

# Deutsche EuroShop

Immobilien

Kaufen Kursziel: 30,00 €

Update

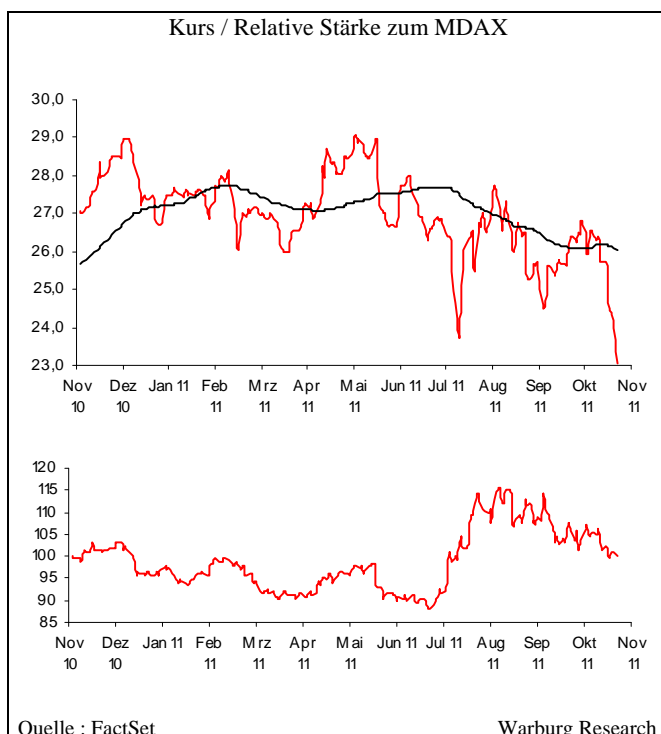
Bloomberg Code: DEQ  
ISIN: DE0007480204

Kurs am 16.11.2011: 24,50 €  
Höchst/Tiefstkurs 12 Mon.: 29,06/23,70 €

Kapitalgrößen		Besitzverhältnisse			Termine	
Marktkapitalisierung	1.265,0 Mio €	Streubesitz	St.	82,0%	09.03.2012 :	Vorläufige Zahlen 2011
Anzahl Aktien	51,6 Mio	Familie Otto	St.	18,0%	27.04.2012 :	GB 2011
Gez. Kapital	51,6 Mio €				15.05.2012 :	Q1-Bericht
					21.06.2012 :	HV
					14.08.2012 :	Q2-Bericht
					13.11.2012 :	Q3-Bericht

- **Erfolgreiche Akquisitionen und Erweiterungen zahlen sich aus**
- **Ergebnis- und Umsatzwachstum wird sich 2012 fortsetzen**
- **Solides Investment in einem schwierigen Umfeld**

ANDREAS PLAESIER  
Senior Analyst  
Tel.: +49 40 309537 - 246  
aplaesier@warburg-research.com



in €	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
EPS (neu)	0,93	1,80	1,10	1,22
EPS (alt)	0,93	1,80	0,40	1,36
CFPS	1,41	1,42	1,50	1,78
Dividende	1,05	1,10	1,10	1,10
in Mio €	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
Umsatz	127,6	144,2	189,3	206,7
EBITDA	110,7	123,1	162,5	178,1
EBIT	110,7	124,0	162,9	178,5
Jahresüberschuss	34,4	81,8	56,9	62,8
Cash flow	55,0	64,5	77,5	91,9
ROCE (EBIT/CE)	5,5%	4,3%	5,2%	5,6%
	12/2009	12/2010	12/2011e	12/2012e
KGV	22,8	13,3	22,2	20,1
KCFV	15,0	16,9	16,3	13,8
Div. rendite	5,0%	4,6%	4,5%	4,5%
EV/Umsatz	15,90	19,40	18,43	16,78
EV/EBITDA	18,3	22,7	21,5	19,5

VERÖFFENTLICHT AM 25. NOVEMBER 2011

Die operative Performance der Deutschen EuroShop ist solide, da das Management das Einkaufcenterportfolio in den letzten Quartalen umsichtig und zu günstigen Preisen ausgeweitet hat. Wir sind daher überzeugt, dass sich die positiven Wachstumseffekte auch 2012 fortsetzen werden. Darüber hinaus werden die hohe Qualität von DEQs Einkaufcentern (Standort, Mietermix, Mietverträge) und auch die sehr stabilen Konsumausgaben in Deutschland die hohe Nachfrage nach verfügbaren Flächen in diesen Centern unterstützen. Gute Q3-Zahlen (Anhebung der Guidance 2011) und keine zusätzlichen negativen Nachrichten hinsichtlich der Gewerbesteuerthematik (Belastung war etwas niedriger als antizipiert) deuten u.E. auf Aufwärtspotenzial für Umsatz und Ergebnis in den nächsten Quartalen. Der Abschlag von 11% zum geschätzten Net Asset Value (~ € 25,8) bietet eine äußerst attraktive Einstiegsmöglichkeit bei einer soliden Dividende. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem Kursziel von € 30.

#### Starkes Wachstum des operativen Geschäfts in Q3 fortgesetzt – Neue Guidance

Die operative Performance der Deutschen EuroShop nach 9M 2011 ist beeindruckend und basiert auf den erfolgreichen und umsichtigen antizyklischen Akquisitionen. Die Wachstumsraten bei Umsatz, EBIT und EBT erreichten in Q3 knapp starke 30%. Treiber des Umsatzwachstums auf € 46,9 Mio. war zudem die Erweiterung der Einkaufscenter in Dresden und in Wildau (A10). Außerdem erhöhte die Deutsche EuroShop ihre Beteiligungen an der Stadt-Galerie Hameln und der City Galerie Wolfsburg auf 100%.

Dieser positive Trend wird sich u.E. in den nächsten Quartalen fortsetzen. In Q4 müssen wir die Akquisition des Allee-Center Magdeburg (Umsatz € 7,8 Mio. p.a., EBIT ~ € 7 Mio. p.a.) und die Erweiterung des Main-Taunus-Zentrum (Nettoanfangsrendite >10% bei einem Investitionsvolumen von € 74 Mio.) berücksichtigen. Wir gehen zudem davon aus, dass die Deutsche EuroShop soweit möglich auch eine 100%-Beteiligung an den anderen Einkaufcentern halten will. Eine Aufstockung könnte u.E. beim Allee-Center Hamm (88,9%), Rathaus Center Dessau (94,9%) bzw. dem Rhein Neckar Zentrum Viernheim (99,9%) möglich sein.

EBIT und EBT erhöhten sich in Q3 proportional zum Mietumsatz,

obwohl sonstige operative Aufwendungen gebucht wurden. Diese sind auf höhere Einmalkosten für die Kreditoptimierung zurückzuführen, da einige Kredite vor Endfälligkeit neuverhandelt wurden.

Der Anteil der Immobilienbetriebskosten und der -verwaltungskosten am Gesamtumsatz ging leicht auf 10,8% zurück (Q3 10: 11%), da die Verwaltungskosten bei einer Verlängerung der Pachtverträge an die Mieter weitergegeben wurden.

Durch einen Anstieg der zinstragenden Verbindlichkeiten (+7% auf € 1,38 Mrd.) und höheren Minderheitsanteilen (Einfluss € 5,3 Mio.) erhöhte sich das **Finanzergebnis** nach 9M auf € -58,9 Mio. (9M 2010 € -44,5 Mio.). Der durchschnittliche auf die Kredite gezahlte Zinssatz war aufgrund von niedrigeren Refinanzierungskosten für neue Kredite (3,6% bis 3,7%) und positiven Effekten durch Neuverhandlungen weiter rückläufig. Wir erwarten einen weiteren Rückgang von 4,8% auf 4,7% bis Jahresende 2011.

Der **Jahresüberschuss** wurde durch eine höhere Steuerquote beeinträchtigt, da für die Deutsche EuroShop erstmals Gewerbesteuer angefallen ist, was € 8,1 Mio. der gesamten Steuerbelastung von € 17,7 Mio. erklärt. Die Guidance einer Steuerquote von 31% wird bereits in unseren neuen Schätzungen reflektiert.

Die Tatsache, dass die Deutsche EuroShop nun Gewerbesteuer in Deutschland zahlen muss, führte auch zu höheren latenten Steuerverbindlichkeiten. Die bisherigen Bilanzen mussten somit überarbeitet werden. Die daraus folgende Reduzierung des Eigenkapitals um € 91,5 Mio. durch latente Steuern und Steuerverbindlichkeiten wurde durch das Unternehmen bereits im August bekannt gegeben (€ 85 Mio. bis € 90 Mio. latente Steuern + € 4 Mio. Verbindlichkeiten durch offene Steuerveranlagungen). Unseres Erachtens sollte die Deutsche EuroShop jedoch eine Lösung finden, um diesen negativen Einfluss durch Erhöhung ihres Anteils an Einkaufcentern auf 100% oder Verlagerung des Firmensitzes zu reduzieren. Die zusätzliche Belastung durch die gebuchten latenten Steuern könnte u.E. halbiert werden.

Die angehobene neue Guidance für 2011 bestätigt unsere positive Einschätzung hinsichtlich der operativen Stärke und lag bereits vollständig im Rahmen unserer vorherigen Schätzungen.

Tabelle 1: Q3 Ergebnis

	Q3 2011	Q3 2011e	Q3 2010	Δ in %	9M 2011	9M 2011e	9M 2010	Δ in %
<b>Group</b>								
<b>P&amp;L</b>								
Revenue	46.9	47.0	36.2	30%	138.0	138.1	106.6	29%
EBIT	39.6	40.3	30.7	29%	117.9	118.7	91.5	29%
Net Finance Costs	-20.3	-19.9	-14.9		-58.9	-58.6	-44.6	32%
Valuation result	-0.4	0.0	-0.7	n.a.	-1.3	-0.9	-0.7	n.a.
EBT	19.0	20.5	15.1	26%	57.8	59.2	46.3	25%
Consolidated profit	7.7	16.0	12.3	-38%	40.0	48.3	38.4	4%
FFO per share		0.40	0.34	n.a.	1.12	1.16	1.02	10%
Earnings per share	0.15	0.31	0.27	-44%	0.78	0.94	0.84	-7%

Warburg Research

Tabelle 2: Guidance

Guidance 2011	New guidance	Old	WRe	old
Sales	€188-190m	€184-188m	189.3	188.2
EBIT	€160-163m	€157-161m	162.9	162.0
EBT	€79-82m	€75-78m	82.3	33.0
FFO per share	1.49-1.54	€1.48-1.52	1.50	1.48

Guidance 2012		WRe	
Sales	€198-202m	206.7	200.9
EBIT	€169-173m	178.5	174.0
EBT	€84-87m	93.9	88.4
FFO per share	€1.60-1.64	1.78	1.67

Warburg Research

Tabelle 3: Kreditstruktur

Interest Lockin	Duration	Principle amounts (€ths)	Share of total loan	avg. interest rate
Up to 1 year	1.0	13,399	1.4%	5.27%
1 to 5 years	4.3	424,071	45.7%	5.48%
5 to 10 years	7.8	382,151	41.1%	5.10%
Over 10 years	16.8	109,400	11.8%	5.06%
<b>Total 2009</b>	<b>7.1</b>	<b>929,022</b>	<b>100.0%</b>	<b>5.27%</b>
Total 2008	7.0	894,945		5.33%

Interest Lockin	Duration	Principle amounts (€ths)	Share of total loan	avg. interest rate
Up to 1 year	1.0	62,939	4.9%	3.30%
1 to 5 years	3.6	552,823	43.3%	5.38%
5 to 10 years	7.9	492,366	38.5%	4.96%
Over 10 years	14.3	169,200	13.2%	4.74%
<b>Total 2010</b>	<b>6.5</b>	<b>1,277,328</b>	<b>100.0%</b>	<b>5.03%</b>

Interest Lockin	Duration	Principle amounts (€ths)	Share of total loan	avg. interest rate
Up to 1 year	1.0	141,109	10.4%	2.82%
1 to 5 years	3.4	431,337	31.7%	5.42%
5 to 10 years	7.4	503,884	37.0%	4.96%
Over 10 years	12.5	284,209	20.9%	4.70%
<b>Total H1 2011</b>	<b>6.6</b>	<b>1,360,539</b>	<b>100.0%</b>	<b>4.83%</b>

Warburg Research

### Solider und nachhaltiger Investment Case

Unseres Erachtens sollte die Investment Story der Deutschen EuroShop insbesondere in einem herausfordernden Umfeld mehr Investoren anlocken. Wir haben die folgenden Kernpunkte für eine Investition in die DEQ-Aktie identifiziert:

a) Die **starken Wachstumsraten bei Umsatz und operativen Ergebnis** basieren auf einer sehr gesunden Akquisitionspolitik. Die Deutsche EuroShop sollte ihren Bestand durch die Aufstockung des Anteils an bestehenden Einkaufszentren ausweiten können, da die aktuellen Marktpreise (Nettoanfangsrendite von 1a-Einkaufszentren < 5%) nicht die Investitionsanforderungen der DEQ einer Nettoanfangsrendite von mindestens 5,6% erfüllen. Dennoch kann die DEQ aufgrund ihrer sehr flexiblen

Finanzierungsmöglichkeiten (Liquidität von € 85 Mio. per Ende Q3) schnell reagieren, wenn sich Kaufgelegenheiten ergeben.

b) Unserer Ansicht nach sind die **starken Bilanzzahlen** in den nächsten Jahren notwendig, um Marktopportunitäten flexibel nutzen zu können. Mit einem LTV von 47% und einer Eigenkapitalquote von 46,1% ist die DEQ bei möglichen Verhandlungen mit Banken zur Finanzierung neuer Ziele in einer starken Verhandlungsposition.

c) Obwohl die Umsatzentwicklung einiger Mieter in den Einkaufszentren in den letzten Monaten durch die ungünstigen Wetterverhältnisse (zu kalt und zu nass im Sommer, zu warm im Herbst) unter Druck geraten ist, rechnen wir mit steigenden Mieteinnahmen, da nur 1,5%-Punkte der Gesamtmieten umsatzabhängige Mieten sind. Dieser Einfluss sollte durch die indextierten Mieten (CPI) überkompensiert werden. Zudem sollten sich die Konsumausgaben selbst in einem pessimistischeren Wirtschaftsszenario für Deutschland auf dem aktuellen Niveau halten.

d) **Ausgezeichnete Refinanzierung** bei niedrigen Sollzinsen sowie keine wesentlichen Refinanzierungsbedürfnisse vor 2013. Die durchschnittlichen Refinanzierungskosten werden weiter auf ein Niveau von 4,6-4,7% fallen.

e) Starke FFO-Generierung (WRe: 2011 € 1,50 je Aktie) ermöglicht **attraktive Dividendenpolitik** (WRe: 2011 € 1,10 je Aktie ~ Dividendenrendite von 4,5%).

f) Negative Auswirkungen der Gewerbesteuer könnten durch Verlagerung des Firmensitzes reduziert werden.

g) Die Bewertung der Einkaufszentren der DEQ mit einer Nettoanfangsrendite von 5,89% ist bei weitem nicht aggressiv. In einer vor kurzem erfolgten Markttransaktion wurde eine Nettoanfangsrendite von unter 5% durch den Verkäufer akzeptiert. Aus diesem Grund rechnen wir mit keinem wesentlichen Druck auf die Bewertung. Wir sind vielmehr der Ansicht, dass eine höhere Bewertung die FFO-Rendite (WRe: 6,1%) stärker reflektieren würde.

### Bewertung

Die Aktie notiert nun mit einem Abschlag von 11% zu ihrem geschätzten NAV von ca. € 25,80. Dies ist u.E. zu günstig in Anbetracht der oben erwähnten Gründe. Tatsächlich wäre ein Aufschlag von 15% bis 20% vertretbar. Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung mit einem Kursziel von €30.

**Andreas Pläsier**



**Deutsche EuroShop**

ANDREAS PLAESIER, + 49 40 309537 - 246

	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	189,3	206,7	
Herstellungskosten	-9,4	-6,0	-5,8	-7,3	-9,3	-12,2	
Rohhertrag	86,4	109,4	121,7	136,9	180,0	194,5	
Vertriebs- und Verwaltungskosten	-6,1	-7,2	-7,2	-7,9	-11,0	-11,4	
F&E-Kosten	---	---	---	---	---	---	
Sonst. betriebl. Ergebnis	-3,2	-4,1	-3,8	-5,9	-6,4	-5,0	
EBITDA	77,2	98,1	110,7	123,1	162,5	178,1	
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	162,9	178,5	
Operatives Ergebnis (Unternehmensdefinition)	27,1	50,0	51,6	51,6	51,7	---	
Finanzergebnis	-50,1	-48,2	-55,9	-60,2	-79,3	-84,6	
Ergebnis vor Steuern	77,8	87,0	40,1	97,0	82,3	93,9	
EE-Steuern	16,3	-18,1	-5,7	-15,2	-25,3	-31,1	
(Steuerquote in %)	-21,0	20,8	14,3	15,7	30,8	33,1	
Jahresüberschuss	94,2	68,9	34,4	81,8	56,9	62,8	
Jahresüberschuss nach Minderheiten	94,2	68,9	34,4	81,8	56,9	62,8	
Ergebnis je Aktie (St.)	2,74	1,96	0,93	1,80	1,10	1,22	
<b>Wachstum (in%)</b>		<b>CAGR (07/12)</b>					
Umsatz	16,6 %	3,1	20,4	10,6	13,0	31,3	9,2
EBITDA	18,2 %	-10,6	27,1	12,8	11,2	32,0	9,6
EBIT	18,3 %	-10,6	27,1	12,8	12,0	31,3	9,6
Jahresüberschuss	---	-6,1	-26,9	-50,1	138,1	-30,4	10,3
<b>Kostenintensitäten (in % vom Umsatz)</b>							
Herstellungskostenquote	9,8	5,2	4,6	5,1	4,9	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	77,5	91,9	
Operativer Cash flow	27,1	49,9	55,0	64,5	77,5	91,9	
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	2,5	16,9	
Cash earnings	27,1	49,9	55,0	64,5	77,5	91,9	
<b>Produktivität (in Tsd €)</b>							
Umsatz / Mitarbeiter	19.152,4	23.068,6	25.512,6	24.031,5	31.550,5	34.458,0	
Personalaufwand / Mitarbeiter	---	---	---	---	---	---	
EBIT / Mitarbeiter	15.434,2	19.621,0	22.141,4	20.672,0	27.144,1	29.754,5	
<b>Rentabilität (in %)</b>							
EBITDA / Umsatz	80,6	85,1	86,8	85,4	85,9	86,2	
EBIT / Umsatz	80,6	85,1	86,8	86,0	86,0	86,4	
Ergebnis v. Steuern / Umsatz	81,3	75,4	31,4	67,3	43,5	45,4	
Jahresüberschuss / Umsatz	98,3	59,7	26,9	56,7	30,1	30,4	
EK-Rendite	10,9	8,0	3,7	7,1	4,9	5,4	
GK-Rendite	4,8	3,4	1,6	2,8	1,8	2,0	
ROCE	4,2	5,0	5,5	4,3	5,2	5,6	
<b>Bilanz (in Mio €)</b>							
Sachanlagen	1.658,2	1.897,8	1.991,0	2.700,7	3.103,9	3.103,9	
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	101,6	60,2	
Capital employed (CE)	1.855,0	1.960,4	2.027,6	2.891,6	3.143,7	3.169,8	
Eigenkapital	860,8	860,5	921,3	1.158,2	1.158,3	1.164,3	
Eigenkapitalquote in %	43,6	42,9	43,6	39,1	35,8	36,2	
Nettofinanzschulden (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.385,6	1.410,5	
Nettogesamtverschuldung (+), -liquidität (-)	783,3	856,4	850,7	1.222,4	1.385,6	1.410,5	
Gearing in %	91,0	99,5	92,3	105,5	119,6	121,2	
<b>Kurs St. am 16.11.2011: 24,50 €</b>							
<b>Bewertung</b>							
Gewinn je Aktie St. (€)	2,74	1,96	0,93	1,80	1,10	1,22	
Cash Flow je Aktie (€)	0,79	1,42	1,41	1,42	1,50	1,78	
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	22,2	20,1	
KCFV	32,9	15,9	15,0	16,9	16,3	13,8	
EV / Umsatz	21,20	16,93	15,90	19,40	18,43	16,78	
EV / EBITDA	26,3	19,9	18,3	22,7	21,5	19,5	
EV / EBIT	26,3	19,9	18,3	22,6	21,4	19,4	

## Rechtshinweis / Disclaimer

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; er enthält ausgewählte Informationen und erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit. Die Analyse stützt sich auf allgemein zugängliche Informationen und Daten ("die Information"), die als zuverlässig gelten. Die Warburg Research GmbH 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 der M.M.Warburg & CO KGaA oder der Warburg Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH haften nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernehmen M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen, deren verbundener Unternehmen, Strategien, konjunkturelle, Markt- und/oder Wettbewerbslage, gesetzliche Rahmenbedingungen usw. Obwohl die Analyse mit aller Sorgfalt zusammengestellt wurde, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH, deren Anteilseigner und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen oder Schlüsse, die aus in dieser Analyse enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Soweit eine Analyse im Rahmen einer bestehenden vertraglichen Beziehung, z.B. einer Finanzberatung oder einer ähnlichen Dienstleistung, ausgehändigt wird, ist die Haftung der M.M.Warburg & CO KGaA und der Warburg Research GmbH auf grobe Fahrlässigkeit und Vorsatz begrenzt. Sollten wesentliche Angaben unterlassen worden sein, haften M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH für einfache Fahrlässigkeit. Der Höhe nach ist die Haftung von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH auf Ersatz von typischen und vorhersehbaren Schäden begrenzt. Die Analyse 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 oder der Warburg Research GmbH in verantwortlicher Stellung, z.B. als Mitglied des Aufsichtsrats, in den in der Analyse genannten Gesellschaften tätig sind. Die in dieser Analyse 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 und Warburg Research GmbH haben interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenkonflikten vorzubeugen und diese, sofern vorhanden, offen zulegen.

Die von M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH hergeleiteten Bewertungen, Empfehlungen und Kursziele für die analysierten Unternehmen werden ständig überprüft und können sich daher ändern, sollte sich einer der diesen 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.

Weder die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA noch die Analysten der Warburg Research GmbH beziehen eine Vergütung - weder direkt noch indirekt - aus Investmentbankinggeschäften der M.M.Warburg Bank oder eines mit ihr verbundenen Unternehmens.

M.M.Warburg & CO KGaA und Warburg Research GmbH unterliegen 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.

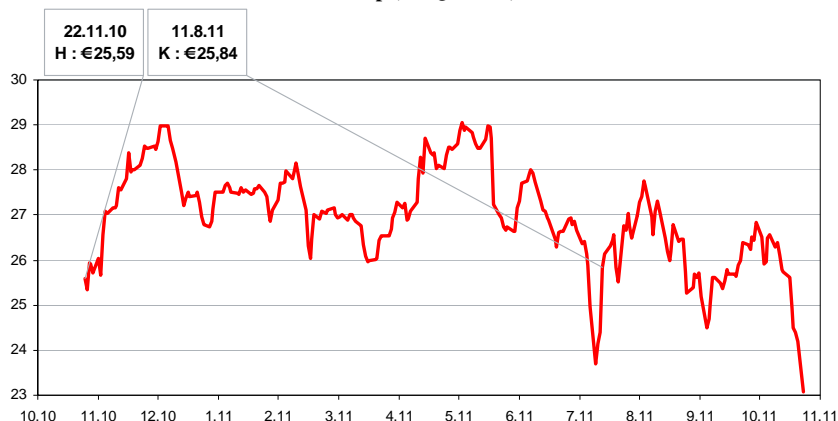
Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung:

<b>Empfehlung</b>	<b>Anzahl Unternehmen</b>	<b>% des Universums</b>
Kaufen	128	68%
Halten	53	28%
Verkaufen	5	3%
Empf. ausgesetzt	2	1%
<b>Gesamt</b>	<b>188</b>	

Warburg Research GmbH - analysiertes Universum nach Anlageempfehlung, unter Berücksichtigung nur der Unternehmen, für die veröffentlichungspflichtige Informationen gemäß § 34b WpHG und FinAnV vorliegen:

<b>Empfehlung</b>	<b>Anzahl Unternehmen</b>	<b>% des Universums</b>
Kaufen	106	72%
Halten	38	26%
Verkaufen	1	1%
Empf. ausgesetzt	2	1%
<b>Gesamt</b>	<b>147</b>	

**Kurs- und Empfehlungs-Historie**  
**Deutsche EuroShop (DEQn.DE) am 16.11.11**



Quellen: Factset (Kurse) / Warburg Research

Die Kästchen oben in der Kurs- und Empfehlungs-Historie zeigen an, zu welchem Zeitpunkt welche Empfehlung durch Warburg Research GmbH 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.



# WARBURG RESEARCH

Warburg Research GmbH  
 20095 Hamburg – Hermannstraße 9  
 Tel.: (0) 40 / 309 537 – 0  
 Fax: (0) 40 / 309 537 – 110  
 Internet: www.warburg-research.com



# 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 © Warburg Research GmbH

abgeschlossen am 25. November 2011

RESEARCH		
<b>Geschäftsführung Research</b>		
Christian Bruns	+49 40 309 537-253	cbruns@warburg-research.com
Henner Rüschemeyer	+49 40 309 537-270	hrueschmeier@warburg-research.com
<b>Automobil, Zulieferer, Stahl, Bau</b>		
Frank Laser	+49 40 309 537-235	flaser@warburg-research.com
Marc-René Tonn	+49 40 309 537-259	mtonn@warburg-research.com
Björn Voss	+49 40 309 537-254	bvoss@warburg-research.com
<b>Banken, Finanzdienst., Immobilien</b>		
Torsten Klingner	+49 40 309 537-260	tklingner@warburg-research.com
Andreas Pläsier	+49 40 309 537-246	aplasier@warburg-research.com
<b>Chemie, Gesundheit, Pharma</b>		
Ulrich Huwald	+49 40 309 537-255	uhuwald@warburg-research.com
Oliver Schwarz	+49 40 309 537-250	oschwarz@warburg-research.com
<b>Handel, Konsum</b>		
Jörg Philipp Frey	+49 40 309 537-258	jfrey@warburg-research.com
Thilo Kleibauer	+49 40 309 537-257	tkleibauer@warburg-research.com
<b>Maschinenbau</b>		
Christian Cohrs	+49 40 309 537-175	cchors@warburg-research.com
Eggert Kuls	+49 40 309 537-256	ekuls@warburg-research.com
Thomas Rau	+49 40 309 537-220	trau@warburg-research.com
<b>Software, IT</b>		
Felix Ellmann	+49 40 309 537-120	fellmann@warburg-research.com
Andreas Wolf	+49 40 309 537-140	awolf@warburg-research.com
<b>Technologie</b>		
Malte Schaumann	+49 40 309 537-170	mschaumann@warburg-research.com
<b>Telekom., Internet, Medien</b>		
Jochen Reichert	+49 40 309 537-130	jreichert@warburg-research.com
Susanne Schwartze	+49 40 309 537-155	sschwartze@warburg-research.com
<b>Versorger, Erneuerbare Energien</b>		
Christopher Rodler	+49 40 309 537-290	crodlar@warburg-research.com
Stephan Wulf	+49 40 309 537-150	swulf@warburg-research.com
<b>Produktion</b>		
Daniel Bonn	+49 40 309 537-205	dbonn@warburg-research.com
Markus Pähler	+49 40 309 537-221	mpaehler@warburg-research.com
Adresse: Warburg Research GmbH, Hermannstr. 9, 20095 Hamburg		

EQUITIES		
<b>INSTITUTIONELLE KUNDENBETREUUNG AKTIEN</b>		
Holger Nass	+49 40 3282-2669	hnass@mmwarburg.com
Christian Alisch	+49 40 3282-2667	calisch@mmwarburg.com
Cynthia Chavanon	+49 40 3282-2630	cchavanon@mmwarburg.com
Robert Conredel	+49 40 3282-2633	rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch	+49 40 3282-2696	mfritsch@mmwarburg.com
Michael Kriszun	+49 40 3282-2695	mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann	+49 40 3282-2660	mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder	+49 40 3282-2692	drosenfelder@mmwarburg.com
Marco Schumann	+49 40 3282-2665	mschumann@mmwarburg.com
Julian Straube	+49 40 3282-2666	jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger	+49 40 3282-2635	pstumpfegger@mmwarburg.com
<b>SALES TRADING</b>		
Oliver Merckel	+49 40 3282-2634	omerckel@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
<b>SALES ASSISTENZ</b>		
Andrea Carstensen	+49 40 3282-2632	acarstensen@mmwarburg.com
Kerstin Tscherner	+49 40 3282-2703	ktscherner@mmwarburg.com
<b>ROADSHOW / MARKETING</b>		
Katharina Bruns	+49 40 3282-2694	kbruns@mmwarburg.com
Adresse: M.M. Warburg & CO, Ferdinandstr. 75, 20095 Hamburg		