

## Shoppingcenter als Börsenstory – was macht sie interessant?

Claus-Matthias Böge

**Mit vier Mitarbeitern, die 16 Shoppingcenter verwalten, ist die Deutsche Euroshop eine der schlanksten, aber gemessen an der Geschäftsentwicklung eine der erfolgreichsten Immobilien-AGs. Mit einem Kurs von 16 Euro begann 2003 die Börsengeschichte, inzwischen wird die Aktie bei 25 Euro taxiert. Dass sich das Papier selbst bei allgemeinen Kursstürzen positiv entwickelte, sieht der Autor nicht nur als Flucht in „reale“ Werte, sondern ebenso als Vertrauen in das Geschäftsmodell. Dem Abwärtssog der Immobilienaktien im August 2007 und Januar 2008 konnte sich aber auch sein Haus nicht entziehen. (Red.)**

Als die Deutsche Euroshop im Jahr 2001 an die Börse kam, hielt sich die Kauflaune der Anleger zunächst stark in Grenzen. Nach Jahren einer Technologie-Euphorie, die ihrem Ende entgegen sah, waren Immobilienaktien für viele Anleger noch unbekannt oder zu langweilig. Doch trotzdem sollte es der Beginn einer Erfolgsgeschichte werden. Gestartet mit einem Portfolio von acht Shoppingcentern hält die Gesellschaft heute Beteiligungen an 16 Einkaufszentren in Deutschland, Österreich, Ungarn und Polen. Der Marktwert dieser überwiegend in Innenstädten liegenden Center beläuft sich auf 2,6 Milliarden Euro, insgesamt haben sie rund 650 000 Quadratmeter Mietfläche, die jährliche Mieteinnahmen von etwa 162 Millionen Euro einbringen. Dahinter stehen bekannte Objekte wie die Altmarkt-Galerie in Dresden oder das Main-Taunus-Zentrum vor den Toren Frankfurts.

### Immobilienaktien – erst verschmäht, dann geliebt

Nach der Aufnahme in den Small-Cap-Index S-Dax im Jahre 2003 folgte ein Jahr später die Aufnahme in den M-Dax, der die 50 Werte umfasst, die nach Marktkapitalisierung und Börsenumsatz auf die Werte des Dax folgen. Zu diesem Zeitpunkt begannen sich die Immobilien-Aktiengesellschaften nach und nach an der Börse zu wahren Lieblingen zu entwickeln. Private und institutionelle Anleger entdeckten sie als attraktive Alternative sowohl zu Immobilienfonds wie auch zur Direktanlage in Immobilien. Wobei hier Vorsicht geboten war und ist: Als Immobilien-AG gelten nicht nur konservative Bestandhalter, sondern auch allgemein Unternehmen, die mit

Immobilien handeln oder selber Entwicklungen durchführen.

Durch das Stichwort REIT richteten sich viele zusätzliche Augen auf die Branche: Der Real Estate Investment Trust ist eine steuerlich begünstigte Rechtsform, die Unternehmen von der Körperschafts- und Gewerbesteuer befreit. Dafür müssen mindestens 90 Prozent der Erträge als Dividende ausgeschüttet werden, die der Anleger wiederum versteuern muss. Nach der Einführung von REITs im Jahr 2007 zeigte sich aber schnell, dass gerade für bestehende Gesellschaften eine Umwandlung entweder unmöglich oder aber aufgrund diverser Einschränkungen nicht sinnvoll ist.

Doch was macht gerade die Aktie der Deutschen Euroshop interessant? Da ist zum einen sicherlich die klare Fokussierung auf die Investition in erstklassige Shoppingcenter. Mit einer sehr schlanken Struktur ist hierbei nicht nur eine absolute Spezialisierung geboten, sondern zudem auch eine Minimierung der sogenannten Overhead-Kosten. Das Geschäftsmodell ist dabei klar strukturiert und einfach: Die Gesellschaft versteht sich als Vermögensverwalter und konzentriert sich auf die Auswahl und Vorbereitung von Investments, das Portfolio-Management sowie das Risiko-Controlling. Das Management der 16 Shoppingcenter wurde der ECE Projektmanagement, dem europäischen Markt-

#### Der Autor

**Claus-Matthias Böge** ist Sprecher des Vorstands der Deutschen Euroshop AG, Hamburg.

fürer für die Verwaltung von innerstädtischen Einkaufszentren, übertragen.

Ein Erfolgsfaktor für sich ist das „System Shoppingcenter“: Während der Gesamt-einzelhandelsmarkt in den vergangenen Jahren stagnierte oder sogar leicht rückläufig war, konnten die Center der Deutschen Euroshop jedes Jahr eine positive Entwicklung verzeichnen. Insgesamt sind im Einzelhandel in Deutschland keine großen Umsatzsprünge zu erwarten, dafür sind die Verbraucher zu gesättigt. Was aber zählt ist, einen größeren Teil des Kuchens für sich zu gewinnen. Mit einem Vermietungsstand von über 99 Prozent und Wartelisten in manchen Objekten wird deutlich, wie begehrt die Center bei Einzelhändlern sind.

Ziel der Deutschen Euroshop ist eine dauerhaft stabile Wertentwicklung des Portfolios sowie die Optimierung des ausschüttungsfähigen Free-Cash-Flows, der in Form von Dividenden an die Aktionäre fließt. Besonders hervorzuheben ist, dass die Anleger die Dividende nicht versteuern müssen, da Sie als Rückzahlung von Eigenkapital gewertet wird. Diese Steuerfreiheit wird nach Planung der Gesellschaft noch einige Jahre anhalten und bleibt für alle Anleger, die ihre Aktien bis Ende 2008 erwerben auch nach Einführung der Abgeltungssteuer erhalten. Dies ist besonders für Privataktionäre interessant; und ist – nebenbei bemerkt – der große Vorteil gegenüber REITs.

### Erfolgsfaktor Mietvertrag

Der hohe Liquiditätsüberschuss ist das Ergebnis eines durchdachten Mietvertragskonzeptes. Jeder Vertrag ist an den Lebenshaltungskostenindex gebunden und hat zudem eine an den Umsatz gekoppelte Komponente. Damit ist die Deutsche Euroshop gegen die Inflation abgesichert und partizipiert gleichzeitig an den Umsätzen der Mieter. Dass Mietverträge in der Regel für zehn Jahre abgeschlossen werden und für beide Seiten unkündbar sind, erhöht die Planbarkeit enorm und erlaubt die Abgabe zuverlässiger Prognosen.

Es wird auf eine Optimierung und nicht auf eine Maximierung der Mieterträge geachtet. Dies bedeutet, dass die bis zu 200 Geschäfte eines Centers so vermietet werden, dass am Ende ein Optimum erreicht wird. Dabei wird die Miete jedes Geschäftsbetreibers vor Vertragsbeginn anhand seines zu erwartenden Umsatzes sowie der Margen in seinem Segment



festgelegt. Damit zahlt zum Beispiel ein Juwelier eine deutlich höhere Miete pro Quadratmeter als beispielsweise ein Spielwarengeschäft oder eine Zoohandlung. Dabei sind beide sehr wichtig, um hohe Besucherzahlen für das Objekt zu generieren und eine möglichst breite Zielgruppe anzusprechen.

Weniger planbar im Ergebnis dagegen ist die einmal jährlich stattfindende Bewertung der Immobilien, die auf Grundlage eines eigens entwickelten Verfahrens, das pro Center über 150 Kriterien berücksichtigt, von unabhängigen, externen Gutachtern durchgeführt wird. Zu den Kriterien zählen zahlreiche mikro- und makroökonomische Daten und insbesondere eine Hochrechnung der in Zukunft zu erwartenden Mieteinnahmen des Centers, aufbauend auf jedem einzelnen Mietvertrag.



Aber wie behauptet sich eine Gesellschaft wie die Deutsche Euroshop in einer Zeit, die zum einen durch Rekordpreise am Immobilienmarkt, zum anderen durch die sogenannte Subprime-Krise geprägt wird? Die Deutsche EuroShop sieht sich insbesondere mit den stark gestiegenen Preisen im Segment der erstklassigen Shoppingcenter konfrontiert. Diese sind eine Folge des unveränderten hohen Interesses nationaler und internationaler Investoren. So erfolgte der letzte Kauf eines Shoppingcenters durch die Deutsche Euroshop, nämlich der Stadtgalerie in Passau, im Dezember 2006. Die Renditeerwartung für ein neues Objekt beträgt aktuell 5,5 Prozent, da nach Ansicht der Gesellschaft ein Immobilien-Investment grundsätzlich mindestens seine eigenen Fremdfinanzierungskosten erwirtschaften muss. Ist das Objekt gekauft, kommt die Möglich-



keit einer Kapitalerhöhung in Betracht, der klassische Vorteil der Börsennotierung. In diesem Fall könnte dem Kapitalmarkt konkret das Objekt präsentiert werden, für das das neue Kapital dienen soll. Erfahrungen konnte die Deutsche Euroshop hierfür bereits im Jahr 2005 sammeln, als eine Kapitalerhöhung um rund zehn Prozent innerhalb weniger Stunden bei institutionellen Anlegern platziert werden konnte, der Bruttoemissionserlös betrug etwa 67 Millionen Euro. Grundsätzlich finanziert die Gesellschaft ihre Objekte sehr konservativ mit einer Quote von zirka 50 Prozent Eigenkapital. Besonders wichtig ist die kontinuierliche Pflege des Kontakts zu den Aktionären. Das Zahlenwerk und die geschäftlichen Entwicklungen müssen der Financial Community offen, zeitnah und transparent präsentiert werden.

Auf Roadshows und diversen Kapitalmarkt-konferenzen werden bestehende und potenzielle Investoren weltweit ge-

zielt angesprochen und zur Diskussion angeregt. Hierzu zählt auch ein enger Kontakt des Unternehmens zu Bankanalysten. Insgesamt veröffentlichen derzeit 20 Finanzinstitute regelmäßig Studien über die Deutsche Euroshop, darunter diverse international renommierte Investmentbanken. Zahlreiche Preise, darunter der Capital Investor Relations Preis sind ein Zeichen dafür, dass Investoren die offene Kommunikation des Unternehmens zu schätzen wissen.

In schwierigen Zeiten verlassen sich die Anleger gerne auf einen Substanzwert wie die Deutsche EuroShop. So konnte die Aktie beispielsweise an historischen Crash-Tagen wie dem 11. September 2001 oder dem 21. Januar 2008 als eine der ganz wenigen Ausnahmen mit einem Plus aus dem Tag gehen. Aber die Anleger haben auch andere Gründe, zufried-

den zu sein: Wer Anfang 2003 in Aktien der Gesellschaft investiert hat, konnte nach fünf Jahren, also Ende 2007, eine Performance von 91 Prozent verbuchen.

Und auch für das Jahr 2008 dürfen die Aktionäre optimistisch gestimmt sein: Die beiden sich noch im Bau befindlichen Objekte in Hameln und Passau werden im März beziehungsweise September 2008 eröffnet und damit zum ersten Mal zum Umsatz der Gesellschaft beitragen. Für die Galeria Baltycka in Danzig (Polen), die im Oktober 2007 ihre Tore geöffnet hat, ist 2008 das erste volle Geschäftsjahr. Nach einem prognostizierten Umsatz von 93 bis 95 Millionen Euro für 2007 soll dieser im laufenden Jahr auf 108 bis 112 Millionen Euro steigen, was ein Plus von 17 Prozent bedeuten würde, beim EBT wird der Anstieg voraussichtlich sogar 34 Prozent betragen. Betongold hat eben auch seinen Charme und muss nicht langweilig sein.