



Deutsche EuroShop

Kaufen (alt: Kaufen) Kursziel: 26,00 €

Immobilien

Update

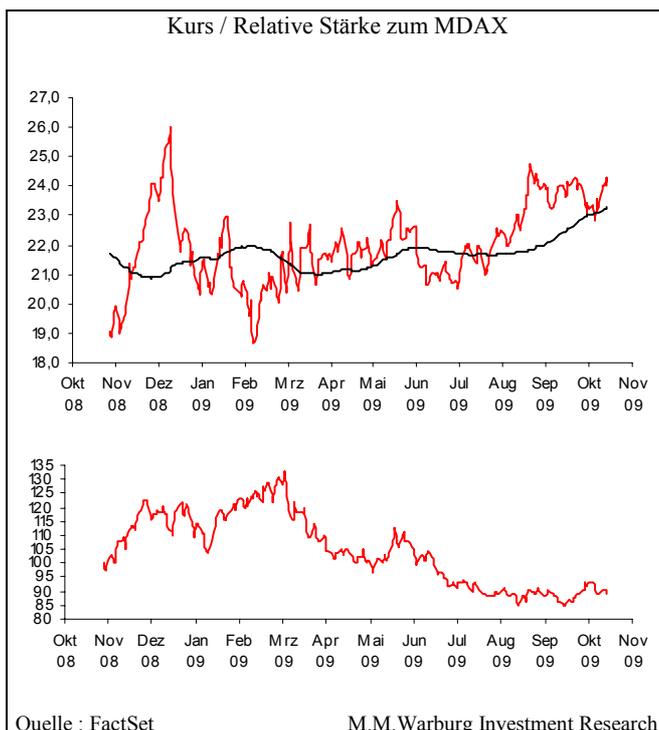
Bloomberg Code: DEQ GY Equity
ISIN: DE0007480204

Kurs am 12.11.2009: 24,00 €
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 26,00/18,50 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse		Termine	
Marktkapitalisierung	907,5 Mio €	Streubesitz	St. 80,7%	30.04.2010 :	Ergebnis 2009
Anzahl Aktien	37,8 Mio	Familie Otto	St. 19,3%	12.05.2010 :	Ergebnis Q1 2010
Gez. Kapital	37,8 Mio €				

- Anhaltend starkes operatives Geschäft
- Guidance unverändert
- Anhebung des Kursziels auf 26 € (alt: 25 €)

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



in €	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
EPS (neu)	2,00	1,22	1,30	1,44
EPS (alt)	2,00	1,22	1,30	1,44
CFPS	1,45	1,48	1,54	1,71
Dividende	1,05	1,05	1,10	1,10
in Mio €	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
Umsatz	115,3	126,6	102,2	113,4
EBITDA	98,1	108,6	87,0	95,9
EBIT	98,1	108,6	87,0	95,9
Jahresüberschuss	68,9	44,0	49,0	54,5
Cash flow	49,9	53,4	58,4	64,8
ROCE (EBIT/CE)	5,0%	5,2%	4,0%	4,2%
	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
KGV	11,9	19,7	18,5	16,7
KCFV	16,4	16,2	15,5	14,0
Div. rendite	4,4%	4,4%	4,6%	4,6%
EV/Umsatz	17,15	16,46	20,34	19,06
EV/EBITDA	20,2	19,2	23,9	22,5

VERÖFFENTLICHT AM 13. NOVEMBER 2009

Die Deutsche EuroShop entwickelte sich auch im 3. Quartal 2009 operativ unverändert gut. Bedingt durch Erstkonsolidierungseffekte und ein gesundes like-for-like Wachstum wuchs der Umsatz in den ersten 9 Monaten 2009 um 12% auf 94,4 Mio €, das EBIT legte leicht überproportional um 15% auf 80,9 Mio € zu. Auch hinsichtlich der FFO verzeichnete das Unternehmen einen gesunden Zuwachs um 9% auf 1,11 € je Aktie. Im Hinblick auf die Guidance für die Jahre 2009 und 2010 ergab sich für das Management aufgrund der außerordentlichen Stabilität des Geschäftsmodells kein Änderungsbedarf, ein Übertreffen der Umsatz- und Ertragsziele wurde nicht ausgeschlossen. Unser Kursziel haben wir leicht von bisher 25 € auf 26 € an. Angesichts der Tatsache, dass das Portfolio der Deutschen EuroShop operativ seine Kapitalkosten verdient, ist ein Discount auf den NAV (den wir für das laufende Jahr auf 26,84 € je Aktie schätzen) nicht gerechtfertigt.

9M-Zahlen im Rahmen der Erwartungen

Die Deutsche EuroShop steigerte den Umsatz in den ersten 9 Monaten 2009 um 12% auf 94,4 Mio € (MMWe: 94,2 Mio €) und profitierte hierbei insbesondere von Konsolidierungseffekten der Shoppingcenter in Hameln, Passau und Kassel, die in der Summe für 9,2 Mio € Umsatzzuwachs verantwortlich waren. Organische Mietsteigerungen beliefen sich auf beachtliche 1,1 Mio € (1,6% like-for-like) und bewegten sich damit im Trend der vergangenen Quartale. Das EBIT wuchs dementsprechend um 15% auf 80,9 Mio € (MMWe: 80,6 Mio €). Aufgrund der Ausweitung des Shoppingcenter-Portfolios stiegen auch die Finanzierungskosten und führten damit zu einem um 6,5 Mio € auf -41,6 Mio € verschlechterten Finanzergebnis. Die FFO legten mit einem Plus von 9% auf 1,11€ (MMWe: 1,10€) je Aktie unterproportional zu. Hinsichtlich des Ergebnisses vor und nach Steuern lagen die 9M-Zahlen mit einem Zuwachs von jeweils über 20% bei 46,2 Mio € (MMWe: 46,3 Mio €) bzw. 38,5 Mio € (MMWe: 38,4 Mio €). Positiv beeinflusst wurde das 9-Monatsergebnis von einem Bewertungseffekt in Höhe von 6,9 Mio €, der insbesondere aus der Vollkonsolidierung des Shoppingcenters in Kassel resultiert. Hier hatte die Deutsche Euroshop die Beteiligung Anfang des Jahres auf 90% aufgestockt. Währungsbedingte Bewertungseffekte ergaben sich zudem aus der Schwäche des ungarischen Forint und des polnischen Zloty.

Operatives Wachstum sollte auch 2010 anhalten

Für das laufende Jahr rechnet das DES-Management unverändert 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. Das EBIT wird unverändert mit 105-108 Mio € erwartet, könnte aus heutiger Sicht aber auch leicht besser ausfallen. 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 Un-

Abb. 1: Keine Revision der Schätzungen

Mio €	9M 2009	□% yoy	MMWe	Revision der Schätzungen		
				2009e	2010e	2011e
Umsatz	94,4	12%	94,2	⇒	⇒	⇒
EBIT	80,9	15%	80,6	⇒	⇒	⇒
EBIT-Marge	85,7		85,6	⇒	⇒	⇒
EBT	46,2	22%	46,3	⇒	⇒	⇒
Überschuss	38,5	23%	38,4	⇒	⇒	⇒
FFO/Aktie	1,11	9%	1,10	⇒	⇒	⇒

M.M.Warburg Investment Research

ternehmensguidance, wir gehen aber auch hier von einem weiteren Umsatzanstieg um 3-4% auf 134 Mio € aus. Hintergrund sind zusätzliche Umsätze aus der Altmarktgalerie 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 wurde bereits begonnen. Die Zahlen in unserem Szenario (s. Abb.1) liegen deutlich niedriger, reflektieren allerdings bereits die wahrscheinlichen Auswirkungen des neuen IAS 31, nach dem die Umsätze verschiedener Center, an denen die DES nicht mehr als 50% hält, nicht mehr quotal in den Konzernabschluss einbezogen werden dürfen, sondern nur noch at Equity im Beteiligungsergebnis auftauchen. Ergebnisseitig ändert die neue Bilanzierungsregel dementsprechend nichts. Ob diese Änderungen bereits 2010 effektiv werden, ist derzeit allerdings noch unklar.

EBIT soll bis 2010 weiter zulegen

Hinsichtlich des EBIT rechnet das DES-Management bis 2010 mit einem Zuwachs auf 109-112 Mio €, ebenfalls im Wesentlichen bedingt durch Erstkonsolidierungseffekte und organisches Wachstum. Mit Blick auf die 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).

Abb. 2: Umsatz- und Ergebnissenzenrio 2008-2011e

	2008		2009				2010e				2011e					
	EUR m	□ %	EUR m	EUR m	EUR m	EUR m	□ %	□ %	□ %	□ %	EUR m	□ %	EUR m	□ %	EUR m	□ %
Sales	115,3	20,4	31,8	31,2	31,5	32,1	18,2	10,3	8,7	3,0	126,6	9,7	101,0	-20,2	113,0	11,9
Other revenues	0,9	-17,7	0,3	0,4	0,0	0,3	9,7	48,0	-113,8	43,5	1,0	12,3	1,2	22,8	0,4	-66,7
Property operating costs	-6,0	-36,3	-1,9	-1,7	-1,3	-1,8	-12,7	-8,6	-37,9	-729,4	-6,8	13,8	-5,6	-18,1	-6,7	20,0
Property management costs	-7,2	17,6	-2,0	-1,8	-1,9	-1,9	23,6	-1,0	-4,9	11,9	-7,6	6,5	-6,4	-15,4	-7,2	11,9
Other operating expenses	-5,0	18,7	-1,1	-1,3	-1,2	-1,0	25,3	-1,1	-15,9	-29,2	-4,6	-8,8	-3,2	-29,9	-3,6	12,5
EBIT	98,1	27,1	27,1	26,8	27,0	27,7	20,5	13,8	14,9	-3,0	108,6	10,7	87,0	-19,9	95,9	10,2
EBIT Margin (%)	85,1%	5,5	85,2%	85,8%	85,9%	86,3%					85,8%		86,1%		84,9%	
Financial income	-48,2	-3,8	-14,2	-13,5	-13,9	-13,6	19,2	11,1	16,5	12,1	-55,2	14,6	-28,6	-48,2	-31,1	8,6
Valuation result	37,1	-27,0	16,8	-6,0	-3,9	-7,5	840,5	-329,8	24362,5	-123,2	-0,6	-101,6	0,0	nm	0,0	nm
Pretax income	87,0	11,8	29,6	7,3	9,2	6,6	140,3	-47,6	-20,4	-86,5	52,8	-39,3	58,4	10,7	64,8	11,0
Taxes	-18,1	nm	-5,3	-1,2	-1,2	-1,1	146,6	-52,3	-36,8	-90,7	-8,7	-51,7	-9,3	6,8	-10,4	11,0
(Tax rate in %)	20,8%		17,7%	16,8%	13,1%	16,0%					16,6%		16,0%		16,0%	
Net income	68,9	-26,9	24,4	6,1	8,0	5,5	139,0	-46,6	-17,1	-85,2	44,0	-36,1	49,0	11,4	54,5	11,0
Minorities	0,0		0,0	0,0	0,0	0,0					0,0		0,0	nm	0,0	
Net income excl. minorities	68,9	-26,9	24,4	6,1	8,0	5,5	139,0	-46,6	-17,1	-85,2	44,0	-36,1	49,0	11,4	54,5	11,0
No of shares (m)	34,4		34,4	34,4	34,4	34,4					36,1		37,8		37,8	
EPS (€)	2,00	-26,9	0,71	0,18	0,23	0,16	139,0	-46,6	-17,1	-85,2	1,22	-39,1	1,30	6,4	1,44	11,0
FFO /share (€)	1,45		0,37	0,39	0,38	0,41					1,48	2,0	1,54	4,4	1,71	11,0
DPS (€)	1,05										1,05		1,10		1,10	

M.M. Warburg Investment Research

Gesunde Bilanz

Bilanziell ergaben sich im 3. Quartal 2009 bei der Deutsche EuroShop keine wesentlichen Veränderungen. Die Eigenkapitalquote verbesserte sich infolge der Kapitalerhöhung im Juli (67 Mio €) auf 49,8% (per Ende H1: 47,4%), der LTV reduzierte sich im gleichen Zeitraum von 48,6% auf 45,6%. Das langfristigen Anlagevermögens blieb bei gut 2 Mrd € konstant und ist geprägt durch die Investment Properties. Die liquiden Mittel weisen per Ende September einen Bestand von 70 Mio € aus und decken den größten Teil des Investitionsbedarfs für die Erweiterung der Center in Frankfurt und Dresden. Passivseitig zeigte sich im 3. Quartal der positive Effekt der Kapitalerhöhung, mit deren Hilfe das Eigenkapital bei nunmehr 929 Mio € liegt. Während die langfristigen Bankverbindlichkeiten im 3. Quartal mit 1,14

Mrd € konstant blieben, reduzierten sich die kurzfristigen Bankverbindlichkeiten deutlich um 58 Mio € auf 8,5 Mio €. Insgesamt verkürzte sich die Bilanzsumme im 3. Quartal um 22 Mio €. Die gesunden Bilanzrelationen verdeutlichen aus unserer Sicht die Fähigkeit des Unternehmens, das Portfolio in den kommenden Jahren weiter auszubauen. Nach Aussagen des Managements befinden sich mögliche Investitionsobjekte derzeit in einer frühen Prüfungsphase. Angesichts der unveränderten Renditeforderungen von mindestens 6% hält das Management an der sehr selektiven Wachstumspolitik fest.

Bewertung

Per Ende 2007 wies die Deutsche EuroShop einen NAV je Aktie von 27,43 € aus. Bedingt durch die Kapitalerhöhung

Abb. 3: Bewertung

Share price (€)	23,20
No of shares (m)	37,8
Equity (market value) € m	877
Financial debt (€ m)	986
short term assets (€ m)	-50
= net debt (€ m)	936
Enterprise value (€ m)	1.813
Contractual rent (2009) € m	120
NOI (€ m)	106

Multipliers	
based on gross rent	15,1 x
based on NOI	17,1 x
Yield (%)	
based on gross rent	6,6%
based on NOI	5,8%
Profitability (%)	
FFO/Equity	5,8%
Cost of Capital	5,2%

Sensitivity analysis							
Gross rent multiplier	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)	986	986	986	986	986	986	986
Equity (€m)	694	814	934	1.054	1.174	1.294	1.414
Fair value per share (€)	18,35	21,53	24,70	27,87	31,05	34,22	37,40

M.M. Warburg Investment Research



(zu 19,50 € je Aktie) und die entsprechend um 10% gestiegene Aktienanzahl rechnen wir infolge des leichten Verwässerungseffektes für das laufende Jahr mit einem auf 26,84 € sinkenden NAV je Aktie. In Anbetracht der Tatsache, dass das Portfolio der Deutschen EuroShop unserer Einschätzung nach auch in den kommenden Jahren die Kapitalkosten verdient, ist ein Abschlag auf den NAV nicht gerechtfertigt. Den Kapitalkostensatz berechnen wir auf Basis der derzeitigen Kapitalstruktur mit 5,2%. Geringe negative Bewertungseffekte auf das Immobilienportfolio können für das laufende Jahr zwar nicht komplett ausgeschlossen werden, wir halten den möglichen Umfang jedoch für sehr begrenzt.

Ralf Dibbern

**Deutsche EuroShop**

RALF DIBBERN, + 49 40 3282-2486

	12/2006	12/2007	12/2008	12/2009e	12/2010e	12/2011e
Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)						
Umsatz	92,9	95,8	115,3	126,6	102,2	113,4
Herstellungskosten	-10,4	-9,4	-6,0	-6,8	-5,6	-6,7
Rohertrag	82,4	86,4	109,4	119,8	96,6	106,7
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-5,8	-6,1	-7,2	-7,6	-6,4	-7,2
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---
Sonst. betriebl. Ergebnis	9,7	-3,2	-4,1	-3,6	-3,2	-3,6
EBITDA	86,3	77,2	98,1	108,6	87,0	95,9
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	108,6	87,0	95,9
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	45,4	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7
Finanzergebnis	-41,0	-50,1	-48,2	-55,2	-28,6	-31,1
Ergebnis vor Steuern	117,7	77,8	87,0	52,8	58,4	64,8
EE-Steuern	-17,4	16,3	-18,1	-8,7	-9,3	-10,4
(Steuerquote in %)	14,8	-21,0	20,8	16,6	16,0	16,0
Jahresüberschuss	100,3	94,2	68,9	44,0	49,0	54,5
Jahresüberschuss nach Minderheiten	100,3	94,2	68,9	44,0	49,0	54,5
Ergebnis je Aktie (St.)	2,92	2,74	2,00	1,22	1,30	1,44
Wachstum (in %)	CAGR (06/11)					
Umsatz	4,1 %	28,7	3,1	20,4	9,7	-19,3
EBITDA	2,1 %	50,2	-10,6	27,1	10,7	-19,9
EBIT	2,1 %	50,2	-10,6	27,1	10,7	-19,9
Jahresüberschuss	---	105,9	-6,1	-26,9	-36,1	11,4
Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)						
Herstellungskostenquote	11,2	9,8	5,2	5,4	5,4	5,9
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,2	6,4	6,2	6,0	6,3	6,4
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---
Cash flow (in Mio €)						
Brutto Cash flow	45,4	27,1	49,9	53,4	58,4	64,8
Operativer Cash flow	45,4	27,1	49,9	53,4	58,4	64,8
Investiver Cash flow	-70,5	-70,5	-100,0	-75,0	-75,0	-75,0
Free Cash flow	-25,1	-43,4	-50,1	-21,6	-16,6	-10,2
Cash earnings	45,4	27,1	49,9	53,4	58,4	64,8
Produktivität (in Tsd €)						
Umsatz / Mitarbeiter	18.570,8	19.152,4	23.068,6	25.315,8	20.440,0	22.676,0
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---
EBIT / Mitarbeiter	17.268,2	15.434,2	19.621,0	21.719,6	17.400,7	19.180,6
Rentabilität (in %)						
EBITDA / Umsatz	93,0	80,6	85,1	85,8	85,1	84,6
EBIT / Umsatz	93,0	80,6	85,1	85,8	85,1	84,6
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	126,7	81,3	75,4	41,7	57,1	57,2
Jahresüberschuss / Umsatz	108,0	98,3	59,7	34,8	48,0	48,0
EK-Rendite	12,6	10,9	8,0	4,7	5,2	5,7
GK-Rendite	5,6	4,8	3,4	2,0	2,2	2,4
ROCE	5,1	4,2	5,0	5,2	4,0	4,2
Bilanz (in Mio €)						
Sachanlagen	1.452,0	1.658,2	1.897,8	2.022,8	2.122,8	2.209,5
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Working capital	42,6	19,5	8,2	74,3	12,0	12,1
Umlaufvermögen	143,3	137,2	52,9	95,3	37,0	45,6
Capital employed (CE)	1.692,8	1.855,0	1.960,4	2.092,6	2.189,8	2.276,6
Eigenkapital	796,3	860,8	860,5	934,0	941,5	954,3
Eigenkapitalquote in %	44,3	43,6	42,9	42,4	42,4	41,2
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	936,5	1.047,3	1.086,0
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	736,0	871,0	891,3	936,5	1.047,3	1.086,0
Gearing in %	92,4	101,2	103,6	100,3	111,2	113,8
Kurs St. am 12.11.2009: 24,00 €						
Bewertung						
Gewinn je Aktie St. (€)	2,92	2,74	2,00	1,22	1,30	1,44
Cash Flow je Aktie (€)	1,32	0,79	1,45	1,48	1,54	1,71
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	34,4	34,4	36,1	37,8	37,8
KGV St.	9,3	10,0	11,9	19,7	18,5	16,7
KCFV	20,5	34,6	16,4	16,2	15,5	14,0
EV / Umsatz	20,51	21,69	17,15	16,46	20,34	19,06
EV / EBITDA	22,1	26,9	20,2	19,2	23,9	22,5
EV / EBIT	22,1	26,9	20,2	19,2	23,9	22,5



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 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.

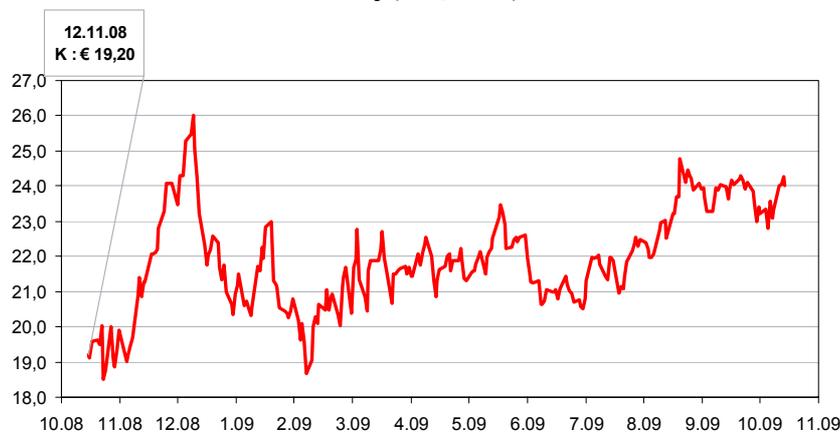
M.M.Warburg & CO KGaA und SES Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	111	54%
Halten	59	29%
Verkaufen	18	9%
Empf. ausgesetzt	16	8%
Gesamt	204	

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	75	60%
Halten	35	28%
Verkaufen	4	3%
Empf. ausgesetzt	11	9%
Gesamt	125	

Kurs- und Empfehlungs-Historie
Deutsche EuroShop (DEQn.DE) am 12.11.09



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 13. November 2009

Head of Equities			
	Barbara C. Efler	+49 40 3282-2636	beffler@mmwarburg.com
RESEARCH		INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN	
Automobil			Dirk Rosenfelder +49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Marc-René Tonn	Hersteller, Zulieferer	+49 40 3282-2597	mtonn@mmwarburg.com
Björn Voss	Hersteller, Zulieferer	+49 40 3282-2548	bvoss@mmwarburg.com
Finanzwerte			Christian Alisch +49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Ralf Dibbern	Finanzdienstleister, Versicherungen	+49 40 3282-2486	rdibbern@mmwarburg.com
Andreas Pläsier	Banken, Direktbanken	+49 40 3282-2469	aplaesier@mmwarburg.com
Handel, Konsum			Matthias Fritsch +49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Thilo Kleibauer	Handel, Konsum	+49 40 3282-2578	tkleibauer@mmwarburg.com
Life Science			Benjamin Kassen +49 40 3282-2630 bkassen@mmwarburg.com
Ulrich Huwald	Gesundheit, Pharma	+49 40 3282-2554	uhuwald@mmwarburg.com
Technologie, Medien			Michael Kriszun +49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Michael Bahlmann	Software, Medien	+49 40 3282-2351	mbahlmann@mmwarburg.com
Eggert Kuls	Investitionsgüter	+49 40 3282-2560	ekuls@mmwarburg.com
Thomas Rau	Investitionsgüter	+49 40 3282-2202	trau@mmwarburg.com
Volkswirtschaft und Kapitalmarkt			Felix Schulte +49 40 3282-2666 fschulte@mmwarburg.com
Carsten Klude		+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite		+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel		+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Assistenz			Marco Schumann +49 40 3282-2665 mschumann@mmwarburg.com
Thorsten Eil		+49 40 3282-2214	teil@mmwarburg.com
Stefanie Waack		+49 40 3282-2258	swaack@mmwarburg.com
SALES TRADING		SALES ASSISTENZ	
			Oliver Merkel +49 40 3282-2634 omerkel@mmwarburg.com
			Thekla Struve +49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
			Gudrun Bolsen +49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
			Bastian Quast +49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
			Patrick Schepelmann +49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
			Jörg Treptow +49 40 3282-2658 jtreptow@mmwarburg.com
ROADSHOW / MARKETING		SALES ASSISTENZ	
			Andrea Carstensen +49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com
			Wiebke Möller +49 40 3282-2703 wmoeller@mmwarburg.com
			Katharina Bruns +49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com

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