

Defama Deutsche Fachmarkt

STIMMUNGS-AUFHELLER MIT MITTELFRIST-MASSARBEIT

Im NJ 12/16 empfahlen wir erstmals die Defama-Aktie bei einem Kurs von € 6.19 zum Kauf. Wer seitdem an Bord geblieben ist, kann sich bei einem Kurs von € 12 am 18.10.2018 über einen ansehnlich Kursgewinn von 93.9 % freuen. Doch dies dürfte mit hoher Wahrscheinlichkeit nicht das Ende der Story sein, denn CEO und Großaktionär Matthias Schrade plant, binnen drei bis fünf Jahren weitere Fachmarktzentren im Volumen von € 80 bis 100 Mio. zu erwerben.

Der annualisierte FFO (Funds from Operations) je Aktie sollte dann in Richtung € 2.- klettern, schon im Jahresverlauf 2019 müsste diese Kennziffer bei etwa € 1.30 landen. Das wären bei 3.9 Mio. Aktien kumuliert € 5.1 Mio. An der Börse wiegt das Unternehmen € 46.8 Mio. und damit nur etwa das Neunfache des FFO. Dabei wäre angesichts des defensiven Geschäftsmodells ein durchaus branchentypischer Faktor von 11 bis 13 gerechtfertigt. Hieße, der faire Unternehmenswert läge rein rechnerisch bei € 56.1 bis 66.3 Mio. In der Mitte dieser Spanne bei € 61.2 Mio. müssten demnach schon heute ein Kurs von € 15.69 an der Tafel stehen. Gehen Schrades Pläne auf, den FFO auf € 2.- je Aktie zu steigern, wovon wir ausgehen, ergäbe sich bei unverändert 3.9 Mio. Aktien ein fairer Wert von € 93.6 Mio. bzw. € 24 je Aktie. Sprich, eine Kursverdoppelung in den nächsten drei bis fünf Jahren, da nachdem 40 bis 50 % des FFO als Dividende ausgeschüttet werden sollen, dürften Anleger mit € 0.80 bis 1.- je Aktie rechnen. Auch wenn diese Perspektiven Zukunftsmusik darstellen, ist uns das allemal eine Titelgeschichte wert, wobei wir die Chance, dass aus dieser Planrechnung Realität wird, als hoch einstufen.

Portfoliogröße knackt die Marke von 100000 qm

Defama ist ein Immobilien-Unternehmen mit Fokus auf kleine Einzelhandelsobjekte in kleinen und mittleren Städten, überwiegend in Nord- und Ostdeutschland. In dieser Nische sieht Schrade gute Einstiegschancen, weil die Objekte für die meisten institutionellen Investoren mit einem durchschnittlichen Investitionsvolumen zwischen € 1 bis 5 Mio. zu klein sind. Langfristig will Defama einer der größten Bestandhalter von kleinen Fachmarktzentren in Deutschland werden. Das Portfolio per 30.06.2018 umfasst 26 Standorte mit einer vermietbaren Fläche von mehr als 103000 qm und annualisierten Mieteinnahmen von € 7.8 Mio. Die Flächen sind zu 96.2 % vermietet. Die durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge liegt bei 3.5 Jahren.

Mehr als 10 % Mietrendite

„Wir investieren nicht in Leerstand“, erläuterte Schrade weiter die Strategie (s. Interview S. 10). Mindestens zwei bonitätsstarke Filialisten müssten als Ankermieter vorhanden sein. Auch dürfe es keinen größeren Leerstand bzw. Investitionsbedarf geben. Bezahlt werde maximal das Neunfache der Jahresnettomiete bei möglichst nicht mehr als zehn Mietern und mindestens € 100000 Jahresnettomiete. Zudem muss eine langfristige Bankfinanzierung möglich sein. Der Erwerb und die Finanzierung erfolgt in Objektgesellschaften und in der Regel mit lokalen Bankpartnern. Die Holding stellt den Eigenkapitalanteil zur Verfügung. Damit ist auch klar, dass Defama in Großstädten kaum zum Zuge kommen wird und will. Dort werden deutlich höhere Multiples bezahlt, die auf die Rendite drücken. Die Berliner brachten es schon 2017 auf eine

EK-Rendite von 12.8 % – Tendenz steigend. Und das, obwohl die Kosten für Instandhaltung voll ergebniswirksam verbucht werden. Dabei steuert kein Mietvertrag mehr als 4 % zu den Erträgen bei. 80 % der Mieter sind bonitätsstarke Filialisten wie u. a. Aldi, Edeka, Lidl und Deichmann.

Nächste Dividendenanhebung in Sicht

Im Jahr 2018 wurden bisher acht Fachmarktzentren erworben. Das größte Einzelgeschäft brachte Schrade am 14.05.2018 unter Dach und Fach, als für € 8 Mio. ein Anteil von 94 % an der Objektgesellschaft erworben wurde, in der sich das Kolosseum Spreewald in Lübbenau befindet. Die jährlichen Nettomietträge liegen aktuell bei € 900000. Die vermietbare Fläche beträgt insgesamt 12000 qm. Größte Mieter des Objekts sind Rossmann, NKD, Kik, MäcGeiz, Ernsting's Family, Sparkasse, Arbeitsamt und ein Fitness-Studio. Zudem sind zahlreiche weitere kleinere Mieter wie eine Apotheke, Sanitätshaus, Bäcker, Fleischer, Friseur und Blumenladen vertreten. Darüber hinaus befinden sich dort zahlreiche Ärzte und Therapeuten, die Stadtbibliothek, diverse Beratungsbüros sowie Rechtsanwalts- und Steuerkanzleien.

Aktuell 30 Objekte im Bestand

Nach dem Bilanzstichtag 30.06.2018 meldete Defama weitere Zukäufe. Anfang August kam das Fachmarktzentrum in Staßfurt, 40 km südlich von Magdeburg, hinzu. Der Kaufpreis des aus zwei Gebäuden bestehenden Objektes betrug € 2.6 Mio. Bei Vollvermietung belaufen sich die jährlichen Nettomietträge auf € 290000. Die vermietbare Fläche des zu 95 % vermieteten Objekts umfasst insgesamt

Defama Deutsche Fachmarkt AG, Berlin**Branche:** Einzelhandelsimmobilien**Telefon:** 030/5557926-0**Internet:** www.defama.de**ISIN DE000A13SUL5,**

3.9 Mio. Inhaberaktien, AK € 3.9 Mio.

Aktionäre: MSC Invest GmbH

(CEO Matthias Schrade) 32 %, Streubesitz 68 %

Kennzahlen	H1 2018	H1 2017
Nettomieten	4.2 Mio.	2.5 Mio.
EBIT	1.7 Mio.	1.7 Mio.
Periodenergebnis	854000	592000
Ergebnis je Aktie*	0.22	0.15
EK-Quote	16.6 %	21.8 %

*auf Basis von 3.9 Mio. Aktien

Kurs am 18.10.2018:

€ 12 (München), 12.80 H / 9.80 T

KGV 2018e 17, KBV 4.2 (6/18)**Börsenwert:** € 46.8 Mio.

Die Zeit der regelmäßigen Kapitalerhöhungen soll zu Ende gehen.

FAZIT: Das Geschäftsmodell der **Defama Deutsche Fachmarkt AG** ist ebenso simpel wie gut. Gekauft werden Fachmarktzentren, die in ihrer jeweiligen Region die Nahversorgung sicherstellen. Die Finanzierungen werden zu historisch niedrigen Zinsen abgeschlossen, der Tilgungsanteil liegt in der Regel bei 5 %. Die Mietrendite liegt bei mehr als 10 %. Von dieser Differenz lässt sich auch eine gute Dividende erwirtschaften. Solange die Voraussetzungen so günstig sind, machen weitere Immobilienkäufe Sinn. Ziel ist es, ein möglichst großes Bestandsportfolio aufzubauen. Dividendenorientierte Anleger mit einem Investitionshorizont von mindestens drei Jahren können daher trotz erfreulicher Kursentwicklung noch einsteigen. **CS**

3300 qm. Größte Mieter sind Aldi, ABC Schuhe und Vidrea Deutschland („Miller & Monroe“, vormals Charles Vögle). Daneben gibt es drei Büromieter. Mitte September meldete Schrade einen Zukauf in Templin, etwa 60 km nördlich von Berlin gelegen. Die Investitionssumme belief sich auf € 2 Mio. Die vermietbare Fläche des aus zwei Gebäuden bestehenden, voll vermieteten Objekts umfasst insgesamt 4500 qm. Größte Mieter des Fachmarktzentrum sind ein Baywa-Baumarkt sowie Norma und Getränkeland. Anfang Oktober folgt der vorerst letzte Zukauf. Für insgesamt mehr als € 10 Mio. wurden drei Objekte in Schmallenberg (Nordrhein-Westfalen), Eberswalde (Brandenburg) und Sonnefeld (Bayern) erworben, mit denen das Portfolio auf 30 Objekte stieg. Nach Vollvermietung belaufen sich die kumulierten Jahresnettomieten auf € 1.1 Mio. Auf Basis des aktuellen Portfolios liegt der annualisierte FFO bei € 4.4 Mio. bzw. € 1.13 je Aktie. Folglich kündigte der CEO weitere Dividendensteigerungen an. Für 2017 gab es € 0.34 je Aktie. Für 2018 können es gut und gerne € 0.40 bis 0.45 je Aktie bei einer Rendite von 3.3 bis 3.8 % werden.

Ein Verkauf außer der Reihe

Die Zusammenarbeit zwischen Defama und der HD Gruppe beim Einkaufszentrum Raabeberg wurde beendet. Defama hat den entsprechenden Joint-Venture-Vertrag gekündigt und wird sich ohne einen Partner um den Umbau kümmern, der im kommenden Jahr erfolgen soll. Den entsprechenden Bauantrag haben die Berliner bereits gestellt. Durch die neuen Entwicklungen wird es im laufenden Jahr keinen positiven Einmal-Effekt von € 0.9 Mio. geben. Nach dem Umbau soll das Einkaufszentrum verkauft werden. Da der Gewinn nun nicht mehr geteilt werden muss, dürfte sich ein ao. Ertrag ergeben, den wir auf mindestens € 5 Mio. taxieren.



Das Kolosseum Lübbenau war der bisher größte Ankauf.

H1 2018: Deutliches Ergebnisplus

Die Einkaufstour führte unter dem Strich dazu, dass die Erlöse im H1 2018 auf € 4.2 (2.4) Mio. in die Höhe schnellten. Das EBITDA zog auf € 2.6 (1.6) Mio. an. Das Periodenergebnis stellte sich auf € 854 000 (592 000) bzw. € 0.22 (0.15) je Aktie. Berechnungsgrundlage ist jeweils die erhöhte Aktienzahl von 3.9 Mio. Die Funds From Operations (FFO) kletterten um 60 % auf € 1.74 (1.09) Mio. Die H1-Zahlen enthielten die Erträge aus 23 Bestandsobjekten sowie ab Juni aus dem Objekt in Hamm. Der Besitzübergang beim Fachmarktzentrum Mylau erfolgte erst im Juli. Durch die Erstkonsolidierung der Kolosseum Spreewald GmbH hat sich ein Einmal-Effekt im hohen fünfstelligen Bereich ergeben, der die Kennzahlen des zweiten Quartals positiv verzerrte. Ab Oktober werden Staßfurt und Templin erstmals Erträge beisteuern, die jüngsten drei Zukäufe voraussichtlich erst 2019. Grundsätzlich gilt: Neu gekaufte Objekte steuern erst mit etwas Zeitversatz nach der Meldung über den Kauf Erträge bei.

Solides Bilanzbild

Die Aktivseite enthält als mit weitem Abstand bedeutendste Position Sachanlagen in Höhe von € 58.8 (31.12.2017: 47.1) Mio., die zum allergrößten Teil auf den Immobilien-

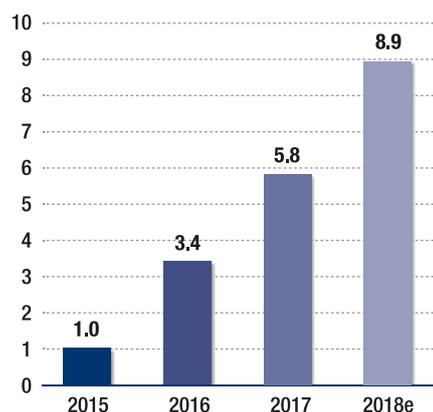
bestand entfielen. Grundstücke wurden mit € 5.6 (4.8) Mio. bilanziert. Drittgrößte Position waren liquide Mittel von € 2.2 (2.5) Mio. Die Forderungen aus Lieferungen und Leistungen von € 198 000 (223 000) betrafen überwiegend Mietforderungen. Auf der Passivseite sank das Eigenkapital auf € 11.3 (11.4) Mio. bzw. € 2.89 (2.92) je Aktie, wobei auch hier die erhöhte Stückzahl von 3.9 Mio. Aktien zugrundegelegt wurde. Dabei ist die in der HV am 13.06.2018 beschlossene Dividende zu berücksichtigen. Bei einer Bilanzsumme von € 67.8 (55.4) Mio. errechnet sich eine EK-Quote von 16.6 (21.8) %. Größter Posten auf der Passivseite sind die Verbindlichkeiten gegenüber Kreditinstituten von € 54.7 (43.1) Mio. zur langfristigen Finanzierung des Immobilienbestands. Insgesamt vermittelt die Bilanz einen soliden Eindruck. Einer Umstellung auf IFRS erteilte Schrade eine klare Absage, da die operativen Erträge dann von Neubewertungseffekten überlagert werden würden. Die Rechnungslegung nach dem guten alten HGB hält er für zielführender. Ganz abgesehen davon, dass die Abschluss- und Prüfungskosten sich um etwa € 150 000 p. a. erhöhen würden. Diese umgerechnet € 0.04 je Aktie will er lieber als Dividende ausschütten.

Carsten Stern

MIT JEDEM IMMOBILIENKAUF WIRD DIE BASIS STÄRKER

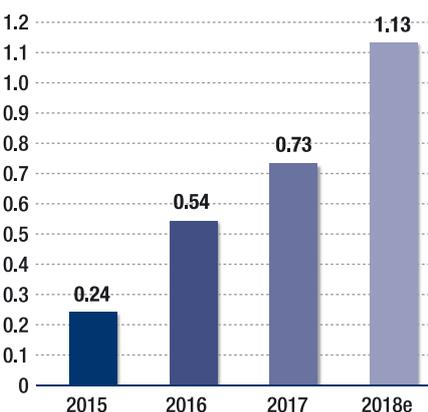
Mieteinnahmen

in Mio. €



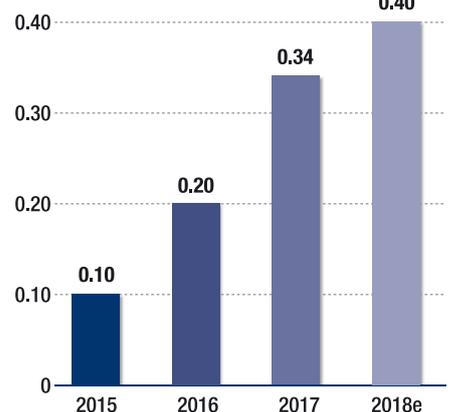
FFO je Aktie

in €



Dividende je Aktie

in €



Quelle: Defama Deutsche Fachmarkt AG

Defama Deutsche Fachmarkt

SCHWERGEWICHT IN DER MITTELKLASSE

Auch wenn die Zinsen steigen sollten, wird das Geschäftsmodell weiter funktionieren, ist sich der Vorstandsvorsitzende Matthias Schrade sicher. Wie er argumentiert, dazu mehr im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Schrade, Sie haben mit schöner Regelmäßigkeit Zukäufe gemeldet, das Portfolio wurde stetig ausgebaut. Gibt es eine langfristige Exit-Strategie?

Schrade: Für Defama gilt grundsätzlich: Wir kaufen, um zu behalten. Durch die hohen Mietrenditen sind wir nicht auf Exit-Erlöse angewiesen. Es ist mühsam genug, geeignete Objekte zu finden, zu prüfen, zu finanzieren und nach dem Kauf zu integrieren. Als Lohn für diesen Aufwand wollen wir dann dauerhaft von den schönen Renditen profitieren. Ein schneller Wiederverkauf wäre dem Geschäftsmodell eher abträglich.

NJ: Und da die Objekte in der Regel langfristig finanziert sind, wären im Verkaufsfall vermutlich hohe Vorfälligkeitsentschädigungen an die Bank zu zahlen, oder?

Schrade: Genauso ist es. Weil wir nicht verkaufen wollen, finanzieren wir gerne langfristig mittels Annuitätendarlehen. Das heißt, mit jeder geleisteten Rate an die Bank sinkt die Restschuld. Und da wir günstig einkaufen, können wir uns einen hohen Tilgungsanteil leisten. Das eröffnet uns perspektivisch voraussichtlich auch Spielräume zur Revaluierung, also der Wiederaufstockung von Darlehen, die bereits zu einem guten Teil getilgt sind. Im Idealfall können wir das Eigenkapital für je einen Zukauf künftig durch die Revaluierung eines Bestandsobjekts generieren – ohne zu verkaufen. Wenn uns dies gelingt, brauchen wir auch keine Kapitalerhöhungen mehr, um weiter zu wachsen.

NJ: Verstehe, regelmäßige Immobilienverkäufe sind kein Thema. Aber mit Blick auf den laufenden Konsolidierungsprozess innerhalb der Branche könnte ein potenzieller Käufer auf Defama aufmerksam werden?

Schrade: Stimmt, mit einem Portfoliovolumen von gut € 100 Mio. haben wir hier wohl inzwischen eine kritische Größe erreicht, die für manchen Marktteilnehmer interessant ist. Wir streben aber nicht an, uns kaufen zu lassen – schließlich können wir eigenständig sehr rentabel weiterwachsen. Kurzum: Das ist kaum mehr als ein Gedankenspiel.

NJ: Anderes Thema: Wer sind die typischen Finanzierungspartner?

Schrade: Wir arbeiten sehr gerne mit den lokalen oder regionalen Volksbanken und Sparkassen zusammen. Die können unsere Objekte auf

Grund ihrer Verwurzelung in der Region gut einschätzen, zudem sind die Darlehensbeträge für sie von der Ticketgröße her attraktiv. Ganz nebenbei vermeiden wir so ein Klumpenrisiko in Sachen Finanzierung – derzeit haben wir 20 finanzierende Banken.

NJ: Gibt es eine Zielgröße für das Portfolio – entweder bei der Anzahl der Fachmärkte oder beim Volumen?

Schrade: Eine feste Zielgröße gibt es bei uns nicht. Wir wollen fünf bis acht Objekte pro Jahr erwerben. Für 2018 haben wir dieses Ziel mit acht Objekten bereits erreicht – darunter auch zwei größere. Das heißt jedoch nicht, dass wir jetzt die Hände in den Schoß legen, unsere Ankaufpipeline ist weiter gut gefüllt. Aber zu einer Transaktion gehören stets zwei Parteien. In der Vergangenheit haben sich Ankäufe teilweise über mehrere Jahre hingezogen. Es kann demnach passieren, dass wir ein halbes Jahr nichts kaufen und dann mehrere Objekte in kurzer Abfolge erwerben. Sollte eines fernem Tages das Portfolio auf Grund der schieren Größe kaum mehr steuerbar sein, müssten wir in puncto Portfoliogröße umdenken.

NJ: Wäre zur Finanzierung weiterer Käufe beispielsweise auch eine Mittelstandanleihe ein Thema?

Schrade: Nein, definitiv nicht – wir wollen kein Refinanzierungsrisiko auf die Ebene der AG bringen. Alle Objektfinanzierungen erfolgen jeweils in einer eigenen Tochterfirma, um auch hier die Risiken zu minimieren. Zudem gehen wir davon aus, dass wir nach dem Umbau des Einkaufszentrums Radeberg dort einen Verkauf durchführen werden – es ist das einzige Objekt in unserem Bestand, bei dem dies geplant ist. Dieser Verkauf wird uns voraussichtlich € 6 bis 10 Mio. in die Kasse spülen. Bis wir diese Mittel neu investiert haben, wird es eine Weile dauern. Hinzu kommt, dass wir in zwei bis drei Jahren wohl die ersten Altdarlehen revaluieren und so zusätzliche Mittel für das Wachstum freisetzen können.

NJ: Vorausgesetzt die Zinsen steigen nicht allzu stark?

Schrade: Natürlich spielt die Zinsseite eine wichtige Rolle. Da wir jedoch mit hohen Tilgungsanteilen von in der Regel mehr als 5 % arbeiten, ist die Restschuld unserer ältesten Darlehen bis dahin bereits um 30 bis 40 % gesunken. Da müssten wir schon gigantische Zinssteigerung sehen, dass sich diese Rechnung noch ins Gegenteil verkehrt.

NJ: Und dennoch wären steigende Zinsen kontraproduktiv?



Matthias Schrade: „Durch die hohen Mietrenditen sind wir nicht auf Exit-Erlöse angewiesen.“

Schrade: Ja und Nein. Die Revaluierung wird dadurch tangiert – keine Frage. Doch wenn die Zinsen steigen, werden die Kaufpreise tendenziell sinken, weil die gesamte Immobilienbranche mit einem höheren Zinssatz abzinsen wird. Ich will nicht behaupten, dass wir ein zinsunabhängiges Geschäftsmodell verfolgen. Aber sicherlich sind wir weit weniger sensitiv als etwa die Wohnimmobilienunternehmen. Unsere durchschnittliche Zinsbindung liegt bei acht Jahren, da brennt so schnell nichts an, um es salopp zu formulieren.

NJ: Das hört sich so an, als ob Defama eine kritische Unternehmensgröße erreicht hat, die Käufe aus dem Tagesgeschäft ermöglicht. Ist dem so?

Schrade: Finanziell dürfte das in zwei bis drei Jahren so sein. Operativ muss aber jede Transaktion für sich mühsam erarbeitet werden, um letztlich relativ wenig Geld pro Objekt investieren zu können. Das wird sich kaum ändern und ist auch der Grund dafür, dass sich in dieser Nische wenige Mitbewerber tummeln.

NJ: Letzte Frage – wie sieht Ihre Dividendenpolitik aus?

Schrade: Wir schütten rund 80 % des HGB-Ergebnisses bzw. zwischen 40 und 50 % des FFO aus. Das wollen wir auch so beibehalten. Für 2017 haben wir 34 Cent je Aktie gezahlt und bereits angekündigt, die Dividende erneut deutlich zu steigern – das kann ich trotz der erhöhten Aktienzahl für 2018 noch einmal bekräftigen. Für das kommende Jahr ist eine weitere Anhebung durch das Wachstum schon programmiert.

NJ: Danke für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern