Philip Nerb
Werteanalysen geschlossener Fonds

GS China Shopping No. 1 The Future Mall

Global Skyline wagt mit dem ersten Angebot den Sprung nach China. Die Fondsimmobilie ist jung, nach drei Jahren aber bereits am Standort etabliert. Die Planungssicherheit für den Fonds ist hoch, zumal die Verkäufer / Betreiber weiter im Boot bleiben. Ausgewogenes Konzept, das wenig Raum für negative Überraschungen bieten sollte.

Von **Philip Nerb**,
MFC, Analyst

Der Initiator

Die Global Skyline Capital GmbH, Frankfurt, wurde Ende 2007 gegründet. Gesellschafter des Emissionshauses ist zu 15 % die Deutsche Immobilien Leasing GmbH, eine Tochtergesellschaft der Deutschen Bank. Das Fondsangebot soll über freie Vertriebe und über den Vertriebskanal verschiedener Banken offeriert werden. Dies stellt eine Plazierung des für ein Erstlingswerk hohen Volumens in einer relativ kurzen geplanten Plazierungszeit (maximal 9 Monate) sicher. Zumindest einer der Geschäftsführer, Thomas Eisenbarth, ehemaliges Vorstandsmitglied der IdeenKapital AG, Düsseldorf, verfügt nachweislich über mehrjährige Erfahrung in der Konzeption und dem Vertrieb von geschlossenen Fonds für den deutschen Markt.

Auf Fragen im Rahmen der Analyse reagierte der Initiator innerhalb zweier Tage.

Schwächen | Erstlingswerk, damit noch keine Aussage möglich über die Qualität des Marktzugangs.

Stärken | Die Unternehmen und die Entscheider hinter dem Emissionshaus können eine langjährig erfolgreiche Tätigkeit in der Immobilienentwicklung vorweisen.

Der Prospekt

Mit über 210 Seiten fällt der Prospekt sehr umfangreich aus. Die Darstellung ist optisch ansprechend. Die vielschichtigen Verflechtungen der im Projekt eingebundenen Unternehmen sind übersichtlich aufgeschlüsselt, könnten aber tiefergehend erläutert sein.

Der Markt

China zeichnet sich auch in Zeiten der globalen Wirtschaftskrise durch ausgezeichnete Marktdaten aus. Gegen den Trend konnte China für das Gesamtjahr 2009 ein Wirtschaftswachstum generieren, das sich seit dem Jahreswechsel fortsetzt. China stellt einen Hauptmotor der Weltwirtschaft dar. Die enorme Nachfrage nach Grundstoffen der Industrie und Energie hat einen positiven Einfluß auf sämtliche Exportnationen. Einen grundsätzlichen

Mit 162.151 m² Verkaufsflächen zählt das Objekt zu den größten Einkaufszentren Chinas.

Nachholbedarf hat der chinesische Binnenmarkt. Das seit mehreren Jahren andauernde Wirtschaftswachstum hat speziell in den Großstädten zu einer kaufstarken Mittelschicht geführt, die konsumieren will. Wie der Initiator nachvollziehbar belegt, ist Einkaufen in der jungen Mittelschicht Chinas ein beliebtes Freizeitvergnügen. Dieses Phänomen läßt sich global beobachten bei liquiden Konsumenten: Durch ein exzessives Einkaufen speziell als hochwertig empfundener (internationaler) Marken wollen sich die jungen Besserverdienenden abheben vom Normalbürger. Man zeigt, was man hat und sich leisten kann. Dementsprechend boomen die Einkaufszentren Nordasiens. Strategisch sind sie in den besten Einkaufsstraßen positioniert.

Parallel zum steigenden Jahreseinkommen pro Kopf entwickelt sich das Einzelhandelsvolumen, beides mit Wachstumszahlen deutlich über 10% p. a. seit 1994. Nicht zuletzt dank der seit Jahrzehnten anhaltenden Urbanisierung Chinas und des wachsenden Pro-Kopf-Einkommens bietet der Einzelhandelsmarkt auf absehbare Zeit dem professionellen Marktteilnehmer unglaubliche Verdienstmöglichkeiten. Im hochpreisigen Zielsegment gelten im westlich orientierten China die gleichen Regeln wie in der westlichen Welt: Die sensible Käuferschicht will perfekte Unterhaltung geboten haben. Wer hier die Usancen kennt, wie die im Fondsprojekt eingebundenen Partner, kann den Markt aktiv dirigieren.

Stärken | Sehr positives Marktumfeld mit extremen Wachstumszahlen.

Die sensible Käuferschicht will perfekte Unterhaltung geboten haben.

Der Standort

Die Fondsimmobilie liegt in der Hauptstadt der Provinz Hebei, Shijiazhuang. Diese 9,5-Millionen-Metropole gilt als Stahlzentrum Chinas, gleichzeitig besitzt sie den einzigen Außenhandels- und Inlandshafen der Provinz. Der Makrostandort Shijiazhuang stellt wie so viele Millionenstädte Chinas ein Eldorado für Projektanten dar: Die Wachstumszahlen unter anderem in den Bereichen Bevölkerung, Wirtschaft, Konsum und Immobilien sind seit Jahren konstant zweistellig. Bei der gegenwärtigen Euphorie darf ein Investor nicht übersehen, daß mittelfristig nur qualitativ nachhaltige Angebote (speziell im Bereich Immobilien) eine Chance auf langfristige Auslastung bieten. Im vergleichbaren Boommarkt Indien läßt sich deutlich sehen, wie wenig möglichst schnell errichtete Objekte in Zeiten der Konsolidierung nachgefragt werden. Auch für die Metropole Shijiazhuang gilt: Die Lage einer Immobilie definiert ihre langfristige Attraktivität. Aktuell buhlen 7 große Kaufzentren um die Käufergunst, neben zahlreichen kleinteiligeren Anbietern. Das Fondsobjekt liegt in der größten Einkaufsstraße von Shijiazhuang, am Mittelpunkt des zentralen Geschäftsviertels. Die Lage ist damit sehr prestigeträchtig und sorgt für einen hohen Bekanntheitsgrad. Das umgebende Einkaufsgebiet Qiaodong konzentriert sich auf Angebote der oberen Preisklassen. Der Mikrostandort ist exzellent, die Verkehrsanbindung hervorragend. Vor dem Objekt liegen zahlreiche Buslinien, der Individualverkehr ist ebenfalls angebunden. Ein hausinternes Parkhaus ist vorhanden, somit kann zumindest eine kleine Zahl Besucher im Haus parken. Angesichts der großen Verkaufsflächen erscheint die Parkplatzzahl Makulatur, entspricht aber offensichtlich lokalem Marktusus.

Stärken | Standort ist für die Immobilie offensichtlich sehr gut geeignet.

Das Objekt / die Mieter

Der Fonds erwirbt ein im Dezember 2006 fertiggestelltes Einkaufszentrum, „The Future Mall“, zu 48%. Das 8stöckige Zentrum (2 davon unterirdisch mit 422 Tiefgaragenplätzen) ist Teil des größten Stahlbaus in Nordasien. Mit 162.151 m² Verkaufsflächen zählt das Objekt zu den größten Einkaufszentren Chinas. Der gesamte Gebäudekomplex genießt eine sehr hohe Bekanntheit auch außerhalb der Provinz, das Ensemble ist vielfach preisgekrönt als herausragende Konstruktion. Seit seiner Fertigstellung hat sich das Objekt in der Stadt und auch überregional etabliert. Die Bauausführung erfolgte durch renommierte Unternehmen, die nach internationalem Qualitätsstandard arbeiten. Für China bedeutet dies eine weit über dem Normalen liegende Bauqualität. Dies ist angemessen, da als Mieter vor allem auch internationale Anbieter angesprochen werden sollten.

Das Ensemble ist vielfach preisgekrönt als herausragende Konstruktion.

Die Anlage ist komplett an rund 510 teilweise internationale Mieter (sog. Kooperationspartner) vergeben. Aus deutscher Sicht eine Besonderheit und sehr positiv ist die optionale Koppelung der Mieteinnahmen an die Umsatzzahlen der Einzelhändler. Der Objektmanager bzw. der Betreiber des Einkaufszentrums verwaltet ein zentrales Zahl- und Abrechnungssystem sämtlicher im Einkaufszentrum getätigter Umsätze. Dies entspricht dem in China üblichen Geschäftmodell. In Deutschland ist das Modell der direkten Abrechnung üblich, wobei der Ladenbetreiber die eingekauften Güter mit Margen an den Konsumenten weiterverkauft und eine eigene Kasse betreibt. Die zwei Vorteile des chinesischen Modells für den Betreiber des Einkaufszentrums sind: kein Inventurrisiko und wachsende Mieteinnahmen durch steigende Umsätze. Grundsätzlich können die Mieter zwischen vier Kostenmodellen wählen, wobei nur eines davon umsatzunabhängig ist. Im Fondsobjekt sind (derzeit) ausschließlich die Einnahmen der Gastronomie und eines Kinos umsatzunabhängig. Seit Eröffnung Ende 2006 lag die Verdienstmarge für die Betreiber bei durchschnittlich 19%. Für die Fondsprognosen wurden konservative 15% veranschlagt.

Zusätzlich tragen die Mieter die vollen Instandhaltungskosten des Gebäudes. Generell sind die Kooperationsverträge aus Sicht der Fondsgesellschaft sehr positiv, da sie dem Objektmanager bzw. dem Betreiber ausgesprochen große Macht einräumen: Sie sind durch den Betreiber kündbar, sobald ein Partner einen zu geringen Umsatz erwirtschaftet; die Definition, was einen zu geringen Umsatz ausmacht, liegt alleine beim Betreiber. Die einzelnen Verträge haben eine übliche Laufzeit von 12 Monaten, grundsätzlich kann der Objektmanager bzw. der Betreiber damit sehr flexibel auf Marktveränderungen und Kundenverhalten reagieren.

Unter dem Strich wird die Bedeutung eines sehr guten Objektmanagers offensichtlich. Dieser hat für eine sehr hohe Attraktivität des Objekts für die Kunden und Kooperationspartner zu sorgen.

Stärken | Hochwertige und etablierte Bestandsimmobilie. Erfolgreiche Zusammenarbeit mit mehr als 500 teils internationalen Einzelhändlern.

Die Partner

Verkäufer und Betreiber der Fondsimmobilie sind zwei miteinander verbundene chinesische Unternehmen, Lifestyle International und die Beiren-Gruppe. Die Beiren-Gruppe ist zu 70% ein Staatsunternehmen im Eigentum der Stadt Shijiazhuang und zählt zu den 5 größten Handelsunternehmen Chinas. Beide Unternehmensgruppen sind landesweit erfahren im Betrieb von Einkaufzentren, wobei die Beiren-Gruppe auch andere Geschäftsfelder betreibt. Federführend für das Betreiben von „The Future Mall“ war Lifestyle International, die bis dato bei mindestens 7 vergleichbaren Einkaufszentren in Hongkong und auf dem Festland von der Entwicklung über die Vermietung bis zum Betrieb verantwortlich zeichnet. Die beiden Unternehmensgruppen haben die Fondsimmobilie über eine gemeinsame Tochter zusammen entwikkelt und vermietet und werden auch nach Übergabe an die Fondsgesellschaft für den Betrieb verantwortlich sein. Lifestyle International und die Beiren-Gruppe werden Miteigentümer des Fondsobjektes bleiben, damit ist über den Verdienst als Betreibergesellschaft eine hohe Leistungsmotivation gegeben.

Tatsächlich stellt die Arbeitsqualität der Betreiber vor Ort die Meßlatte für den Fondserfolg dar. Seit 2006 haben die Betreiber die Immobilie etabliert und für eine sehr hohe Akzeptanz von Kundenseite gesorgt. In eine Vielzahl von Veranstaltungen werden die Mieter mit eingebunden, so daß deren Wünsche und Ideen in die Planung mit einfließen können.

Wie bei Bestandsimmobilien üblich, findet eine rein formale (externe) Mittelverwendungskontrolle in Deutschland statt.

Die Objektgesellschaft ist mit einem 7köpfigen Direktorium ausgestattet, 3 Mitglieder werden von der Projektgesellschaft gestellt. Damit ist eine Kontrolle vor Ort durch die Fondsgesellschaft gegeben.

Stärken | Die sehr erfahrenen Partner sind am weiteren Erfolg des Objekts unmittelbar interessiert.

Das Konzept

Der Fonds erwirbt zu 48% ein Ende 2006 fertiggestelltes Einkaufszentrum in der chinesischen Millionenmetropole Shijiaz-

Die Fondsimmobilie liegt in der Hauptstadt der Provinz Hebei, Shijiazhuang.

huang. Der gesamte Gebäudekomplex gilt als größter Stahlbau Asiens und genießt einen sehr hohen Bekanntheitsgrad. Das Objekt ist etabliert und voll ausgelastet. Sämtliche Aspekte des Projektes sind, teils mehrfach, durch internationale Kanzleien überprüft. Der Objektwert ist angemessen, die rechtlichen Parameter sind überzeugend. Ebenso ist die Wirtschaftlichkeitsberechnung des Objekts positiv bewertet worden. Für den Fonds ergibt sich eine vergleichsweise hohe Planungssicherheit. Die Verkäufer garantieren aus dem Verkaufszwischengewinn (rund € 7,5 Mio.) die geplanten Ausschüttungen bis Ende 2011. Über eine geplante Fondslaufzeit von rund 8,8 Jahren soll der Anleger kumulierte Ausschüttungen von 251 % erhalten, was konservativ gerechnet ist. Über die Prognosen hinausgehende Rückflüsse werden hälftig mit dem Initiator geteilt, der damit nachrangig entlohnt wird. Die Investitionsquote fällt mit 87,23 % (incl. Agio) hoch aus, die Weichkosten liegen bei guten 15,24 % (incl. Agio).

Das Marktumfeld ist exzellent und zeigt seit Jahren ein stabiles und hohes Wachstum. Die Partner vor Ort sind sehr erfahren und betreiben mehrere vergleichbare Objekte in China. Da die Verkäufer weiterhin Miteigentümer bleiben und als Betreiber am Objekterfolg partizipieren, liegt eine hohe Leistungsmotivation vor. Die Beteiligungsschwelle für den Initiatorgewinn könnte meines Erachtens höher ausfallen. Andererseits wird dem Anleger ein gut durchdachtes Projekt geboten, das eine vergleichsweise gute Planbarkeit aufweist. Weil das Objekt bereits besteht, entfallen die üblichen Projektentwicklungsrisiken. Die Strukturen hinter dem Projekt sind ausgesprochen komplex, was der Projektgröße und dem Zielmarkt geschuldet wird. Hier dürften durchschnittliche Anleger leicht überfordert werden. Positiv und vertrauensbildend aus Anlegersicht wäre eine nennenswerte Eigenbeteiligung des Initiators am Projekt. Der Wechselkurs RMB-EUR ist vergleichsweise volatil, für den Anleger kann das zu erwartende Erstarken des RMB positive Auswirkungen auf die Fondsrendite haben. Positiv für den Fondsverlauf sind die umsatzabhängigen Einnahmen aus den Erlösen der Einzelhändler durch eine vom Asset-Manager koordinierte Verwaltung. Damit ergibt sich eine ausgeprägte Mehrertragschance.

Grundsätzlich halte ich das Erstlingswerk des Hauses Global Skyline für gelungen. Das Fondskonzept bietet im Vergleich zu Projektentwicklungen eine voraussichtlich niedrigere Rendite aufgrund der niedrigen Gewinnschwelle für die Initiatorbeteiligung. Auf der anderen Seite ist die Risikostruktur überschaubar, die Risikoprämie fällt durch die zu erwartenden Rückflüsse angemessen aus. Zumal das Mehrertragspotential dank der konservativen Prognosen substantiell ist.

Stärken | Junge Immobilie, die bereits am Standort etabliert ist. Exzellentes Marktumfeld. Sehr hochwertiges Objekt. Sehr erfahrene Partner, die aufgrund der Miteigentümereigenschaft am Wohl des Projekts interessiert sind.

Summa summarum

*halte ich das Angebot „China Shopping No. 1 The Future Mall“ des Initiators Global Skyline, Frankfurt, für sehr gut. Das Fondskonzept ist durchdacht und weist eine hohe Planerfüllungssicherheit auf. Insgesamt ist das Erstlingswerk gelungen, das Chancen-Risiko-Profil halte ich für ausgewogen. In meinen Augen hat das vorliegende Angebot eine Bewertung mit „**sehr gut**“ **(1-)** verdient.* ■

Zahlen und Fakten

Investitionsobjekt	„The Future Mall” in Shijiazhuang, Nordchina
Nutzungsart	exklusives Einkaufszentrum (6 Stockwerke) mit 422 Tiefgaragenplätzen (2 Tiefgeschosse)
Fertigstellung	Dezember 2006
Gesamtverkaufsfläche	162.151 m²
Vermietungsstand	komplette Auslastung durch rund 510 Einzelhändler
Einkommensart	Einkünfte aus Vermögensverwaltung
Laufzeit	geplant 8,8 Jahre, früheste Kündigung durch Anleger zum 31. 12. 2018 möglich
Plazierungsende	30. 09. 2010, prognostiziert 30. 04. 2010
Mindestbeteiligung	€ 10.000 plus 5 % Agio
Kommanditkapital	€ 62.106.238 zzgl. 5 % Agio
Fremdkapital	nein, nicht auf Ebene der Fondsgesellschaft
Ausschüttungen	6 % p. a. steigend auf 11,75 % p. a. (2018), kumuliert 251,16 %, Ausschüttungen über den Prognosen werden aufgeteilt 50:50 Anleger:Initiator
Weichkosten	15,24 % incl. Agio
Investitionsquote	87,23 % incl. Agio
Liquiditätsreserve	€ 802.000
Objektgutachten	technische und marktgerechte Bewertung liegt vor, dazu mehrere rechtliche und ein wirtschaftliches Gutachten zum Projekt
Objektbetreiber	Lifestyle International Holdings Ltd., Hongkong, und Shijiazhuang Beiguo Renbai Group Co., Ltd.
Mittelverwendungskontrolleur	externe Rechtsanwaltskanzlei
Alleinstellungsmerkmale	Objekt ist Teil des größten Stahlbaus in Asien und zählt zu den prominentesten Einkaufszentren in der Region. Etablierte Bestandsimmobilie. Verkäufer bleibt Miteigentümer und Betreiber.