keinerlei operative Bedeutung, da er komplett bilanzneutral ist. Derartige Volatilitäten in der Ertragsrechnung der DES sind unter den derzeitigen Gegebenheiten nicht vermeidbar. Das Management sucht jedoch nach Möglichkeiten, derartige rein buchhalterische Effekte einzugrenzen. Einen zusätzlichen positiven Bewertungseffekt in Höhe von 8,1 Mio € verbuchte die DES durch die erstmalige Vollkonsolidierung des Shoppingcenters in Kassel.

Leerstände nach vor niedrig, Rent/Sales-Ratio 6-10%

Nach Unternehmensangaben liegt die Leerstandsquote der 16 Shoppingcenter weiterhin unter 1% der vermietbaren Fläche. Die Einzelhandelsflächen sind nach wie vor sogar zu

Abb. 1: Revision der Schätzungen

Mio €	Q1 2009	% yoy Q1	MMWe	Revision der Schätzungen		
				2009e	2010e	2011e
Umsatz	31,8	18%	30,6	⇒	⇒	⇒
EBIT	27,1	19%	25,7	⇒	⇒	⇒
EBIT-Marge	85,2		84,0	⇒	⇒	⇒
EBT	29,6	140%	13,1	↘	↘	⇒
Überschuss	24,4	139%	11,0	↘	↘	⇒
FFO/Aktie	0,37	16%	0,36	⇒	⇒	⇒

M.M.Warburg Investment Research

100% vermietet. Hinsichtlich der Umsätze der Mieter ergab sich angesichts der ungünstigeren wirtschaftlichen Rahmenbedingungen ein durchschnittlicher Rückgang von -1,2% gegenüber Q1 2008 über das gesamte Portfolio der 16 Shoppingcenter. In Deutschland lag der Rückgang bei -1,3% (deutscher Einzelhandel: -3,1%), in den Centern in Polen und Ungarn waren die Umsätze der Mieter mit -1% sogar noch stabiler. Die Rent/Sales-Ratio der Mieter liegt nach wie vor (je nach Center) zwischen 6% und 10% und weist damit nicht auf eine übermäßige Belastung der Mieter hin.

Gesunde Bilanz

Bilanziell war Q1 2009 von einem weiteren Anstieg des langfristigen Anlagevermögens geprägt, das insbesondere bedingt durch die Vollkonsolidierung des Shoppingcenters in Kassel um 71 Mio € auf knapp 2 Mrd € wuchs. Die liquiden Mittel lagen Ende Q1 2009 bei 50,4 Mio € und legten damit um 8,7 Mio € zu. Die geplanten Investitionen in die Altmarktgalerie in Dresden und das Main-Taunus-Zentrum sind insofern vorhanden. Insgesamt ist in den kommenden beiden Jahren aus heutiger Sicht mit einem Finanzierungsbedarf von 30-40 Mio € p.a. zu rechnen. Die Eigenkapitalquote lag Ende Q1 bei 47,6% und damit komfortabel über der vom Management selbst definierten Mindestquote von 45%. Insgesamt hat das Unternehmen in den kommenden Jahren nur einen marginalen Refinanzierungsbedarf. Von den gesamten Bankverbindlichkeiten in Höhe von gut 900 Mio € sind 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 c.p. weiter verbessern.

2009 und 2010 weitere operative Zuwächse

Für das laufende Jahr rechnet das DES-Management mit einem Umsatzzuwachs um mindestens 8,5% auf 125-128 Mio €. Dieser Zuwachs ist im Wesentlichen konsolidierungsbedingt (City Point Kassel), operative Mietsteigerungen sind im Umfang von 1-2% zu erwarten. Für 2010 ist auf Basis des heutigen Portfolios ein weiterer Umsatzanstieg um rund 2% auf 128-131 Mio € zu erwarten, der rein organischer Natur ist. Für das Jahr 2011 gibt es noch keine Unternehmensguidance, wir gehen aber auch hier von einem wei-

Abb. 2: Umsatz- und Ergebnissenzenrio 2007-2011e

	2007		2008		%	Q1 09		Q2 09e		Q3 09e		Q4 09e		Q1e	Q2e	Q3e	Q4e	2009e		2010e		2011e	
	EUR m	EUR m	EUR m	EUR m		EUR m	EUR m	EUR m	EUR m	%	%	%	%					EUR m	%	EUR m	%	EUR m	%
Umsatz	95,8	115,3	20,4	31,8	31,9	32,0	32,1	18,2	12,7	10,4	3,0	127,8	10,8	129,6	1,4	133,9	3,3						
Sonstige Erträge	1,1	0,9	-17,7	0,3	0,3	0,3	0,3	9,7	2,0	130,8	43,5	1,2	33,3	1,2	3,4	1,2	0,0						
Grundstücksbetrieb	-9,4	-6,0	-36,3	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-12,7	1,9	-12,2	-764,3	-7,6	28,1	-7,6	-0,4	-7,6	0,0						
Grundstückverwaltung	-6,1	-7,2	17,6	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	23,6	8,1	5,1	23,7	-8,2	14,4	-8,0	-2,2	-8,8	10,0						
Sonstige betr. Aufw. end.	-4,2	-5,0	18,7	-1,1	-1,1	-1,5	-1,5	25,3	-18,2	7,1	6,2	-5,2	3,1	-4,8	-6,9	-5,4	12,5						
EBIT	77,2	98,1	27,1	27,1	27,2	26,8	26,9	20,5	15,6	13,9	-5,8	108,0	10,1	110,4	2,3	113,3	2,6						
<i>EBIT Marge (%)</i>	80,6%	85,1%	5,5	85,2%	85,3%	83,7%	83,8%					84,5%		85,2%		84,6%							
Finanzergebnis	-50,1	-48,2	-3,8	-14,2	-14,3	-14,3	-14,3	19,2	17,3	19,9	17,3	-57,0	18,4	-56,9	-0,2	-56,9	0,0						
Bewertungsergebnis	50,8	37,1	-27,0	16,8	-0,2	-0,2	-17,0	840,5	-105,8	962,5	-152,6	-0,5	-101,5	-0,5	nm	0,0	nm						
Ergebnis v. Steuern	77,8	87,0	11,8	29,6	12,8	12,3	-4,3	140,3	-8,4	6,4	-108,9	50,4	-42,1	53,0	5,2	56,4	6,4						
Steuern	16,3	-18,1	nm	-5,3	-2,0	-2,0	0,7	146,6	-20,5	2,7	-106,1	-8,6	-52,7	-8,5	-1,1	-9,0	6,4						
<i>(Steuerquote in %)</i>	-21,0%	20,8%		17,7%	16,0%	16,0%	16,0%					17,0%		16,0%		16,0%							
Überschuß	94,2	68,9	-26,9	24,4	10,8	10,4	-3,6	139,0	-5,7	7,1	-109,7	41,8	-39,3	44,5	6,5	47,4	6,4						
Anteile Dritter	0,0	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0					0,0		0,0	nm	0,0							
Überschuss nach Ant. D	94,2	68,9	-26,9	24,4	10,8	10,4	-3,6	139,0	-5,7	7,1	-109,7	41,8	-39,3	44,5	6,5	47,4	6,4						
<i>Anzahl Aktien (Mio)</i>	34,4	34,4		34,4	34,4	34,4	34,4					34,4		34,4		34,4							
EPS (€)	2,74	2,00	-26,9	0,71	0,31	0,30	-0,11	139,0	-5,7	7,1	-109,7	1,22	-39,3	1,30	6,5	1,38	6,4						
FFO/Aktie (€)	1,12	1,45		0,37	0,38	0,36	0,37					1,48	2,2	1,56	5,1	1,64	5,4						
Dividende (€)	1,05	1,05										1,05		1,10		1,10							

M.M. Warburg Investment Research

teren Umsatzzanstieg um 3-4% auf 134 Mio € aus. Hintergrund sind zusätzliche Umsätze aus der Altmartgalerie Dresden, die ab dem laufenden Jahr um 18.000 qm Verkaufsfläche erweitert wird (derzeit 26.000 qm) und spätestens Anfang 2011 zusätzliche Umsätze generieren sollte. Zudem soll das Main-Taunus-Zentrum nahe Frankfurt um 12.000 qm erweitert werden. Mit den entsprechenden Baumaßnahmen wird noch im laufenden Jahr begonnen.

EBIT soll bis 2010 um insgesamt 23% zulegen

Hinsichtlich des EBIT rechnet das DES-Management bis 2010 mit einem Zuwachs um insgesamt 11% bis 14% auf 109-112 Mio €, ebenfalls im Wesentlichen bedingt durch Erstkonsolidierungseffekte und organisches Wachstum. Hinsichtlich der Kostenstrukturen gehen wir von keinen entscheidenden Veränderungen aus. Im Zinsergebnis rechnen wir infolge weiterer (auch teilweise fremdfinanzierter) Investitionen mit einer weiteren Steigerung des Nettozinsaufwandes, wobei die stark gesunkenen Basiszinssätze einen leicht kompensierenden Effekt haben könnten. Die Guidance des Managements für das Ergebnis vor Steuern liegt bis 2010 bei einem Plus von insgesamt 6-10% auf 53-55 Mio € (ohne die Berücksichtigung von Währungs- und Bewertungseffekten). Seit kurzem veröffentlicht die Deutsche EuroShop auch Unternehmensziele hinsichtlich der FFO. Sie sollen in den kommenden beiden Jahren um 6-10% auf 1,55 € bis 1,60 € je Aktie zulegen. Wir halten die Unternehmensplanung insgesamt für sehr realistisch.

Bewertungseffekte sind sehr schwer abschätzbar

Während sich die operative Entwicklung der Deutschen EuroShop angesichts des sehr stabilen Geschäftsmodells - basierend auf den langfristigen Mietverträgen - relativ gut prognostizieren lässt, sind die Bewertungseinflüsse auf das Ergebnis sehr schwer einzuschätzen. In den vergangenen Jahren standen stetig Bewertungsgewinne zu Buche, die auch Ausdruck von stets konservativen bilanziellen Bewertungsansätzen waren. Generell werden die Werte der Shop-

pingcenter einmal jährlich von externen Gutachtern auf Basis von Discounted-Cashflow-Verfahren überprüft. Hierfür wiederum spielen einerseits die zu erwartenden Mieteinnahmen, andererseits der zugrunde liegende Diskontierungsfaktor die entscheidende Rolle (derzeit 6,7%). Während die Mieteinnahmen auf Basis der existierenden Mietverträge relativ stabil und gut abzuschätzen sind, stellt sich die Ermittlung des adäquaten Diskontierungsfaktors als sehr komplex dar. Der Diskontierungsfaktor wird von mehreren unterschiedlichen Variablen beeinflusst (abgeleitet aus Mikro- und Makroeffekten), mit dem Ziel, das Risiko des Investments korrekt abzubilden (Risikozuschlag derzeit durchschnittlich 2,1%). Da die Mieteinnahmen indiziert sind und somit mindestens mit den allgemeinen Lebenshaltungskosten steigen, resultiert hieraus (ceteris paribus) ein permanentes positives Bewertungsergebnis. Steigt allerdings der Diskontierungsfaktor, bedingt durch ein deutlich steigendes Zinsniveau oder Verschlechterungen im Makroumfeld der Shoppingcenter (hohe regionale Arbeitslosigkeit etc.), kann dies den positiven Effekt der steigenden Mieteinnahmen überkompensieren und negative Bewertungsanpassungen zur Folge haben. Wir gehen in unserem Szenario nunmehr davon aus, dass positive Bewertungseffekte in den kommenden Jahren unwahrscheinlich sind, weil sich das makroökonomische Umfeld angesichts einer steigenden Arbeitslosigkeit eher verschlechtern wird. Unsicherheiten bestehen auch hinsichtlich der Zins- und Inflationsentwicklung. Angesichts der schwachen Auslastung der globalen industriellen Kapazitäten ist zumindest kurzfristig nicht von deutlich steigenden Preisen auszugehen. Mittelfristig kann sich das Bild hier natürlich bedingt durch die massiven staatlichen Konjunkturprogramme und die geldpolitischen Lockerungen der Zentralbanken auch schnell wieder ändern. Insgesamt kann aus unserer Sicht aber davon ausgegangen werden, dass die derzeitigen Bilanzansätze der Immobilien konservativ sind. 2008 wiesen die Shoppingcenter eine durchschnittliche Bewertungsrendite von 5,6% auf, der aktuell erzielte Wert liegt eher bei 5,8 bis 5,9%.



Kursziel auf 25 € gesenkt

Per Ende 2008 lag der NAV der Deutschen EuroShop bei 943 Mio € oder 27,43 € je Aktie. Zum Ende des 1. Quartals 2009 stieg der Wert unseren Berechnungen zufolge auf 27,87 € je Aktie. Bisher lag unser Kursziel bei 28 €, weil wir angesichts des sehr stabilen Geschäftsmodells keinen Abschlag auf den NAV für gerechtfertigt hielten. Dies gilt nach wie vor, allerdings sind Investoren angesichts der teilweise massiven Abschlüsse anderer Immobilienunternehmen derzeit u.E. auch bei der Deutschen EuroShop nicht bereit, den vollen fairen Wert zu bezahlen. Wir tragen dem mit einer Reduktion des Kursziels auf 25 € (bisher 28 €) Rechnung. Dennoch bleibt eine signifikante Unterbewertung. Auf Basis des derzeitigen Aktienkurses und den zugrundeliegenden Rahmendaten des Unternehmens ist das Eigenkapital des Unternehmens mit 744 Mio € bewertet (bilanzielles Eigenkapital per Ende Q1: 870 Mio €). Der Mietmultiple auf den Enterprise Value liegt damit bei 14,8x (Gross Rental Income) bzw. 16,8x (basierend auf dem NOI). Wir halten höhere Multiplikatoren für gerechtfertigt. Ein NOI-Multiplikator von 16,5x entspräche einem fairen Wert von 25 € je Aktie und enthält immer noch einen Abschlag auf den derzeitigen NAV von 11%

Ralf Dibbern

Abb. 3: Bewertung

Share price (€)	21,63
No of shares (m)	34,4
Equity (market value) € m	744
Financial debt (€ m)	1.093
short term assets (€ m)	-59
= net debt (€ m)	1.034
Enterprise value (€ m)	1.777
Contractual rent (2009) € m	120
NOI (€ m)	106

Multipliers	
based on gross rent	14,8 x
based on NOI	16,8 x
Yield (%)	
based on gross rent	6,8%
based on NOI	6,0%

Sensitivity analysis	Current valuation			Fair valuation			
	14,0 x	15,0 x	16,0 x	17,0 x	18,0 x	19,0 x	20,0 x
MV Property (€ m)	1.680	1.800	1.920	2.040	2.160	2.280	2.400
Debt (€m)	1.093	1.093	1.093	1.093	1.093	1.093	1.093
Valuation Equity (€ m)	587	707	827	947	1.067	1.187	1.307
Per share (€)	17,08	20,57	24,06	27,55	31,04	34,53	38,02

M.M. Warburg Investment Research

**Deutsche EuroShop**

RALF DIBBERN, + 49 40 3282-2486

	2006	2007	2008	2009e	2010e	2011e	
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)							
Umsatz	92,9	95,8	115,3	127,8	130,8	135,1	
Herstellungskosten	-10,4	-9,4	-6,0	-7,6	-7,6	-7,6	
Rohertrag	82,4	86,4	109,4	120,2	123,2	127,5	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-5,8	-6,1	-7,2	-8,2	-8,0	-8,8	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	9,7	-3,2	-4,1	-4,0	-4,8	-5,4	
EBITDA	86,3	77,2	98,1	108,0	110,4	113,3	
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	86,3	77,2	98,1	108,0	110,4	113,3	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	
Finanzergebnis	-41,0	-50,1	-48,2	-57,0	-56,9	-56,9	
Ergebnis vor Steuern	117,7	77,8	87,0	50,4	53,0	56,4	
EE-Steuern	-17,4	16,3	-18,1	-8,6	-8,5	-9,0	
(Steuerquote in %)	14,8	-21,0	20,8	17,0	16,0	16,0	
Jahresüberschuss	100,3	94,2	68,9	41,8	44,5	47,4	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	100,3	94,2	68,9	41,8	44,5	47,4	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,92	2,74	2,00	1,22	1,30	1,38	
Wachstum (in%)	CAGR (06/11)						
Umsatz	7,8 %	28,7	3,1	20,4	10,8	2,4	3,3
EBITDA	5,6 %	50,2	-10,6	27,1	10,1	2,3	2,6
EBIT	5,6 %	50,2	-10,6	27,1	10,1	2,3	2,6
Jahresüberschuss	---	105,9	-6,1	-26,9	-39,3	6,5	6,4
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)							
Herstellungskostenquote	11,2	9,8	5,2	6,0	5,8	5,6	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,2	6,4	6,2	6,4	6,1	6,5	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
Cash flow (in Mio €)							
Brutto Cash flow	45,4	27,1	49,9	50,9	53,5	56,4	
Operativer Cash flow	45,4	27,1	49,9	50,9	53,5	56,4	
Investiver Cash flow	-70,5	-70,5	-100,0	0,0	-75,0	-75,0	
Free Cash flow	-25,1	-43,4	-50,1	50,9	-21,5	-18,6	
Cash earnings	45,4	27,1	49,9	50,9	53,5	56,4	
Produktivität (in Tsd €)							
Umsatz / Mitarbeiter	18.570,8	19.152,4	23.068,6	25.558,5	26.167,6	27.026,9	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	17.268,2	15.434,2	19.621,0	21.596,5	22.087,6	22.666,9	
Rentabilität (in %)							
EBITDA / Umsatz	93,0	80,6	85,1	84,5	84,4	83,9	
EBIT / Umsatz	93,0	80,6	85,1	84,5	84,4	83,9	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	126,7	81,3	75,4	39,4	40,5	41,8	
Jahresüberschuss / Umsatz	108,0	98,3	59,7	32,7	34,0	35,1	
EK-Rendite	12,6	10,9	8,0	4,8	5,1	5,4	
GK-Rendite	5,6	4,8	3,4	2,1	2,2	2,1	
ROCE	5,1	4,2	5,0	5,4	5,4	5,1	
Bilanz (in Mio €)							
Sachanlagen	1.452,0	1.658,2	1.897,8	1.897,3	1.946,7	2.121,7	
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Working capital	42,6	19,5	8,2	39,8	32,8	41,6	
Umlaufvermögen	143,3	137,2	52,9	60,8	47,8	75,1	
Capital employed (CE)	1.692,8	1.855,0	1.960,4	1.992,4	2.034,8	2.218,7	
Eigenkapital	796,3	860,8	860,5	866,2	873,0	882,6	
Eigenkapitalquote in %	44,3	43,6	42,9	42,9	42,4	39,0	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	895,1	925,1	1.116,0	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	895,1	925,1	1.116,0	
Gearing in %	92,4	101,2	103,6	103,3	106,0	126,5	
Kurs St. am 15.05.2009: 21,63 €							
Bewertung							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,92	2,74	2,00	1,22	1,30	1,38	
Cash Flow je Aktie (€)	1,32	0,79	1,45	1,48	1,56	1,64	
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	34,4	
KGV St.	9,3	10,0	11,9	17,8	16,7	15,7	
KCFV	20,5	34,6	16,4	14,6	13,9	13,2	
EV / Umsatz	19,41	20,50	16,13	14,02	13,94	14,91	
EV / EBITDA	20,9	25,4	19,0	16,6	16,5	17,8	
EV / EBIT	20,9	25,4	19,0	16,6	16,5	17,8	



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

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 betreffenden 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.

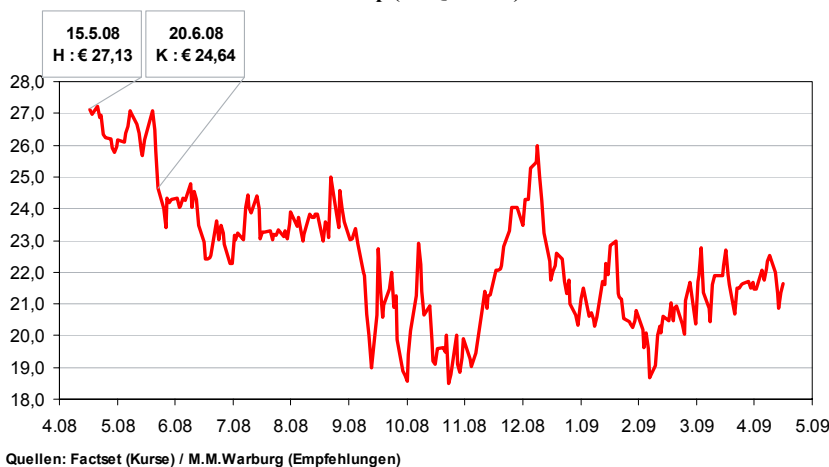
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	103	50%
Halten	69	33%
Verkaufen	24	12%
Empf. ausgesetzt	10	5%
Gesamt	206	

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:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	77	57%
Halten	43	32%
Verkaufen	9	7%
Empf. ausgesetzt	5	4%
Gesamt	134	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
Deutsche EuroShop (DEQn.DE) am 15.5.09



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 den Xetra-Schlusskurs des Datums an, an welchem der Analyst eine geänderte Empfehlung publiziert 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.: +49 40 3282-0
Fax: +49 40 3618-1124
Internet: www.mmwarburg.com

Aktien Research Report © M.M. Warburg & CO Kommanditgesellschaft auf Aktien

abgeschlossen am 18. Mai 2009

			Head of Equities		
			Barbara C. Effler	+49 40 3282-2636	befler@mmwarburg.com
RESEARCH			INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN		
Head of Research			Dirk Rosenfelder +49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com		
Sven Dopke +49 40 3282-2538 sdopke@mmwarburg.com			Christian Alisch +49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com		
Automobil			Matthias Fritsch +49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com		
Marc-René Tonn Hersteller, Zulieferer +49 40 3282-2597 mtonn@mmwarburg.com			Dr. James F. Jackson +49 40 3282-2664 jjackson@mmwarburg.com		
Björn Voss Hersteller, Zulieferer +49 40 3282-2548 bvoss@mmwarburg.com			Wolf-Oliver Jürgens +49 40 3282-2666 wjuergens@mmwarburg.com		
Finanzwerte			Benjamin Kassen +49 40 3282-2630 bkassen@mmwarburg.com		
Ralf Dibbern Finanzdienstleister, Versicherungen +49 40 3282-2486 rdibbern@mmwarburg.com			Michael Kriszun +49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com		
Andreas Pläsier Banken, Direktbanken +49 40 3282-2469 aplaesier@mmwarburg.com			Denis Moreau +49 40 3282-2669 dmoreau@mmwarburg.com		
			Marco Schumann +49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com		
			Andreas Wessel +49 40 3282-2663 awessel@mmwarburg.com		
Handel, Konsum			SALES TRADING		
Thilo Kleibauer Handel, Konsum +49 40 3282-2578 tkleibauer@mmwarburg.com			Oliver Merckel +49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com		
Life Science			Thekla Struve +49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com		
Sven Dopke Chemie, Spezialchemie +49 40 3282-2538 sdopke@mmwarburg.com			Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com		
Ulrich Huwald Gesundheit, Pharma +49 40 3282-2554 uhuwald@mmwarburg.com			Bastian Quast +49 40 3282-2701 bqkast@mmwarburg.com		
Technologie, Medien			Patrick Schepelmann +49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com		
Michael Bahlmann Software, Medien +49 40 3282-2351 mbahlmann@mmwarburg.com			Jörg Treptow +49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com		
Eggert Kuls Investitionsgüter +49 40 3282-2560 ekuls@mmwarburg.com			SALES ASSISTENZ		
Thomas Rau Investitionsgüter +49 40 3282-2202 trau@mmwarburg.com			Andrea Carstensen +49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com		
Volkswirtschaft und Kapitalmarkt			Wiebke Möller +49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com		
Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com					
Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com					
Assistenz			ROADSHOW / MARKETING		
Thorsten Eil +49 40 3282-2214 teil@mmwarburg.com			Katharina Bruns +49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com		
Stefanie Waack +49 40 3282-2258 swaack@mmwarburg.com					
Adresse: M.M. Warburg Investment Research, Ferdinandstraße 75, D-20095 Hamburg					