

Buy EUR 33,50 (EUR 32,70) Kurs EUR 30,24 Upside 10,8 %	Wertindikatoren: EUR NAV (WRe): 33,77	Aktien Daten: Bloomberg: DEQ GR Reuters: DEQGn ISIN: DE0007480204	Beschreibung: Deutsche EuroShop ist Bestandhalter von Shopping Center Immobilien.
	Markt Snapshot: EUR Mio. Marktkapitalisierung: 1.570,0 Aktienanzahl (Mio.): 51,9 EV: 3.060,0 Freefloat MC: 1.334,5 Ø Trad. Vol. (30T): 4,18 Mio.	Aktionäre: Freefloat 85,0 % Familie Otto 15,0 % Black Rock 3,0 % Hertie Stiftung 3,0 %	Risikoprofil (WRe): 2012e LTV: 48,0 % EK-Quote: 46,2 %

Keine Überraschungen in Q3; Erweiterung des Einkaufscenter-Portfolios

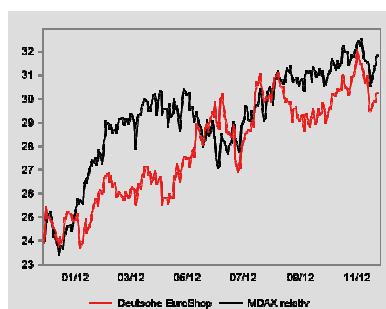
Berichtete Kennzahlen Q3/2012:										Kommentar zu den Kennzahlen:				
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	Q3 2012	Q3 2012e	Q3 2011	yoy	9M 2012	9M 2012e	9M 2011	yoy						
Umsatz	52,6	52,9	46,9	12 %	157,1	157,4	138,0	14 %						
EBIT adj.	46,1	45,4	39,6	17 %	137,3	136,6	117,9	16 %						
EBT	23,8	24,2	19,2	24 %	71,0	73,3	58,0	22 %						
Nettoergebnis	17,4	15,5	12,8	35 %	49,9	49,9	40,0	25 %						
FFOPS	0,46	0,45	0,36	26 %	1,35	1,34	1,10	23 %						

Das Problem mit der Gewerbesteuer ist gelöst worden. DES wird sechs Einkaufszentrum-Zweckgesellschaften in eine neue Subholding fusionieren. Da diese Zweckgesellschaften zu 100% von der DES gehalten werden, kann die neue Subholding von der erweiterten Gewerbesteuerkürzung profitieren. Dies wird einen positiven Effekt in Form einer Reduzierung der latenten Steuerverbindlichkeiten um EUR 40-50 Mio. und ab 2013 eines Rückgangs der zahlungswirksamen Steuern von EUR 1,5 Mio. bis EUR 2 Mio. mit sich ziehen. Wir gehen davon aus, dass eine Anteilserhöhung an Beteiligungen, die nicht komplett von der DES gehalten werden, für die nächsten Jahre auf der Agenda steht.

Die jährliche Nettoanfangsrendite des jüngst akquirierten Herold-Centers wird über 6% liegen. Für 2013 werden annualisierte Mieteinnahmen von EUR 13,2 Mio. erwartet. Abzüglich der normalisierten Grundstücksbetriebs-, Verwaltungs- sowie der Finanzierungskosten (Wandelanleihe) ergibt dies einen EBT-Beitrag von etwa EUR 10 Mio. Dieser Effekt (WRe: EBT+10%) sollte die Ergebnis- und FFO-Verwässerung infolge der Kapitalerhöhung von 2,314 Mio. Aktien (+4,4%) sowie durch die verwässerte Aktienanzahl (einschließlich Wandelanleihe +10%) ausgleichen.

Wir bestätigen unsere Kaufempfehlung und erhöhen unser Kursziel aus den folgenden Gründen auf EUR 33,50: a) Die Eigenkapitalbasis verbessert sich durch den positiven Effekt der reduzierten latenten Steuerverbindlichkeiten um 4%. b) Wir heben unsere Schätzung für das Bewertungsergebnis aufgrund verbesserter Kerntreiber (Mietsteigerungen, Diskontierungssatz, Netto-Anfangsrendite und Kostenquote) um EUR 10 Mio. an. c) Das Unternehmen erwartet einen moderaten Anstieg der Dividende (aktuell EUR 1,10). d) Die Verwässerung von Ergebnis und FFO durch die höhere Aktienanzahl dürfte durch den Beitrag des akquirierten Einkaufszentrums ausgeglichen werden.

Schätzungsänderungen:					Kommentar zu den Änderungen:			
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	2012e (alt)	+ / -	2013e (alt)	+ / -				
Umsatz	210,7	-0,1 %	186,4	6,9 %				
EBIT adj.	182,4	0,4 %	159,1	7,1 %				
EBT	109,2	6,9 %	115,0	7,3 %				
FFOPS	1,82	-0,3 %	1,92	3,4 %				
DPS	1,10	4,5 %	1,20	0,0 %				

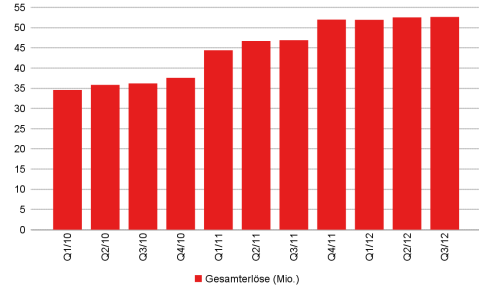


Rel. Performance vs MDAX:	
1 Monat:	-2,1 %
6 Monate:	-7,5 %
Jahresverlauf:	-6,3 %
Letzte 12 Monate:	-8,6 %

Unternehmenstermine:	
26.04.13	2012
15.05.13	Q1
06.06.13	MMW Highlights
07.06.13	MMW Highlights

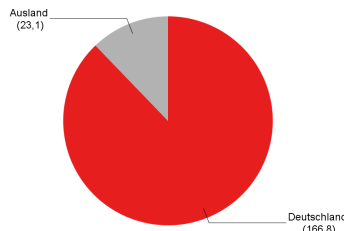
GJ Ende: 31.12. in EUR Mio.	CAGR (11-14e)	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Gesamterlöse	3,0 %	115,3	127,6	144,2	190,0	210,5	199,4	207,6
Mieterlöse		115,3	127,6	144,2	190,0	210,5	199,4	207,6
Wachstum yoy		20,4 %	10,6 %	13,0 %	31,8 %	10,8 %	-5,3 %	4,1 %
EBIT adj.	2,4 %	98,1	110,7	124,0	165,7	183,1	170,5	177,7
FFO I	11,2 %	48,6	54,8	61,5	83,1	94,3	107,0	114,3
FFO Marge		42,1 %	43,0 %	42,7 %	43,7 %	44,8 %	53,7 %	55,0 %
Bewertungsergs.	-37,9 %	37,1	-14,8	33,1	41,8	17,2	10,0	10,0
EBT	0,6 %	87,0	40,1	97,0	128,4	116,8	123,4	130,7
Nettoergebnis	-0,7 %	68,9	34,4	-7,8	93,4	125,3	86,8	91,4
EPS	-2,2 %	2,00	0,88	-0,17	1,81	2,41	1,61	1,69
FFOPS	9,6 %	1,41	1,40	1,35	1,61	1,82	1,98	2,12
DPS	2,9 %	1,05	1,05	1,10	1,10	1,15	1,20	1,20
Dividendenrendite		4,7 %	5,0 %	4,6 %	4,1 %	3,8 %	4,0 %	4,0 %
Buchwert je Aktie		25,03	23,58	25,55	23,11	25,26	23,65	24,12
NAV / Aktie		27,43	26,63	26,36	27,64	28,61	29,08	29,64
KGV		11,2 x	24,0 x	n.a.	14,7 x	12,5 x	18,8 x	17,8 x
KBV		0,8 x	0,8 x	0,8 x	0,9 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x
P / NAV		0,8 x	0,8 x	0,9 x	1,0 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x
FFO-Yield		6,3 %	6,6 %	5,6 %	6,0 %	6,0 %	6,6 %	7,0 %
ROE		7,1 %	3,4 %	-0,6 %	6,4 %	8,2 %	5,4 %	5,7 %
LTV		46,1 %	46,0 %	45,0 %	47,0 %	48,0 %	47,2 %	46,4 %
EK-Quote		48,7 %	49,4 %	48,6 %	45,7 %	46,2 %	46,7 %	47,3 %
Guidance:		In EUR Mio.: Umsatz 207-211, EBIT 177-181, EBT 94-97; FFO p. Aktie EUR 1,70-1,74						

Entwicklung Gesamterlöse in Mio. EUR



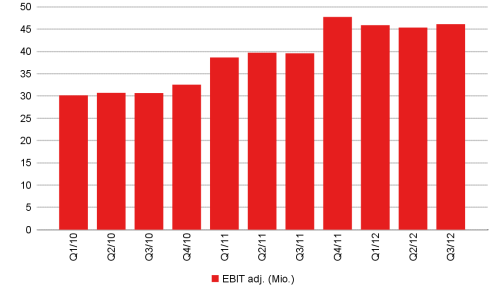
Quelle: Warburg Research

Umsatz nach Regionen 2011 in m



Quelle: Warburg Research

Entwicklung EBIT adj. in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

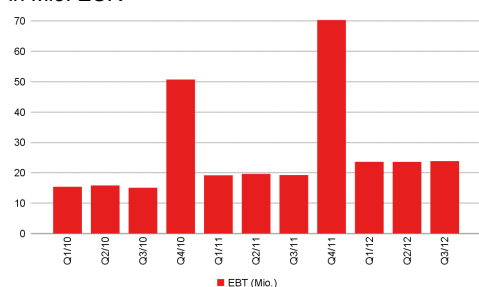
Unternehmenshintergrund

- Kernpunkte der Strategie der Deutschen EuroShop sind ein nachhaltiges langfristiges Wachstum bei einer soliden Wertsteigerung des Portfolios sowie die Möglichkeit eine attraktive Dividende auszuschütten.
- Die Deutsche EuroShop hält in ihrem Shopping Center Portfolio Anteile an 20 verschiedenen Shopping Centern. Neben dem Kernmarkt Deutschland (16 Center) besitzt die DES Beteiligungen in Polen, Ungarn und Österreich.
- Das Portfoliovolumen wurde in den letzten beiden Jahren 2010 und 2011 durch Akquisitionen, der Erweiterung bestehender Center sowie der Aufstockung der Anteile an den Einkaufszentren signifikant um 56% erhöht.
- Der erfahrene Shopping Center Betreiber ECE übernimmt für die DES das Center Management. Die Leerstandsquote liegt bei geringen 1%.

Wettbewerbsqualität

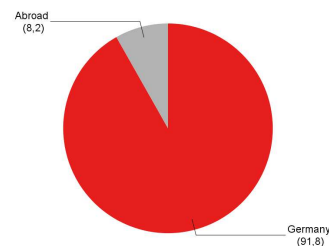
- Das Unternehmen finanziert seine Center sehr konservativ mit einem Eigenkapitalanteil v. mindestens 50% und i.d.R. einer mindestens 10-jährigen Kreditvertragslaufzeit.
- Der Ausbau des Portfolios erfolgt opportunistisch und mit einer angestrebten Zielrendite von mindestens 5,5%. Größere negative Bewertungskorrekturen bei den Immobilien werden somit vermieden.
- Die zukünftigen Cash Flows sind aufgrund einer durchschnittlichen Restlaufzeit der Mietverträge von über 7 Jahren gut abgesichert. Die Top 10 Mieter machen dabei lediglich 25% der gesamten Mieteinnahmen aus.

Entwicklung EBT in Mio. EUR



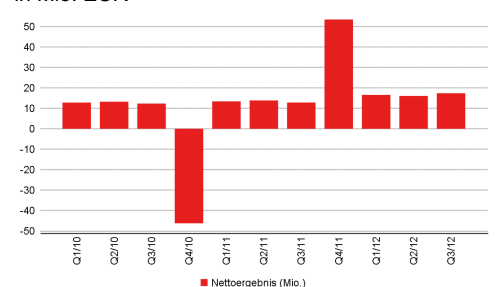
Quelle: Warburg Research

EBIT nach Regionen 2011 in %



Quelle: Warburg Research

Entwicklung Jahresüberschuss in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

Weiterer positiver Effekt für die Refinanzierungskosten wahrscheinlich

Niedrigere Refinanzierungskosten für das MTZ

DES befindet sich derzeit in Verhandlungen zur Verlängerung seiner Darlehen (~EUR 216 Mio.) für das Main-Taunus-Zentrum (MTZ), die im Zeitraum 2013 bis 2015 auslaufen. Für die Ablösung dieser Darlehen müsste DES eine Vorfälligkeitsentschädigung in Höhe von EUR 7 Mio. zahlen, sodass sich der Anteil von DES auf EUR 3,6 Mio. belaufen würde (Anteil von 52%). Der CEO geht für diese Immobilie von einer Reduktion der aktuellen durchschnittlichen Finanzierungskosten um 25-50bp aus. Unseres Erachtens sollten die derzeitigen Marktbedingungen höhere Einsparungen von etwa EUR 1,3-1,5 Mio. p.a. ermöglichen (DES' Anteil: EUR 680.000-750.000).

Erfolgreiche Akquisition von weiterem Einkaufszentrum fördert Wachstum

Netto-Anfangsrendite über 6%

Die Deutsche EuroShop hat mit dem Herold-Center ein zusätzliches Einkaufszentrum akquiriert, wodurch die Anzahl an Einkaufszentren insgesamt auf 20 ansteigt. Das Herold-Center liegt in Norderstedt, ein nördlicher Stadtteil von Hamburg. Das Investitionsvolumen beträgt insgesamt EUR 178 Mio., was der zu Beginn der Woche angekündigten Betragsspanne entspricht (EUR 160-190 Mio.). Der Kaufpreis beläuft sich auf 94% der genannten Investitionssumme. Die Netto-Anfangsrendite von 6,1% liegt über dem von DES für Akquisitionen anvisierten Ziel von 5,5% und entspricht den früheren Aussagen des Managements.

DES refinanziert diesen Abschluss mit der Ausgabe einer Wandelanleihe von EUR 100 Mio. Die Anleihe hat eine Laufzeit von fünf Jahren und einen Kupon von 1,75%. Der Aufschlag auf den ursprünglichen Wandlungspreis beträgt 20%. Die Anleihe kann in ca. 2,849 Mio. Aktien umgewandelt werden. Außerdem hat DES sein Kapital durch die Ausgabe von 2,314 Mio. Aktien mit einer Gewinnberechtigung bereits für 2013 zu einem Aktienkurs von EUR 29,25 erhöht. Die Erlöse aus diesen zwei Maßnahmen belaufen sich auf EUR 167,7 Mio.

Die vermietbare Gesamtfläche des Herold-Centers beträgt 55.500 Quadratmeter und setzt sich aus 36.400qm Einzelhandelsfläche, 14.000qm Wohnfläche und 5.000qm Bürofläche zusammen. Die Gesamtverkaufsfläche von 26.000qm wird von ungefähr 130 Geschäften genutzt. Zu den wichtigsten Mietern gehören P&C, C&A, H&M und die Supermarktkette REWE. Außerdem ist ein Karstadt-Warenhaus, das sich im Eigentum Dritter befindet, mit dem Zentrum verbunden.

Keine Verwässerung erwartet

Das Einkaufszentrum wird von der ECE verwaltet, die bereits für einen Großteil von DES' Einkaufszentren verantwortlich ist. Die Leerstandsrate der Einzelhandelsflächen liegt bei 0%. Die Leerstandsrate insgesamt beträgt ~4%, was sich aus 16 freien Wohneinheiten sowie 760qm Lagerfläche zusammensetzt. Die Umsatzproduktivität der Mieter von EUR 4.660 pro Quadratmeter liegt über dem Durchschnitt der DES' Einkaufszentren (EUR 4.310 pro Quadratmeter) und über dem Durchschnitt des deutschen Einzelhandels (EUR 3.430 pro Quadratmeter). Die gewichtete Restlaufzeit der Mietverträge von 5,2 Jahren liegt unter der aktuellen Zahl der DES (7,4 Jahre).

Für 2013 werden annualisierte Mieteinnahmen von EUR 13,2 Mrd. erwartet. Abzüglich der normalisierten Grundstücksbetriebskosten, der Verwaltungskosten sowie der Finanzierungskosten für die ausgegebene Wandelanleihe ergibt dies einen Beitrag zum Betriebsgewinn von etwa EUR 10 Mio. Dieser Effekt (WRe: EBT+10%) sollte die Ergebnis- und FFO-Verwässerung infolge der Kapitalerhöhung von 2,314 Mio. Aktien (+4,4%) sowie durch die verwässerte Aktienanzahl (einschließlich Wandelanleihe +10%) ausgleichen.

Darlehensstruktur 9M 2012

Interest Lockin	Duration	Principle amounts (€ ths)	Share of total loan	avg. interest rate
Up to 1 year		162.817	11,0%	3,49%
1 to 5 years	3,0	425.520	28,8%	4,85%
5 to 10 years	8,1	698.974	47,4%	4,33%
Over 10 years	12,2	187.688	12,7%	4,15%
Total H1 2012	6,7	1.474.999	100,0%	4,36%

Quelle: Warburg Research

Einzelhandelsumsätze H1 2012

Retail sector	change H1 2012	rent-to-sales ratio in %	% of sales	% of space
Department stores	-0,1%	6,0	8,7	15,6
Food	2,3%	6,4	9,8	6,3
Fashion textiles	-0,8%	11,2	27,0	34,4
Shoes & Leather Goods	-1,3%	13,4	5,2	6,5
Sports	6,3%	8,0	4,3	4,8
Health&Beauty	3,5%	7,1	10,6	5,7
General Retail	-1,2%	10,0	10,9	11,7
Electronics	-1,8%	2,8	15,0	9,4
Services	1,4%	4,8	4,2	1,5
Food Catering	1,8%	13,4	4,2	4,1
Total	0,3%	8,2	100,0	100,0

Quelle: Warburg Research

Einzelhandelsumsätze 9M 2012

Retail sector	change 9M 2012	rent-to-sales ratio in %	% of sales	% of space
Department stores	3,3%	5,9	9,1	15,7
Food	1,2%	6,4	9,7	6,3
Fashion textiles	0,2%	11,0	26,9	34,2
Shoes & Leather Goods	0,2%	13,3	5,3	6,4
Sports	4,6%	8,2	4,2	4,8
Health&Beauty	4,0%	7,0	10,6	5,7
General Retail	-1,8%	10,0	10,8	11,8
Electronics	-2,3%	2,8	15,0	9,5
Services	3,8%	4,7	4,3	1,5
Food Catering	1,6%	13,3	4,1	4,1
Total	0,7%	8,2	100,0	100,0

Quelle: Warburg Research

Wertermittlung	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
KGV	11,2 x	24,0 x	n.a.	14,7 x	12,5 x	18,8 x	17,8 x
P / NAV	0,8 x	0,8 x	0,9 x	1,0 x	1,1 x	1,0 x	1,0 x
KBV	0,8 x	0,8 x	0,8 x	0,9 x	1,0 x	1,0 x	1,0 x
Kurs / FFOPS	15,8 x	15,1 x	17,7 x	16,6 x	16,7 x	15,2 x	14,3 x
FFO-Yield	6,3 %	6,6 %	5,6 %	6,0 %	6,0 %	6,6 %	7,0 %
ROE	7,1 %	3,4 %	-0,6 %	6,4 %	8,2 %	5,4 %	5,7 %
Eigenkapitalquote	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x	0,5 x

Consolidated profit and loss

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Gesamterlöse	115,3	127,6	144,2	190,0	210,5	199,4	207,6
Mieterlöse	115,3	127,6	144,2	190,0	210,5	199,4	207,6
Wachstum yoy	20,4 %	10,6 %	13,0 %	31,8 %	10,8 %	-5,3 %	4,1 %
Gebäude-Betriebskosten	6,0	5,8	7,3	8,5	11,2	11,4	11,9
Gebäude-Verwaltungskosten	7,2	7,2	7,9	9,8	10,8	11,0	11,5
Mietergebnis	102,2	114,5	129,0	171,6	188,5	177,0	184,2
Ergebnis aus Immobilienverkäufen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sonstige Erträge	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rohertrag	102,2	114,5	129,0	171,6	188,5	177,0	184,2
Sonstige betriebliche Erträge/Aufwendungen	-4,1	-3,8	-4,9	-6,0	-5,4	-6,5	-6,5
EBITDA	98,1	110,7	124,0	165,7	183,1	170,5	177,7
Bewertungsergs.	37,1	-14,8	33,1	41,8	17,2	10,0	10,0
EBITA	135,2	95,9	157,2	207,5	200,2	180,5	187,7
Abschreibungen auf iAV/Goodwill	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
EBIT	135,2	95,9	157,2	207,5	200,2	180,5	187,7
Zinserträge	2,4	0,7	1,0	0,9	0,5	0,6	0,6
Zinsaufwendungen	46,1	49,7	54,1	65,8	66,6	69,0	69,0
Sonstiges Finanzergebnis	0,0	0,0	0,0	-14,5	-17,4	-17,9	-17,9
Finanzergebnis	-48,2	-55,9	-60,2	-79,1	-83,4	-57,1	-57,1
EBT	87,0	40,1	97,0	128,4	116,8	123,4	130,7
<i>Marge</i>	<i>75,4 %</i>	<i>31,4 %</i>	<i>67,3 %</i>	<i>67,6 %</i>	<i>55,5 %</i>	<i>61,9 %</i>	<i>62,9 %</i>
Steuern gesamt	18,1	5,7	104,8	35,0	-8,5	36,5	39,2
davon effektive Steuern	0,1	0,0	2,5	3,4	5,4	6,4	6,4
Nettoergebnis	68,9	34,4	-7,8	93,4	125,3	86,8	91,4
FFO	48,6	54,8	61,5	83,1	94,3	107,0	114,3
<i>FFO Marge</i>	<i>42,1 %</i>	<i>43,0 %</i>	<i>42,7 %</i>	<i>43,7 %</i>	<i>44,8 %</i>	<i>53,7 %</i>	<i>55,0 %</i>
Aktienanzahl (Durchschnittlich, Mio.)	34,4	39,1	45,5	51,6	51,9	53,9	53,9
FFOPS	1,41	1,40	1,35	1,61	1,82	1,98	2,12
EPS	2,00	0,88	-0,17	1,81	2,41	1,61	1,69
EPS adj.	2,00	0,88	-0,17	1,81	2,40	1,61	1,69

*Adjustiert um:

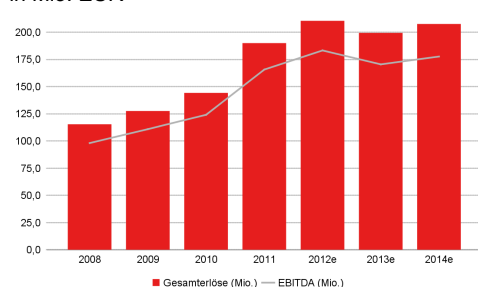
Guidance: In EUR Mio.: Umsatz 207-211, EBIT 177-181, EBT 94-97; FFO p. Aktie EUR 1,70-1,74

Financial Ratios

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Gebäude-Betriebskosten / Mieterlöse	5,2 %	4,6 %	5,1 %	4,5 %	5,3 %	5,7 %	5,7 %
Operating Leverage (Real Estate)	6,2 x	10,7 x	8,6 x	4,3 x	10,5 x	-21,5 x	25,9 x
Mietergebnis / Zinsaufwand	2,2 x	2,3 x	2,4 x	2,6 x	2,8 x	2,6 x	2,7 x

Gesamterlöse, EBITDA

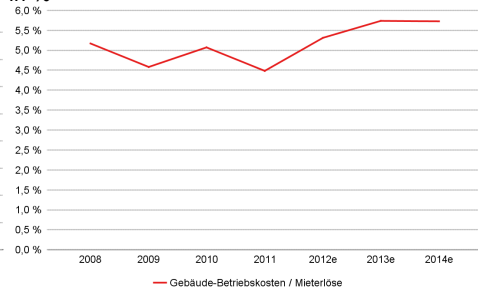
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

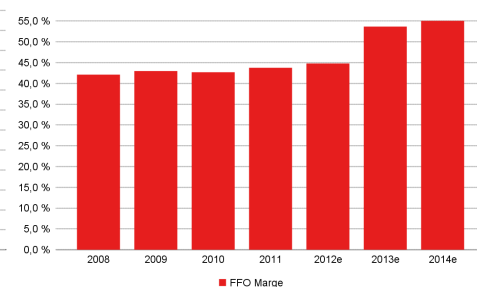
Mietaufwandsquote

in %



Quelle:

FFO Marge



Quelle: Warburg Research

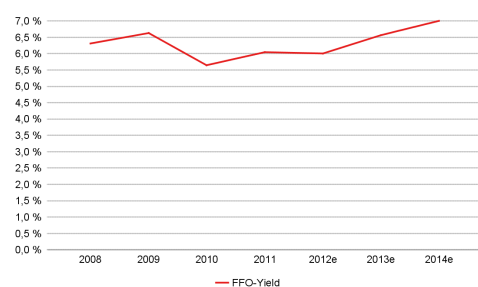
Consolidated balance sheet

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Aktiva							
Immaterielle Vermögensgegenstände	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon übrige imm. VG	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
davon Geschäfts- oder Firmenwert	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Sachanlagen	21,2	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien	1.897,8	1.991,0	2.700,7	3.106,8	3.300,0	3.310,0	3.320,0
Finanzanlagen	30,3	24,8	23,9	27,8	28,5	29,9	31,4
Sonstiges langfristiges Vermögen	4,7	4,4	4,7	5,0	5,1	9,7	14,3
Anlagevermögen	1.954,0	2.020,2	2.729,3	3.139,8	3.333,8	3.349,8	3.365,9
Vorräte	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	2,7	2,6	3,5	5,6	3,4	3,5	3,7
Liquide Mittel	41,7	81,9	65,8	64,4	108,7	65,2	65,6
Sonstiges kurzfristiges Vermögen	8,5	7,5	165,0	15,4	6,0	6,2	1,2
Umlaufvermögen	52,9	91,9	234,2	85,4	118,0	74,9	70,5
Bilanzsumme (Aktiva)	2.006,8	2.112,1	2.963,6	3.225,1	3.452,0	3.425,0	3.436,0
Passiva							
Gezeichnetes Kapital	34,4	37,8	51,6	51,6	53,9	53,9	53,9
Kapitalrücklage	546,2	609,4	890,6	890,5	955,9	955,9	955,9
Gewinnrücklagen	279,9	274,1	221,5	250,9	311,3	333,4	360,1
Sonstige Eigenkapitalkomponenten	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Buchwert	860,5	921,3	1.163,7	1.193,0	1.321,1	1.343,2	1.369,9
Anteile Dritter	117,3	123,0	277,8	280,1	274,2	255,4	255,4
Rückstellungen gesamt	18,9	21,7	9,9	14,8	15,2	15,5	15,9
davon Pensions- u. ä. langfr. Rückstellungen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Finanzverbindlichkeiten (gesamt)	899,8	934,2	1.288,2	1.472,1	1.598,6	1.579,8	1.561,4
davon kurzfristige Finanzverbindlichkeiten	20,7	13,0	61,1	136,2	69,4	65,9	62,7
Verbindl. aus Lieferungen und Leistungen	3,0	1,1	6,1	2,8	2,9	3,0	3,1
Sonstige Verbindlichkeiten	107,3	110,9	217,8	262,2	240,0	228,0	230,3
Verbindlichkeiten	1.029,1	1.067,8	1.522,1	1.752,0	1.856,7	1.826,4	1.810,7
Bilanzsumme (Passiva)	2.006,8	2.112,1	2.963,6	3.225,1	3.452,0	3.425,0	3.436,0

Financial Ratios

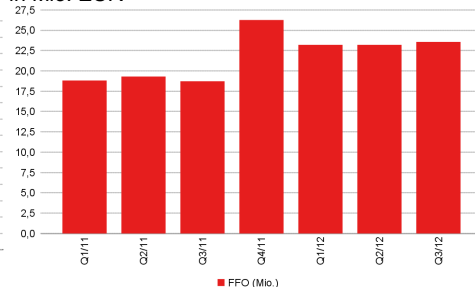
	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitalverzinsung							
ROA	3,5 %	1,7 %	-0,3 %	3,0 %	3,8 %	2,6 %	2,7 %
ROE	7,1 %	3,4 %	-0,6 %	6,4 %	8,2 %	5,4 %	5,7 %
FFO / Equity	20,1 x	19,1 x	23,4 x	17,7 x	16,9 x	14,9 x	14,2 x
Solvenz							
Nettoverschuldung	858,1	852,3	1.222,4	1.407,7	1.489,9	1.514,6	1.495,8
Nettofinanzverschuldung	858,1	852,3	1.222,4	1.407,7	1.489,9	1.514,6	1.495,8
Net Fin. Debt / EBITDA	8,7 x	7,7 x	9,9 x	8,5 x	8,1 x	8,9 x	8,4 x
LTV	46,1 %	46,0 %	45,0 %	47,0 %	48,0 %	47,2 %	46,4 %
EK-Quote	48,7 %	49,4 %	48,6 %	45,7 %	46,2 %	46,7 %	47,3 %

FFO Rendite



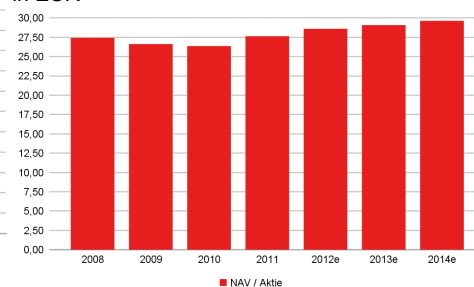
Quelle: Warburg Research

Entwicklung FFO
in Mio. EUR



Quelle: Warburg Research

NAV je Aktie
in EUR



Quelle: Warburg Research

Consolidated cash flow statement

In EUR Mio.	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Jahresüberschuss/ -fehlbetrag	68,9	34,4	-7,8	93,4	125,3	86,8	91,4
Bewertungsanpassungen Immobilien	-66,3	20,5	-31,4	-54,3	-17,2	-10,0	-10,0
Abschreibung Anlagevermögen	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Veränderung latenter Steuerpositionen	18,0	5,7	102,4	31,6	-13,8	30,1	32,8
Sonstige zahlungsunwirksame Erträge/Aufwendungen	59,3	0,0	-157,3	178,7	29,6	-5,6	9,5
Cash Flow aus operativer Tätigkeit	79,8	60,5	-94,2	249,4	123,9	101,4	123,8
Zugänge aus Akquisitionen	-87,3	-20,5	-78,0	-77,2	-182,8	0,0	0,0
Investitionen in Sachanlagen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Investitionen in iAV	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Immobilieninvestitionen	0,0	-15,4	-201,4	-266,3	0,0	-10,0	-10,0
Finanzanlageninvestitionen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Sonstige Investitionen (Netto)	-3,9	0,0	-8,5	-8,7	1,2	0,0	0,0
Cash Flow aus Investitionstätigkeit	-91,2	-35,9	-287,8	-352,2	-181,6	-10,0	-10,0
Veränderung Finanzverbindlichkeiten	3,9	-7,2	166,2	184,0	119,0	-51,0	-29,4
Dividende Vorjahr	-36,1	-36,1	-46,3	-56,8	-56,8	-64,7	-64,7
Kapitalmaßnahmen	0,0	66,5	253,7	0,0	67,7	0,0	0,0
Sonstiges	-6,9	-7,7	-9,7	-25,3	-28,0	-19,2	-19,2
Cash Flow aus Finanzierungstätigkeit	-39,1	15,5	363,9	101,9	101,9	-134,9	-113,4
Veränderung liquide Mittel	-50,5	40,2	-18,1	-0,9	44,2	-43,4	0,4
Effekte aus Wechselkursänderungen	1,3	0,1	0,3	-0,5	0,0	0,0	0,0
Endbestand liquide Mittel	41,7	81,9	65,8	64,4	108,7	65,2	65,6

Financial Ratios

	2008	2009	2010	2011	2012e	2013e	2014e
Kapitalfluss							
FFO	48,6	54,8	61,5	83,1	94,3	107,0	114,3
FFOPS	1,41	1,40	1,35	1,61	1,82	1,98	2,12
FFOPS diluted	1,41	1,40	1,35	1,61	1,80	1,88	2,01
FFO-Yield	6,3 %	6,6 %	5,6 %	6,0 %	6,0 %	6,6 %	7,0 %
FFO Marge	42,1 %	43,0 %	42,7 %	43,7 %	44,8 %	53,7 %	55,0 %
Zinsaufwand / Avg. Debt	5,1 %	5,4 %	4,9 %	4,8 %	4,3 %	4,3 %	4,4 %
Verwaltung von Finanzmitteln							
Maint. Capex / Nettomieteinnahmen	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Capex/Renditeliegenschaften	0,0 %	-0,8 %	-7,5 %	-8,6 %	0,0 %	-0,3 %	-0,3 %
Avg. Working Capital / Umsatz	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Ausschüttungsquote	52,4 %	119,4 %	-641,2 %	60,8 %	47,7 %	74,6 %	70,8 %

RECHTSHINWEIS / DISCLAIMER

Dieser Research Report wurde von der Warburg Research GmbH, einer Tochter der M.M.Warburg & CO KGaA, erstellt; und wird von der M.M.Warburg & CO KGaA weitergegeben; 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, Markt- und/oder Wettbewerbslage, konjunkturelle und/oder 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, der Warburg Research GmbH oder mit ihr verbundenen Unternehmen 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, Free Cash Flow Value Potential, 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, offenzulegen.

Die von 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 Warburg Research GmbH noch die Analysten der M.M.Warburg & CO KGaA 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.

QUELLEN

Wenn nicht anders angegeben von Warburg Research, stammen alle kursrelevanten Daten und Consensus Schätzungen von FactSet.

Gemäß § 34b WpHG und FinAnV besteht u.a. die Verpflichtung, bei einer Finanzanalyse auf mögliche Interessenkonflikte in Bezug auf das analysierte Unternehmen hinzuweisen. Ein Interessenkonflikt wird insbesondere vermutet, wenn das die Analyse erstellende Unternehmen ...

- 1- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen an dem Grundkapital des analysierten Unternehmens eine **Beteiligung** von mehr als **5%** hält
- 2- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten Mitglied in einem **Konsortium** war, das die Wertpapiere des analysierte Unternehmens übernommen hat
- 3- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen die **Wertpapiere** des analysierten Unternehmens aufgrund eines bestehenden Vertrages **betreut**
- 4- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen in den letzten zwölf Monaten aufgrund eines bestehenden Vertrages **Investmentbanking-Dienstleistungen** für das analysierten Unternehmen ausgeführt hat, aus dem eine Leistung oder ein Leistungsversprechen hervorging
- 5- ... mit dem analysierten Unternehmen eine **Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse** getroffen hat
- 6- ... oder mit diesem verbundene Unternehmen, **regelmäßig** Aktien des analysierten Unternehmens oder von diesen abgeleitete Derivate **handeln**
- 7- ... oder der für dieses Unternehmen zuständige Analyst **sonstige bedeutende finanzielle Interessen** im Bezug auf das analysierte Unternehmen haben, wie z.B. die Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen

Unternehmen	Disclosure	Link zu historischen Kurszielen und Ratingänderungen (letzte 12 Monate)
Deutsche EuroShop	6	http://www.mmwarburg.com/disclaimer/disclaimer_de/DE0007480204.htm

ANLAGEEMPFEHLUNG

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

Empfehlung	Anzahl Unternehmen	% des Universums
Kaufen	109	57
Halten	70	36
Verkaufen	10	5
Empf. ausgesetzt	3	2
Gesamt	192	100

WARBURG 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	95	60
Halten	55	35
Verkaufen	7	4
Empf. ausgesetzt	2	1
Gesamt	159	100

KURS- UND EMPFEHLUNGSHISTORIE [DEUTSCHE EUROSHOP] AM [26.11.2012]



Im Chart werden Markierungen angezeigt, wenn die Warburg Research GmbH in den vergangenen 12 Monaten das Rating geändert hat. Jede Markierung repräsentiert das Datum und den Schlusskurs am Tag der Ratinganpassung.

RESEARCH

Christian Bruns Head of Research	+49 40 309537-253 cbruns@warburg-research.com	Henner Rüschemeyer Head of Research	+49 40 309537-270 hrueschmeier@warburg-research.com
Christian Cohrs Engineering, Logistics	+49 40 309537-175 ccohrs@warburg-research.com	Roland Rapelius Engineering, Logistics	+49 40 309537-220 rrapelius@warburg-research.com
Felix Ellmann Software, IT	+49 40 309537-120 fellmann@warburg-research.com	Jochen Reichert Telco, Internet, Media	+49 40 309537-130 jreichert@warburg-research.com
Jörg Philipp Frey Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-258 jfrey@warburg-research.com	Christopher Rodler Utilities	+49 40 309537-290 crodler@warburg-research.com
Ulrich Huwald Health Care, Pharma	+49 40 309537-255 uhuwald@warburg-research.com	Malte Schaumann Technology	+49 40 309537-170 mschaumann@warburg-research.com
Thilo Kleibauer Retail, Consumer Goods	+49 40 309537-257 tkleibauer@warburg-research.com	Susanne Schwartze Telco, Internet, Media	+49 40 309537-155 sschwartze@warburg-research.com
Torsten Klingner Real Estate	+49 40 309537-260 tklingner@warburg-research.com	Oliver Schwarz Chemicals	+49 40 309537-250 oschwarz@warburg-research.com
Eggert Kuls Engineering	+49 40 309537-256 ekuls@warburg-research.com	Marc-René Tonn Automobiles, Car Suppliers	+49 40 309537-259 mtonn@warburg-research.com
Frank Laser Construction, Industrials	+49 40 309537-235 flaser@warburg-research.com	Björn Voss Steel, Car Suppliers	+49 40 309537-254 bvoss@warburg-research.com
Andreas Pläsier Banks, Financial Services	+49 40 309537-246 aplaesier@warburg-research.com	Andreas Wolf Software, IT	+49 40 309537-140 awolf@warburg-research.com
Malte Rätber Technology, Telco, Internet	+49 40 309537-185 mraether@warburg-research.com	Stephan Wulf Utilities	+49 40 309537-150 swulf@warburg-research.com

SALES

Holger Nass Head of Equity Sales, USA	+49 40 3282-2669 hnass@mmwarburg.com
Klaus Schilling Dep. Head of Equity Sales, GER	+49 40 3282-2664 kschilling@mmwarburg.com
Christian Alisch Scandinavia, Spain	+49 40 3282-2667 calisch@mmwarburg.com
Robert Conredel Germany	+49 40 3282-2633 rconredel@mmwarburg.com
Matthias Fritsch United Kingdom	+49 40 3282-2696 mfritsch@mmwarburg.com
Marie-Therese Grübner France	+49 40 3282-2630 mgruebner@mmwarburg.com
Michael Kriszun United Kingdom	+49 40 3282-2695 mkriszun@mmwarburg.com
Marc Niemann Germany	+49 40 3282-2660 mniemann@mmwarburg.com
Dirk Rosenfelder Austria, Switzerland	+49 40 3282-2692 drosenfelder@mmwarburg.com
Julian Straube Small & Mid Caps	+49 40 3282-2666 jstraube@mmwarburg.com
Philipp Stumpfegger Australia, United Kingdom	+49 40 3282-2635 pstumpfegger@mmwarburg.com

SALES TRADING

Oliver Merckel Head of Sales Trading	+49 40 3282-2634 omerckel@mmwarburg.com
Gudrun Bolsen Sales Trading	+49 40 3282-2679 gbolsen@mmwarburg.com
Bastian Quast Sales Trading	+49 40 3282-2701 bquast@mmwarburg.com
Patrick Schepelmann Sales Trading	+49 40 3282-2700 pschepelmann@mmwarburg.com
Thekla Struve Sales Trading	+49 40 3282-2668 tstruve@mmwarburg.com
Jörg Treptow Sales Trading	+49 40 3262-2658 jtreptow@mmwarburg.com

Support

Katharina Bruns Roadshow/Marketing	+49 40 3282-2694 kbruns@mmwarburg.com
--	--

MACRO RESEARCH

Carsten Klude Macro Research	+49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
Matthias Thiel Macro Research	+49 40 3282-2401 mthiel@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite Investment Strategy	+49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com

Our research can be found under:

Warburg Research	research.mmwarburg.com/en/index.html	Thomson	www.thomson.com
Bloomberg	MMWA GO	Reuters	www.knowledge.reuters.com
FactSet	www.factset.com	Capital IQ	www.capitaliq.com

For access please contact:

Andrea Carstensen Sales Assistance	+49 40 3282-2632 acarstensen@mmwarburg.com	Kerstin Muthig Sales Assistance	+49 40 3282-2703 kmuthig@mmwarburg.com
--	---	---	---