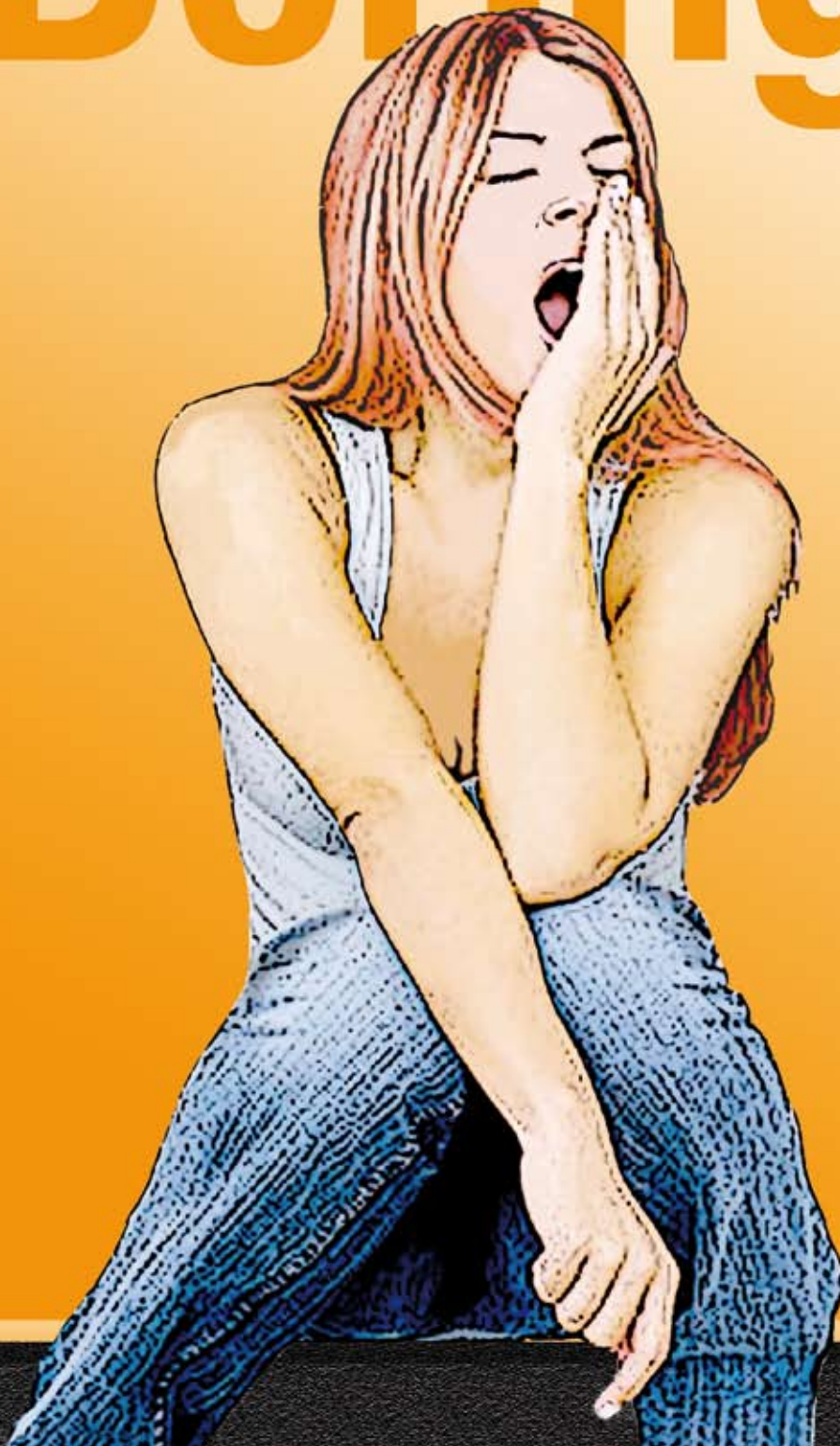


Titel

# Boring is



# beautiful

Die Wirtschafts- und Finanzkrise hat die deutschen Immobilien-Aktiengesellschaften voll getroffen. Vergleichsweise gut schlagen sich die Unternehmen, deren Geschäftsmodell noch vor wenigen Jahren vielfach als langweilig bezeichnet wurde.

IVG Immobilien: Abwertungen auf den Immobilienbestand von rund 670 Millionen Euro führen zum Konzernverlust von 451,7 Millionen. Das Unternehmen streicht die Dividende für 2008. TAG Immobilien: Das Konzernergebnis rutscht mit mehr als 30 Millionen Euro in den roten Bereich, mit einer Dividende können Aktionäre nach Aussage des Vorstands frühestens ab dem Jahr 2011 rechnen. Fair Value REIT-AG: 13,1 Millionen Euro Konzernverlust, keine Dividende.

Ein Auszug aus den Nachrichten, mit denen die deutschen Immobilien-AGs und REITs ihre Anleger im Frühling 2009 schockten. Der börsennotierte Immobiliensektor bietet ein Bild des Grauens, das durch den Blick auf die Kursentwicklung der Aktien noch trister wird: Mit einem Investment in die im RX Real Estate Index der Deutschen Börse notierten Werte fuhren Anleger in den vergangenen zwölf Monaten Verluste zwischen knapp 50 Prozent und fast 90 Prozent ein. Aussicht auf Besserung gibt es kaum: Denn die Folgen der Wirtschaftskrise kommen erst jetzt so richtig auf den Vermietungsmärkten an. Immobilienaktien-Analyst Stefan Goronczy von der HSH Nordbank sieht den Abschwung mindestens bis 2010 anhalten. >>



Die City-Galerie in Wolfsburg gehört zum Portfolio der Deutsche EuroShop AG.

- >> Die gesamte Immobilienwirtschaft ein Jammertal? Nein, ein kleines Häufchen Aufrechter stemmt sich bisher erfolgreich gegen die Krise. Die Deutsche EuroShop – mit gerade sechs Festangestellten personell ein Zwerg – hat sich zur nach Marktkapitalisierung größten börsennotierten Immobilien-AG aufgeschwungen. Präsentiert sie sich hier als Einäugiger unter den Blinden – Aktionäre des Spezialisten für Einkaufszentren verloren mit ihrem Investment in den vergangenen zwölf Monaten immerhin 20 Prozent –, sind die Nachrichten zu den operativen Daten in der Tat überzeugend: Für das Geschäftsjahr 2008 meldeten die Hamburger nach vorläufigen Zahlen ein im Vorjahresvergleich um rund 28 Prozent verbessertes Vorsteuerergebnis in Höhe von 50 Millionen Euro. Für das laufende Jahr stellte das Management ein Umsatzwachstum von zehn Prozent und ein EBT-Wachstum von zwei Prozent in Aussicht.

Dass sich die Deutsche EuroShop besser schlägt als andere, hat im Wesentlichen zwei Gründe.

**Erstens:** Die Immobilien. Das Unternehmen investiert ausschließlich in Einkaufszentren („Shopping Center“), die vorwiegend in den Innenstädten liegen. Dieser Immobilientyp ist in mehrfacher Hinsicht wertstabil. Die Mietverträge für Läden in sol-

chen Centern laufen in der Regel langfristig, die erzielbaren Cashflows aus den Immobilien lassen sich so häufig auf Jahre im Voraus berechnen. Und die Flächen in den Centern scheinen auch in der Krise gefragt. Große Handelsketten wie die Textilanbieter H&M, Esprit oder s.Oliver weiten ihre Präsenz in Deutschland weiter aus. Für ihre Konzepte sind sie auf Ladenlokale in Größen angewiesen, die entlang der deutschen Haupteinkaufsstraßen sonst nicht zu finden sind.

**Zweitens:** Die Finanzierungsstruktur. Auf Basis der Angaben zur Bilanz zum 30. September 2008 errechnet sich bei der Deutsche EuroShop für das Verhältnis zwischen den Verbindlichkeiten und dem Wert der als Finanzanlagen gehaltenen Immobilien eine Größe von 59 Prozent. Die Eigenkapitalquote betrug 49 Prozent. Beides sehr solide Werte, mit denen sich das Unternehmen vom Branchendurchschnitt abhebt. Die durchschnittliche Restlaufzeit der ausstehenden Darlehen liegt bei rund sieben Jahren. Die aktuelle Kreditklemme sorgt zwar dafür, dass das Management seine Expansionspläne zurückstellen musste (siehe Interview auf Seite 12). In Zeiten, in denen andere Unternehmen ums Überleben kämpfen, sind das aber Sorgen, die manch anderer sicher gerne hätte.

Angesichts der soliden Aufstellung scheinen Investoren an der Eigentümerstruktur der Deutsche EuroShop keinen Anstoß zu nehmen. Knapp ein Fünftel der Aktien liegen bei der Familie Otto, die auch Alleineigentümerin der ECE ist, nach eigener Darstellung europäischer Marktführer für Einkaufszentren. Die ECE wiederum übernimmt für die Deutsche EuroShop das Management ihrer Center. Die Gefahr möglicher Interessenskonflikte wirkt sich zumindest nicht nachhaltig negativ auf das Urteil der Kapitalmärkte zur Deutsche EuroShop aus.

Die orientieren sich offenbar eher an den vom Unternehmen in der Selbstdarstellung genannten Ziel, den Aktionären „Jahr für Jahr eine attraktive Dividende aus langfristig gesicherten Erträgen auszuschütten.“ Was Aktionäre zusätzlich erfreut: Die Ausschüttungen – in den vergangenen fünf Jahren lagen sie stets zwischen 0,96 und 1,05 Euro je Aktie – sind für sie steuerfrei, da sie steuerrechtlich als Einlagenrückzahlung gelten.

Boring is beautiful: Die Geschichte vom vermeintlichen Langweiler, der in der Krise plötzlich an Attraktivität gewinnt, könnte auch auf die Hamborner AG zutreffen. Die Duisburger AG fristete jahrelang ein Schattendasein an der Börse. Das Unternehmen ist Anfang der 70er Jahre aus einem ehemaligen Bergbauunternehmen hervorgegangen. Nachdem sie sich jahrelang darauf beschränkt hat, ein Immobilien- und Wertpapierportfolio zu verwalten, positioniert sich Hamborner seit 2007 als reine Immobilien-AG mit ehrgeizigen Wachstumszielen: Der Immobilienbestand soll von aktuell rund 200 Millionen auf etwa 500 Millionen Euro wachsen, im Fokus stehen Einzelhandelsimmobilien in besten Lagen sowie Büroimmobilien. Die Umwandlung in einen deutschen REIT ist geplant, soll aber entgegen früherer Aussagen wohl nicht mehr in diesem Jahr vollzogen werden. Dabei erfüllen die Duisburger bereits wesentliche Voraussetzungen: Nicht-REIT-fähige Wohnimmobilien wurden abgestoßen, das Unternehmen konzentriert sich auf die Bestandshaltung und die Eigenkapitalquote lag zum Halbjahr 2008 bei 57,6 Prozent.

Mehrheitsaktionär der Hamborner mit einem Anteil von 51,5 Prozent ist die HSH Real Estate AG, weitere 10,4 Prozent liegen bei Theo Siegert, früheres Vorstandsmitglied beim Duisburger Mischkonzern Haniel. Für eine REIT-Umwandlung müssten sie ihre Anteile so umschichten, dass niemand direkt zehn Prozent oder mehr hält. Die HSH Real Estate ist 100-prozentige Tochter der angeschlagenen HSH Nordbank, die ihrerseits mit Kapitalspritzen von fünf Milliarden sowie Garantien im Volumen von 40 Milliarden Euro seitens der öffentlichen Hand vor dem Zusammenbruch gerettet werden musste.

Der Kurs der Hamborner-Aktie hat in den vergangenen zwölf Monaten zwar auch kräftig Federn lassen müssen (-30 Prozent), seit Oktober vergangenen Jahres präsentiert er sich aber vergleichsweise stabil.

Konservativ und langfristig ausgerichtet; das Rezept von Deutsche EuroShop und Hamborner liegt im Trend. Das Wort vom „Langweiler“ nimmt niemand in den Mund – derzeit zumindest. ■



von oben nach unten: Büro- und Geschäftshäuser in Minden, Osnabrück und Rostock aus dem Immobilienbestand der Hamborner AG.