

# Deutsche EuroShop

Immobilien

Kaufen (alt: Halten) Kursziel: 31,00 €

## Bullet Points

Bloomberg Code: DEQ  
ISIN: DE0007480204

Kurs am 10.08.2011: 24,41 €  
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 29,06/22,08 €

### Kapitalgrößen

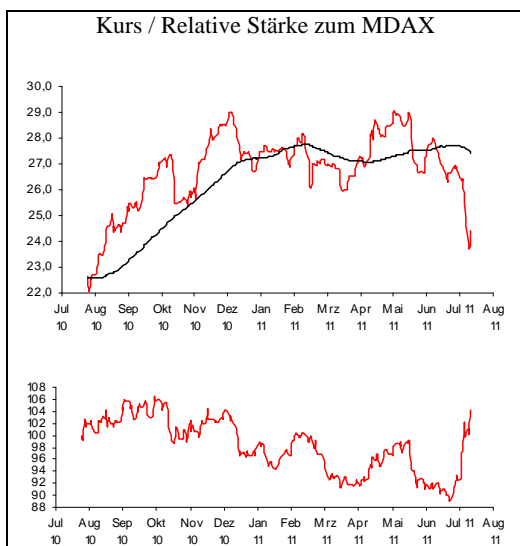
Marktkapitalisierung	1.260,1 Mio €
Anzahl Aktien	51,6 Mio
Gez. Kapital	51,6 Mio €

### Besitzverhältnisse

Streubesitz	St.	82,0%
Familie Otto	St.	18,0%

### Termine

10.11.2011 : Q3-Bericht



Quelle : FactSet

Warburg Research

in €	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
EPS (neu)	0,93	1,80	1,33	1,44
EPS (alt)	0,93	1,80	1,33	1,44
CFPS	1,41	1,42	1,60	1,71
Dividende	1,05	1,10	1,10	1,20

in Mio €	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
Umsatz	127,6	144,2	188,2	200,9
EBITDA	110,7	123,1	161,6	173,6
EBIT	110,7	124,0	162,0	174,0
Jahresüberschuss	34,4	81,8	68,5	74,3
Cash flow	55,0	64,5	82,7	88,4
ROCE (EBIT/CE)	5,5%	4,3%	5,2%	5,5%

	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
KGv	22,8	13,3	18,4	17,0
KCFV	15,0	16,9	15,2	14,2
Div. rendite	5,0%	4,6%	4,5%	4,9%
EV/Umsatz	15,90	19,38	18,21	17,03
EV/EBITDA	18,3	22,7	21,2	19,7

## Hochstufung auf Kaufen – Wachstumstrend hält weiter an

- Bedeutender Anstieg der Mieteinnahmen und der wichtigsten Ergebniszahlen in H1:** Die opportunistischen Investitionen der Deutschen EuroShop (DEQ) in 2010 (A10, Billstedt-Center) und die anhaltende Expansion der Shoppingcenter (Dresden, A10) fördern das Wachstum in H1. Die Mieteinnahmen und das EBIT stiegen um jeweils 29% auf €91,1 Mio. und 78,4 Mio. Trotz der höheren Aktienanzahl stiegen die FFO je Aktie und das EPS mit einer überzeugenden Wachstumsrate von jeweils 13% bzw. 11%. Die genannten Zahlen lagen leicht über unseren und den Konsensschätzungen. Der Ausblick bleibt weiterhin sehr positiv, da das Unternehmen sämtliche Ziele für 2011 bestätigte. Da DEQ derzeit in exklusiven und fortgeschrittenen Verhandlungen für die Akquisition eines weiteren Shoppingcenters in Deutschland ist, könnten wir nach Geschäftsabschluss ein Upgrade der Guidance 2012 erwarten. Da das Unternehmen bei Akquisitionen eine anfängliche Nettomietrendite von mindestens 5,5% erwartet, sollte das Transaktionsvolumen unserer Ansicht nach über €200 Mio. liegen. Denn bei Shoppingcentern und niedrigen Transaktionsvolumen herrscht intensiver Wettbewerb unter Investoren, was zu einer Nettomietrendite von lediglich ~5,2% führt. Hier wäre DEQ nicht in der Lage sein Ziel zu erreichen. Seit Ende Q2 sollte sich der Cash-Bestand um €60-80 Mio. erhöht haben, da DEQ nun 50% des Billstedt-Centers mit einem langfristigen Kredit refinanziert hat. Somit wäre die Kriegskasse mit ca. €300 Mio. gefüllt. Das Unternehmen steht in weiteren Verhandlungen mit Verkäufern von Shoppingcentern im In- und Ausland, folglich benötigt DEQ in den kommenden Quartalen wahrscheinlich eine zusätzliche Eigenkapital- und Fremdkapitalfinanzierung. Das sollte aufgrund der ausgezeichneten Erfolgsbilanz bei Akquisitionen in der Vergangenheit kein Problem darstellen.
- Hohe Unternehmensqualität – Upgrade auf Kaufen – Kursziel € 31:** Der jüngste Rückgang des Aktienkurses ist nicht gerechtfertigt. Wir stufen die Aktie auf Kaufen aufgrund folgender Punkte hoch: a) Wir erwarten starke Wachstumsraten bei Mieteinnahmen (+57%) und EBT (+25%) (2009-2012e). b) Wir sehen kein Downside-Potenzial für Mieten, da diese an den Verbraucherpreisindex gebunden sind, die Mietverträge eine durchschnittliche Laufzeit von 6,7 Jahren haben und der Anteil der Umsatz-gebundenen Mieten sehr niedrig ist (1,8%). Des Weiteren sind die Verbraucherausgaben in Deutschland sehr robust. c) Eine Refinanzierung ist kein Thema für DEQ. Derzeit nutzt DEQ das attraktive Zinsumfeld für Prolongationen (€212 Mio) und in der Neufinanzierung (Billstedt-Center) aus, um den durchschnittlichen Darlehenszinssatz von 5,03% auf 4,83% zu reduzieren. Die durchschnittliche Kreditlaufzeit von DEQ beträgt Ende 2010 6,5 Jahre. d) Die Bewertung der DEQ Shoppingcenter wird durch starke Cashflows und ein gutes Rating (Feri: A) gestützt. Demzufolge ist die Bewertungsrendite von 5,89% sehr konservativ.
- Attraktive Bewertung:** Wir glauben, dass ein Kurs/NAV-Verhältnis von 0,9 und eine Dividendenrendite von 4,5% ein erhebliches Kurspotenzial bieten: Die risikoarme Aktie, die einige Investoren mit einer Anleihe vergleichen, bietet ein besseres Risiko/Ertragsprofil als die meisten Staatsanleihen.

ANDREAS PLAESIER  
Senior Analyst

Tel.: +49 40 309537 - 246  
aplaesier@warburg-research.com

	12/2007	12/2008	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e	
<b>Gewinn- und Verlustrechnung (in Mio €)</b>							
Umsatz	95,8	115,3	127,6	144,2	188,2	200,9	
Herstellungskosten	-9,4	-6,0	-5,8	-7,3	-10,3	-11,9	
Rohertrag	86,4	109,4	121,7	136,9	177,9	189,0	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-6,1	-7,2	-7,2	-7,9	-11,0	-11,1	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	-3,2	-4,1	-3,8	-5,9	-5,3	-4,4	
EBITDA	77,2	98,1	110,7	123,1	161,6	173,6	
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	77,2	98,1	110,7	124,0	162,0	174,0	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	---	
Finanzergebnis	-50,1	-48,2	-55,9	-60,2	-79,3	-85,5	
Ergebnis vor Steuern	77,8	87,0	40,1	97,0	81,8	88,4	
EE-Steuern	16,3	-18,1	-5,7	-15,2	-13,3	-14,2	
(Steuerquote in %)	-21,0	20,8	14,3	15,7	16,3	16,0	
Jahresüberschuss	94,2	68,9	34,4	81,8	68,5	74,3	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	94,2	68,9	34,4	81,8	68,5	74,3	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,74	1,96	0,93	1,80	1,33	1,44	
<b>Wachstum (in%)</b>	<b>CAGR (07/12)</b>						
Umsatz	16,0 %	3,1	20,4	10,6	13,0	30,5	6,8
EBITDA	17,6 %	-10,6	27,1	12,8	11,2	31,3	7,4
EBIT	17,7 %	-10,6	27,1	12,8	12,0	30,6	7,4
Jahresüberschuss	---	-6,1	-26,9	-50,1	138,1	-16,3	8,5
<b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>							
Herstellungskostenquote	9,8	5,2	4,6	5,1	5,4	5,9	
Vertriebs- & Verwaltungskostenquote	6,4	6,2	5,6	5,5	5,8	5,5	
Entwicklungskostenquote	---	---	---	---	---	---	
<b>Cash flow (in Mio €)</b>							
Brutto Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,5	82,7	88,4	
Operativer Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,5	82,7	88,4	
Investiver Cash flow	-70,5	-100,0	-75,0	-75,0	-75,0	-75,0	
Free Cash flow	-43,4	-50,1	-20,0	-10,5	7,7	13,4	
Cash earnings	27,1	49,9	55,0	64,5	82,7	88,4	
<b>Produktivität (in Tsd €)</b>							
Umsatz / Mitarbeiter	19.152,4	23.068,6	25.512,6	24.031,5	31.359,0	33.485,9	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	15.434,2	19.621,0	22.141,4	20.672,0	26.995,0	28.993,5	
<b>Rentabilität (in %)</b>							
EBITDA / Umsatz	80,6	85,1	86,8	85,4	85,9	86,4	
EBIT / Umsatz	80,6	85,1	86,8	86,0	86,1	86,6	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	81,3	75,4	31,4	67,3	43,5	44,0	
Jahresüberschuss / Umsatz	98,3	59,7	26,9	56,7	36,4	37,0	
EK-Rendite	10,9	8,0	3,7	6,5	5,4	5,9	
GK-Rendite	4,8	3,4	1,6	2,8	2,1	2,3	
ROCE	4,2	5,0	5,5	4,3	5,2	5,5	
<b>Bilanz (in Mio €)</b>							
Sachanlagen	1.658,2	1.897,8	1.991,0	2.700,7	3.099,9	3.099,9	
Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Working capital	19,5	8,2	9,0	162,3	10,5	10,8	
Umlaufvermögen	137,2	52,9	92,0	234,3	62,2	35,0	
Capital employed (CE)	1.855,0	1.960,4	2.027,6	2.891,6	3.139,7	3.165,8	
Eigenkapital	860,8	860,5	921,3	1.249,7	1.261,4	1.261,4	
Eigenkapitalquote in %	43,6	42,9	43,6	42,2	39,5	39,5	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.370,0	1.397,7	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.370,0	1.397,7	
Gearing in %	91,0	99,5	92,3	97,8	108,6	110,8	
<b>Kurs St. am 10.08.2011: 24,41 €</b>							
<b>Bewertung</b>							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,74	1,96	0,93	1,80	1,33	1,44	
Cash Flow je Aktie (€)	0,79	1,42	1,41	1,42	1,60	1,71	
Aktienanzahl St. (Mio)	34,4	35,1	39,1	45,5	51,6	51,6	
KGV St.	9,4	11,5	22,8	13,3	18,4	17,0	
KCFV	32,9	15,9	15,0	16,9	15,2	14,2	
EV / Umsatz	21,20	16,93	15,90	19,38	18,21	17,03	
EV / EBITDA	26,3	19,9	18,3	22,7	21,2	19,7	
EV / EBIT	26,3	19,9	18,3	22,5	21,1	19,7	

**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.