

Deutsche Euroshop (DES) (MDAX)

# Shoppern ist nur schwer zu toppen – gut planbares Center-Geschäftsmodell

Wer den Kursverlauf des einzigen hier zu Lande börsennotierten Shoppingcenter-Investors seit der Finanzkrise im Jahr 2008, als die Aktie bei € 18.55 notierte, verfolgt, stellt eine gewisse Regelmäßigkeit fest, die sich aus dem weitgehend planbaren Geschäftsmodell ergibt.

Aus charttechnischer Sicht ist anzumerken, dass sich der Kurs überwiegend oberhalb der 200-Tage-Linie bewegte, in der Regel mit einem Abstand von 10 bis 20 % und mit Ausreißern von bis zu 30 %. Umgekehrt fällt der Kurs nur selten dauerhaft und mehr als 10 bis 20 % unter diese Linie. Aktuell notiert die DES-Aktie bei € 39.09 und damit 7.6 % unter der bei € 42.30 verlaufenden 200-Tage-Linie. Der diesjährige Höchstkurs von € 48.33 am 10.04. lag um 27 % über der damaligen 200-Tage-Linie.

### Übertriebene Reaktion der Börse

Der seitdem eingetretene Kursverlust erfolgte im Einklang mit den zunehmend nervöser werdenden Kapitalmärkten, die zwischen Geldfluten der Notenbanken und Konjunktursorgen sowie politischen Krisen hin- und hergerissen waren und sind. In diesem Umfeld verwundert es nicht, dass es im November genügte, für das Geschäftsjahr 2015 „nur“ einen Umsatz auf dem Rekordniveau des Vorjahres von € 200.8 Mio. anzukündigen, der somit am unteren Ende der Prognosespanne von € 201 bis 204 Mio. liegen soll, um den Kurs stärker zu drücken. Die Erwartung an das EBIT wurde von € 177 bis 180 auf 175 bis 178 Mio. zurückgenommen. Der FFO je Aktie soll sich auf

€ 2.24 bis 2.28 belaufen. Die Dividende wird € 1.35 je Aktie betragen.

### Konkrete Planzahlen für 2016

Im Geschäftsjahr 2016 werden Erlöse von € 200 bis 204 (bisher 203 bis 206) Mio. und ein EBIT von € 175 bis 179 (bisher 179 bis 182) Mio. erwartet. Die Planung für den FFO je Aktie wird leicht auf € 2.26 bis 2.30 (bisher 2.30 bis 2.34) gesenkt. Die Dividende wird planmäßig auf € 1.40 je Aktie erhöht.

### Rückblick auf die Zeit der Finanzkrise

An dieser Stelle zitieren wir aus unserem Fazit im NJ 1/09, um aufzuzeigen, wie sehr es richtig war, sich über einen langen Zeitraum und unabhängig von jeweiligen Strömungen zu engagieren und auf die Strategie des Unternehmens zu vertrauen: „Die Deutsche Euroshop AG verfügt über ein profitables und stabiles Geschäftsmodell, das auch in rezessiven Zeiten überzeugen kann. Die langfristig gesicherte, steuerfreie Dividende stützt den Kurs. Wir sehen die Aktie im Zeichen der Abgeltungssteuer als Daueranlage, die in schwachen Phasen aufgestockt werden kann, wobei zu beachten ist, dass die Dividende bei einem Verkauf steuerlich den Einstandspreis mindert und so einen möglichen Veräußerungsgewinn vergrößert.“ Es ist also noch gar nicht so lange her, dass Immobilienwerte jeglicher Couleur an der Börse vernachlässigt wurden; Aktien mit einem Kurs oberhalb des Net Asset Value konnten an den Fingern einer Hand abgezählt werden.

### Gestaltung der Ausschüttungspolitik

Die Deutsche Bank trennte sich mit dem

Börsengang im Jahr 2001 sukzessive von ihren Anteilen. Bei der Gründung ist das Eigenkapital bewusst so bemessen worden, dass künftige Ausschüttungen durch Rückzahlung aus dem steuerlichen Einlagekonto von den Aktionären viele Jahre zunächst steuerfrei vereinnahmt werden konnten. Ab dem Geschäftsjahr 2012 steigt der steuerpflichtige Anteil an der Dividende und wird sich voraussichtlich bis zum Jahr 2018 auf ca. € 0.70 erhöhen. Der Teil der Dividende, der nicht aus dem steuerlichen Einlagekonto stammt, unterliegt der Abgeltungssteuer. In der Hauptversammlung am 20.06.2013 versprach der Vorstand, „alles dafür zu tun, das Dividendenversprechen auch in Zukunft zu halten“, um mindestens € 1.10 je Aktie netto zu erreichen.

### Derzeit Optimierung des Portfolios

In unserem vorigen Bericht nach der Hauptversammlung am 18.06.2015 konstatierten wir einleitend, dass die niedrigen Anfangsrenditen von 4.7 % kaum noch Zukäufe als lukrativ erscheinen ließen, so dass sich die Deutsche Euroshop AG auf die Optimierung ihres Bestands konzentriert, dessen Rendite damals mit 5.87 % angegeben wurde. Diese Strategie ändert jedoch u. E. nicht die Attraktivität des Geschäftsmodells für Anleger (s. NJ 7/15). Das Geschäftsjahr 2014 schloss mit einem Umsatz von € 200.8 (188) und einem EBIT von 177.5 (165.8) Mio. ab. Das Jahresergebnis von € 177.4 (171) Mio. entsprach € 3.29 (3.17) je Aktie. Die für die operative Ertragskraft und für die Ausschüttung maßgeblichen Funds from Operations (FFO) beliefen sich auf € 120.5 (112) Mio.

**Deutsche Euroshop AG, Hamburg**  
**Telefon:** 040/41357920  
**Internet:** www.deutsche-euroshop.de  
**ISIN** DE0007580204,  
 53.945 Mio. Stückaktien, AK € 53.945 Mio.  
**KGV 2015e** 17 (FFO), **KBV** 1.2 (9/15)  
**Börsenwert:** € 2.11 Mrd.  
**Aktionäre:** Alexander Otto 17.3 %, Blackrock 4.2 %, Streubesitz 78.5 %

Kennzahlen	9M 2015	9M 2014
Umsatz	151 Mio.	149.7 Mio.
EBIT	131 Mio.	132.3 Mio.
Periodenergebnis	73.6 Mio.	69.5 Mio.
FFO je Aktie	1.68	1.64
EK-Quote	50.4 %	50.1 %*

\*31.12.2014

**Kurs am 10.12.2015:**  
 € 39.09 (Xetra), 48.33 H / 34.58 T



Eine übertriebene Reaktion auf die minimale Prognosesenkung bietet neue Kurschancen.

**FAZIT:** Sowohl die Entwicklung des Unternehmens Deutsche Euroshop AG als auch der Kursverlauf der Aktie überzeugen vor allem konservative Anleger, für die Sicherheit und regelmäßige Dividenden ein wichtiger Teil ihrer Anlagestrategie sind. Beides liefert die DES seit ihrem Börsengang. Bei normaler Konjunktur, stabilem Arbeitsmarkt und intakter Konsumneigung muss niemand Angst um seine Investition haben, die allerdings ebenso wie das Geschäftsmodell der DES langfristig angelegt sein sollte. Da die erklärte Dividendenpolitik stringent verfolgt und mit planbaren Zahlungsströmen laufend kommuniziert wird, bietet die Aktie mehr als einen Ersatz für Anleihen, wie die positive Kursentwicklung der vergangenen Jahre beweist. KH

bzw. € 2.23 (2.08) je Aktie. Die Dividende wurde auf € 1.30 (1.25) je Aktie angehoben. Bei einer Bilanzsumme von € 3.49 (3.4) Mrd. betrug die EK-Quote sehr solide 50.1 (48.4) %. Der NAV je Aktie wurde mit € 33.17 (30.59) angegeben.

**Moderates Wachstum**

Nach einem planmäßigen Jahresauftakt mit einem Quartalsumsatz von € 50.6 (50) Mio. und einem Periodenergebnis im Q1 2015 von € 25.3 (22.6) Mio. stellte sich der FFO je Aktie auf € 0.57 (0.55). In der Hauptversammlung wurden die Aktionäre auf ein moderates Wachstum in den Geschäftsjahren 2015 und 2016 eingestimmt, das ohne Zukäufe aus internen Maßnahmen zu generieren ist. Nach Ablauf von neun Monaten erwirtschafteten die 19 Shopping Center in Deutschland (16), Österreich (1), Polen (1) und Ungarn (1) einen Umsatz von € 151 (149.7) Mio., von denen € 140 (138.7) Mio. aus dem Inland und € 11.06 (10.96) Mio. aus dem Ausland stammten. Auf Grund eines Einmaleffekts ging das EBIT leicht um 0.9 % auf € 131 (132.3) Mio. zurück. Da sich das Finanzergebnis auf Grund von gesunkenen Zinsaufwendungen und durch positive Effekte aus einer Zinssicherung auf € -37.2 (41.7) Mio. verbesserte, verblieb bei Bewertungen von € -2.8 (-4.4) Mio. nach Steuern ein um 5.9 % gewachsenes Periodenergebnis von € 73.6 (69.5) Mio. bzw. € 1.37 (1.29) je Aktie. Die Funds from Operations legten auf € 90.6 (88.1) Mio. bzw. € 1.68 (1.64) je Aktie zu.

**Hohe Eigenkapitalquote**

Die Deutsche Euroshop AG zeichnet sich weiterhin durch eine für Immobiliengesellschaften hohe Eigenkapitalquote von unverändert 50.4 (50.1 per 31.12.2014) % aus. Bei einer identischen Bilanzsumme von € 3.49 Mrd. ist das Eigenkapital (einschließlich Anteile Dritter) leicht auf €



**Konsum-Hochsaison an Weihnachten: In Hamburg strömen dazu viele ins Phoenix-Center.**

1.76 (1.75) Mrd. gewachsen, wobei auf das Grundkapital € 53.945 Mio. entfallen. Der Verschuldungsgrad, ausgedrückt in der Kennziffer LTV (Loan-to-Value), fällt mit erneut 40 % niedrig aus. Die Finanzverbindlichkeiten sind leicht auf € 1.42 (1.43) Mrd. reduziert worden. Nach Zuführung weiterer € 14.4 Mio. erhöhten sich die latenten Steuern auf € 241.8 (227.4) Mio. Der Cashflow aus betrieblicher Tätigkeit kam auf € 96.3 (95.9) Mio. voran. Die Ausgaben für Investitionen blieben mit € 2.2 (1.6) Mio. auf tiefem Niveau. An die Aktionäre flossen € 70.1 (67.4) Mio.

**Maßnahmen im Portfolio**

Als Grund für die geringfügig gesenkte Prognose wird im 9M-Bericht u. a. die ursprünglich angesetzte Inflationsrate von durchschnittlich 1 % angeführt, die tatsächlich mit nur 0.3 % im Berichtszeitraum deutlich geringer ausgefallen ist. Die Belastungen beim EBIT ergeben sich aus dem Einmaleffekt bei den Sonstigen betrieblichen Aufwendungen und aus leicht höheren Grundstücksbetriebskosten von €

15.1 (13.7) Mio. Der Anteil am Umsatz betrug 10 (9.2) %.

Nachdem für die Shoppingcenter in Wetzlar, Klagenfurt und Hamburg-Harburg „sehr günstige“ Anschlussfinanzierungen abgeschlossen wurden, wird sich die Zinslast künftig weiter verringern. Die Erweiterung des Phoenix-Centers in Hamburg schreitet planmäßig voran; die Eröffnung ist für das Frühjahr 2016 geplant. In Dessau ist eine in das Center integrierte Immobilie erworben und der Mietvertrag mit dem Mieter Karstadt verlängert worden.

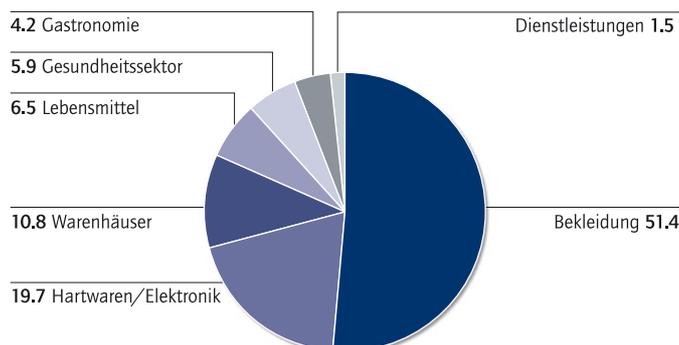
**Verhaltener Optimismus**

Der Ausblick im 9M-Bericht sieht einerseits ein positives Konsumklima und eine stabil gute Lage am Arbeitsmarkt, andererseits aber auch geopolitische Krisenherde und auf Grund der EZB-Politik eine weiterhin niedrige Inflationsrate. Zusammenfassend wird erklärt: „Wir bleiben vor diesem Hintergrund verhalten optimistisch, erwarten aber für die Deutsche Euroshop im laufenden Jahr einen positiven und insgesamt planmäßigen Geschäftsverlauf.“

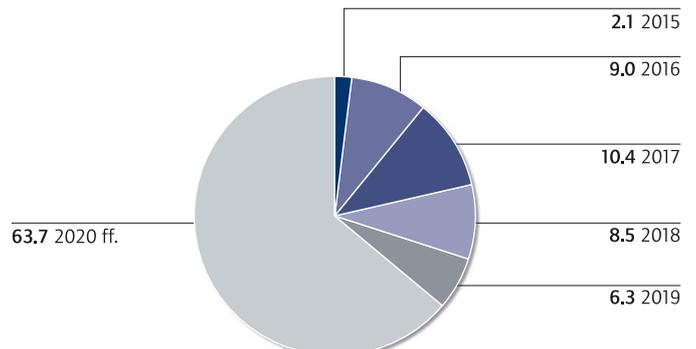
**Klaus Hellwig**

**Die Laufzeit der Verträge für fast zwei Drittel der Mieter aus sieben Branchen endet erst 2020 und später**

**Branchenmix in % der Fläche**



**Laufzeit der Mietverträge, Anteil in %**



Quelle: Deutsche Euroshop AG Stand: 31.12.2014

## Deutsche Euroshop

## „Acht Prozent jährlich“

Über das derzeitige und künftige Umfeld für Shoppingcenter und deren Ausrichtung zwischen stationärem und digitalen Handel sprachen wir mit Wilhelm Wellner, seit Juli 2015 Sprecher des Vorstands, und Olaf Borkers, der dem Vorstand bereits seit zehn Jahren angehört.

**NJ:** Herr Borkers, Herr Wellner, das Nebenwerte-Journal berichtet seit dem Börsengang im Jahr 2001 über die Deutsche Euroshop AG. Was bedeutet das Alleinstellungsmerkmal an der Börse für Ihre Aktionäre?

**Wilhelm Wellner:** Ursprünglich war es das Ziel, mit der Kombination Dividende plus Kursanstieg langfristig die Durchschnittsrendite des DAX für unsere Aktionäre zu erwirtschaften, die damals bei acht Prozent pro Jahr lag. Die Deutsche Euroshop hat das bisher geschafft, der DAX nicht.

**NJ:** Diese Kontinuität ist beeindruckend, ebenso die Planbarkeit des Geschäftsmodells. Können Anleger weiterhin mit planbaren Dividenden rechnen?

**Olaf Borkers:** Ja, unsere Dividendenplanung haben wir bis 2017 bereits kommuniziert. Wir wollen die Dividende je Aktie weiter jährlich um fünf Cent erhöhen. Für 2015 planen wir, der Hauptversammlung die Ausschüttung von € 1.35 je Aktie vorschlagen. Das entspricht derzeit einer Dividendenrendite von etwa 3.5 %.

**NJ:** Lässt sich absehen, bis wann ein Teil der Dividende ohne Abzug von Abgeltungssteuer ausgezahlt werden kann?

**Olaf Borkers:** Der zu versteuernde Anteil wird weiter ansteigen, aber es wird aus heutiger Sicht noch viele Jahre dauern, bis unsere Dividende zu einer „normalen“ Dividende wird, die Abgeltungssteuer also auf den vollen Betrag von den Depotbanken abzuführen ist.

**NJ:** Kommen wir zur aktuellen Entwicklung. Derzeit sind Ihnen die Renditen für Zukäufe zu gering?

**Wilhelm Wellner:** Ich würde das nicht so pauschal ausdrücken, denn in unseren Auswahlprozess fließt nicht nur die Rendite ein, sondern auch Kriterien wie Grundriss, Mietermix, Vertragslaufzeiten, Miet-Umsatz-Belastung und insbesondere die langfristigen Perspektiven. Stimmen die Kriterien mit unseren Anforderungen

*Olaf Borkers (l.) ist seit zehn Jahren im Vorstand, Wilhelm Wellner seit Juli 2015 Sprecher des Vorstands.*



überein, dann bieten wir auch für ein Center zu den derzeitigen Renditen. Aber wir sind nicht die Einzigen, top Shoppingcenter erfreuen sich einer unverändert hohen Beliebtheit.

**NJ:** Über welchen Zeitraum dürfte diese Phase dauern?

**Wilhelm Wellner:** Das wird sich auf absehbare Zeit nicht ändern. Ich traue mir auch keine Prognose zu. Oder können Sie mir sagen, wie lange wir in Europa noch ein Umfeld historisch niedriger Zinsen haben werden? In einem solchen Umfeld werden stabile, dominante Center mit hohem Vermietungsstand von vielen Investoren weiter als attraktive Alternative zu Anleihen gesehen. Aber jeder Zyklus geht einmal zu Ende und die Investoren ohne Immobilienhintergrund werden dann sicher neue Ziele verfolgen, während wir unserem Markt treu bleiben und weiter nach den Rosinen suchen werden.

**NJ:** Wären mehr Shoppingcenter im Ausland eine Alternative?

**Wilhelm Wellner:** Ja – und das war nie anders. Aber auch im Ausland sind die Renditen für gute Center auf Grund der hohen Nachfrage ebenfalls unter Druck. Wir schauen uns aber in Ländern wie Österreich, Polen und Tschechien um.

**NJ:** Können das grundsätzlich positive Konsumklima und der stabile Arbeitsmarkt für weiteres Umsatzwachstum vor Ort sorgen?

**Olaf Borkers:** Das sind zwei ganz wichtige Voraussetzungen für steigende Umsätze im Einzelhandel. Man muss aber attestieren, dass die deutschen Konsumenten zurzeit viel Geld für Urlaubsreisen, Möbel und Renovierungen aber auch über das Internet ausgeben. Das ist Konsum, der nicht in Shoppingcentern stattfindet. Hinzu kommen weitere Faktoren wie zum Beispiel das Wetter. Bisher hat der Herbst nicht ani-

miert, sich für die kalte Jahreszeit einzukleiden. Viele Textil-Einzelhändler sitzen noch auf vollen Lagern.

**NJ:** Sehen Sie den (noch) wachsenden Online-Handel als wirkliche Bedrohung für den stationären Handel an?

**Wilhelm Wellner:** Nicht als Bedrohung, aber als ernstzunehmenden Wettbewerb. Aber Konkurrenz ist für Einzelhändler kein Fremdwort und auch nichts Neues. Die starken Anbieter werden Konzepte entwickeln, die den Kunden überzeugen, online wie offline, wahrscheinlich in einer Kombination von beiden. Wir als Vermieter bieten mit unseren Centern eine Bühne, die wir idealerweise von den zukunftssträchtigen Einzelhändlern bespielen lassen. Daraus entsteht ein lebendiger Marktplatz, der auch in Zukunft die Menschen anziehen wird.

**NJ:** Unsere Leser engagieren sich bekanntlich gerne langfristig, und zu dieser Strategie passt Ihr Geschäftsmodell sehr gut. Dennoch die Frage: Wo sehen Sie die DES-Aktie in fünf Jahren? Ist die Dividende dann bereits voll steuerpflichtig?

**Wilhelm Wellner:** Es wäre schön, wenn wir den Trend der letzten 15 Jahre fortsetzen könnten, den ich eingangs erläutert habe. Daran werden wir hart arbeiten. Vor dem Hintergrund der großen globalen politischen und finanziellen Herausforderungen lässt sich das leider nicht garantieren.

**Olaf Borkers:** Und was die Besteuerung der Dividende betrifft, so werden sich unsere Aktionäre wohl auch in fünf Jahren noch über einen steuerfreien Anteil freuen können. Und über eine höhere Dividende.

**NJ:** Herr Borkers, Herr Wellner, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig.