

# Global Markets Real Estate PERSPEKTIVEN DER EINZELHANDELSIMMOBILIENMÄRKTE



Redaktionsschluss: 30.08.2017

Verantwortlich für den Inhalt: Deutsche Hypothekenbank

### Ansprechpartner

Andreas Pohl·phone + 49 511 3045-310 · email: andreas.pohl@deutsche-hypo.de – Vorsitzender des Vorstands –

Prof. Dr. Günter Vornholz · phone + 49 511 3045-640 · email: guenter.vornholz@deutsche-hypo.de (V.i.S.d.P.; Markt-Analyse)



Olaf Petersen · COMFORT Research & Consulting · phone + 49 40 300858-22 · email: petersen@comfort.de

www.Deutsche-Hypo.de

### Gliederung

Man	agement Summary	4		
1	Einzelhandelsimmobilienmärkte in Deutschland	5		
1.1	Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung	5		
1.2	Determinanten des Angebotes	6		
1.3	Determinanten der Nachfrage	9		
1.4	Mietentwicklung	10		
1.5	Der Investmentmarkt für Einzelhandelsimmobilien	12		
2	Die Digitalisierung und ihre Folgen für Einzelhandelsimmobilien	12		
2.1	Digitalisierung	13		
2.2	E-Commerce	15		
2.3	Neue Anforderungen an Einzelhandelsimmobilien	17		
Handelsimmobilien-Investmentmarkt: Perspektiven im Lichte der zunehmenden Online-Bedeutung von Olaf Petersen, COMFORT Research & Consulting				

### **Management Summary**

Der Einzelhandelsimmobilienmarkt in Deutschland befindet sich auf einem nachhaltigen Aufschwungspfad. Dies zeigt sich sowohl in einer steigenden Vermietungsnachfrage als auch auf dem Investmentmarkt. Die Einzelhändler profitieren von einer günstigen konjunkturellen Entwicklung mit einem Beschäftigungszuwachs. Das wirkt sich insgesamt positiv auf die Umsätze aus. Allein in diesem Jahrzehnt ist der Einzelhandelsumsatz um mehr als 20 v. H. gewachsen. Die starke Entwicklung hat sich bislang in diesem Jahr fortgesetzt und wird auch in den kommenden Jahren noch anhalten.

Dagegen fällt das Flächenwachstum im Einzelhandel nur unterdurchschnittlich aus. Nach Angaben des HDE gab es 2016 rund 124 Mio. Quadratmeter Einzelhandelsfläche. Ursächlich für diese schwächere Flächenexpansion ist u. a. die starke Zunahme des E-Commerce, der jährlich um gut zehn Prozent zulegen konnte. Dabei erzielten die Einzelhändler einen durchschnittlichen Flächenumsatz von ca. 3.900 Euro pro m².

Die guten Rahmenbedingungen auf den Vermietungsmärkten sind für Investoren interessant. Einzelhandelsimmobilien sind daher für sie eine attraktive Anlageform. Nach Büroimmobilien sind diese das zweitbeliebteste Asset für deutsche und vor allem für ausländische Investoren. Die Attraktivität zeigt sich ebenfalls in einer Rendite, die auf dem Niveau von Büroimmobilien liegt. Die Preise befinden sich auf einem Rekordniveau.

Die Mieten entwickeln sich hingegen sehr differenziert. In den 1a-Lagen einiger Top-Städte stagniert die Spitzenmiete, was u. a. auf das erreichte hohe Mietniveau zurückzuführen ist. In schwächeren Lagen sind die Mieten teilweise sogar gesunken.

Eine wichtige Einflussgröße für die zukünftige Entwicklung ist der Megatrend der Digitalisierung. Zum einen wird der stationäre Einzelhandel vom E-Commerce belastet. Auch wenn der Anteil des E-Commerce noch eher gering ist, weist dieser hohe Wachstumsraten auf. Dennoch steigt der Umsatz im stationären Einzelhandel weiter, auch weil der stationäre Einzelhandel entsprechende Online-Angebote macht. Zum anderen gibt es technische Neuerungen wie Virtual und Augmented Reality, die den Einzelhandel und die Immobilien selbst grundlegend verändern werden.

In einem Gastbeitrag geht Herr Olaf Petersen, verantwortlicher Geschäftsführer des Einzelhandelsspezialisten COMFORT für den Bereich Research & Consulting, auf die langfristigen Perspektiven des Handelsimmobilien-Investmentmarktes ein. Er analysiert die Aussichten dieser Assetklasse vor dem Hintergrund der zunehmenden Bedeutung des E-Commerce.

### 1 Einzelhandelsimmobilienmärkte in Deutschland

Der Markt für Einzelhandelsimmobilien wird wesentlich von der Entwicklung des Einzelhandels bestimmt. Neben gesamtwirtschaftlichen Einflüssen hängt diese vor allem von Veränderungen des Angebots und der Nachfrage ab.

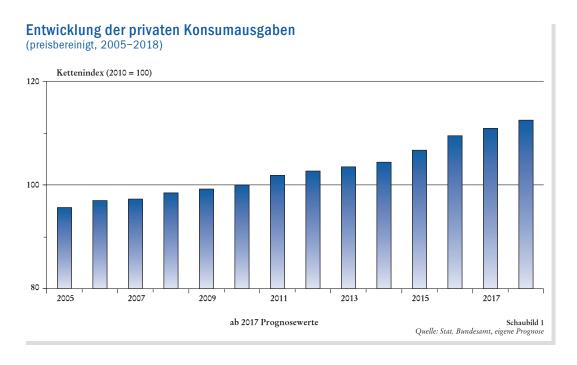
### 1.1 Die gesamtwirtschaftliche Entwicklung

Im vergangenen Jahr zeigte sich die deutsche Gesamtwirtschaft in einer guten Verfassung. Das Bruttoinlandsprodukt stieg im Jahr 2016 um 1,8 v.H. im Vergleich zum Vorjahr. Das Wachstum konnte damit an Dynamik zulegen. Für das laufende Jahr erwarten wir eine Stabilisierung mit einer Zunahme des BIP von 1,7 v.H. Im Jahr 2018 gehen wir von einem Wachstum von 1,8 v.H. aus. Neben dem Export ist die Inlandsnachfrage ein wichtiger Eckpfeiler der konjunkturell guten Lage in Deutschland. Hierzu zählt ebenfalls der private Konsum, der von einer ausgesprochen guten Beschäftigungssituation getragen wird.

Die Beschäftigungsdynamik bleibt anhaltend hoch. Die Zahl der Erwerbstätigen erreichte im März erstmals die 44 Mio.-Marke und steigt weiter. Im Vergleich zum Vorjahr bedeutet dies eine Zunahme um gut 650.000 Erwerbstätige. Verantwortlich für die gute Beschäftigungslage ist vor allem die Zunahme sozialversicherungspflichtiger Arbeitsverhältnisse. Geringfügige Beschäftigungen und selbstständige Erwerbstätigkeit haben demgegenüber überwiegend abgenommen. Wichtigste Stütze dieser positiven Entwicklung war der Dienstleistungssektor, gefolgt von der Baubranche und dem Produzierenden Gewerbe.

Die anhaltend hohe Beschäftigung in Deutschland zeigt sich in einer entsprechend niedrigen Arbeitslosenquote. Im Jahr 2016 sank diese auf 6,1 v. H. Für das laufende Jahr erwarten wir eine Fortsetzung dieses Trends und damit eine Arbeitslosenquote von 5,7 v. H., in 2018 wird der Wert weiter zurückgehen. Die anhaltend hohe Beschäftigung ist ein wichtiger stützender Faktor für die Nachfrage im deutschen Einzelhandel.

Der Anstieg der Verbraucherpreise fiel mit 0,5 v.H. im Jahr 2016 sehr gering aus. Bereits zum Ende des Jahres zeigte sich aber bereits eine dynamischere Entwicklung. Im Juli 2017 betrug die Inflationsrate im Vergleich zum selben Monat des Vorjahres 1,7 v.H. Einen ähnlichen Anstieg der Preise erwarten wir auch mittelfristig. Preistreiber waren vor allem Nahrungsmittel und Nettokaltmieten. Insgesamt betrachtet bleibt die Inflationsrate damit aber noch immer unterhalb des Inflationsziels der EZB von 2 v.H. und wirkt nicht wesentlich dämpfend auf das Konsumklima und damit die privaten Konsumausgaben.



Diese stiegen im vergangenen Jahr um 1,6 v.H. an, womit sie ihr kontinuierliches Wachstum fortsetzen konnten (vgl. Schaubild 1). Auch für die nächsten Jahre erwarten wir vom privaten Konsum positive Impulse für den deutschen Einzelhandel. Grundlage hierfür sind die gute Beschäftigungslage und das überdurchschnittlich positive Konsumklima bei den privaten Haushalten. Ebenfalls einen Beitrag leistet das durch die EZB geschaffene Niedrigzinsumfeld. Da die Bildung von Ersparnissen durch die niedrigen Zinsen unattraktiv ist, fließen Einkommenszuwächse der privaten Haushalte vermehrt in Konsumausgaben. Kurzfristig belebt dies die Nachfrage im Einzelhandel. In der langen Frist entstehen aber durchaus Risiken, wenn beispielsweise die private Altersvorsorge hierunter leidet.

Die Nominaleinkommen werden aufgrund der guten konjunkturellen Gesamtlage deutlich steigen. Aufgrund der nur geringen Inflationsrate sind daher in den kommenden Jahren überdurchschnittliche Steigerungen der verfügbaren Einkommen zu erwarten (vgl. Schaubild 2).

Neben der Dynamik der Kaufkraft ist für den Einzelhandel deren regionale Verteilung von wesentlicher Bedeutung. Nach Daten der GfK GeoMarketing vereinen die 25 einwohnerstärksten Kreise in Deutschland etwa ein Viertel der gesamten Kaufkraft. Die Pro-Kopf-Kaufkraft beträgt 2017 gut 22.000 Euro und ist damit im Vergleich zum Vorjahr um rund 1,7 v.H. gestiegen. Die höchste Pro-Kopf-Kaufkraft findet sich mit ca. 32.000 Euro im

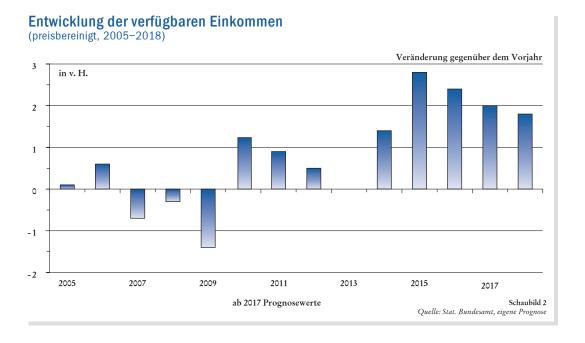
Landkreis Starnberg, das Schlusslicht bildet mit ca. 17.000 Euro der Landkreis Görlitz. Tendenziell zeigen sich die höchsten Kaufkraftwerte im Südwesten Deutschlands. Die niedrigsten Werte sind vor allem im Osten und in einigen Randlagen im Westen zu finden.

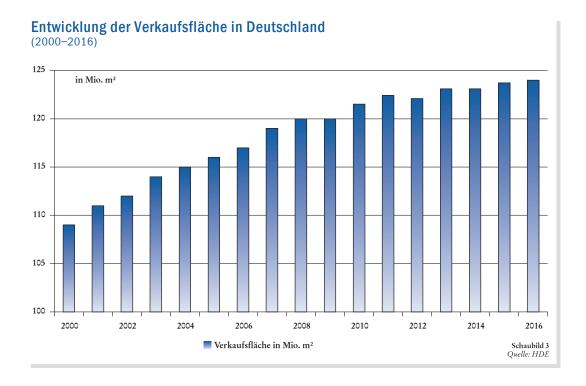
Das gesamtwirtschaftliche Umfeld ist damit für den Einzelhandel insgesamt sehr günstig. Verbraucher und Unternehmen sehen optimistisch in die Zukunft, sodass die Konjunktur auch von diesen Erwartungen getragen wird. Das größte Risiko für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung sehen wir in möglichen exogenen Schocks. Hier sind vor allem die Gefahr einer Hinwendung der US-amerikanischen Handelspolitik zu einer eher protektionistischen Strategie und die Folgen des Brexit zu nennen, die beide die Exportwirtschaft betreffen.

#### 1.2 Determinanten des Angebotes

Die Entwicklung der Verkaufsflächen ist ein Indikator für die Veränderung des Flächenangebots in Deutschland. Diese zeigt im gesamten Beobachtungszeitraum eine positive Tendenz. Lediglich im Jahr 2012 kam es, bedingt durch den Sondereffekt der Insolvenz der Schlecker-Gruppe, zu einem leichten Rückgang (vgl. Schaubild 3).

Insgesamt hat das Flächenwachstum aber an Dynamik verloren. Während es im Zeitraum 2000 bis 2005 noch 6,4 v. H. betrug, nahm es in den folgenden fünf Jahren noch um 4,3 v. H. zu.



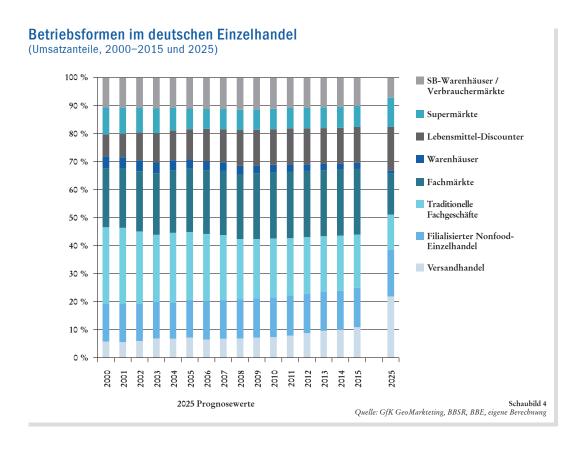


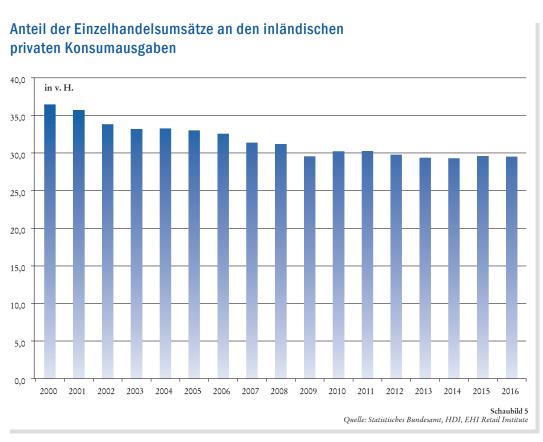
In der Zeit von 2011 bis 2016 schließlich sank das Flächenwachstum auf 1,6 v.H. Eine Ursache dieser Entwicklung ist das Ende der Boomphase bei den Shoppingcentern. Wurden in den vergangenen zwei Jahrzehnten jedes Jahr noch durchschnittlich mehr als zehn neue Shoppingcenter eröffnet, waren es im vergangenen Jahr nur drei. Das laufende Jahr wird mit voraussichtlich vier Neueröffnungen weit hinter den Zahlen der Hochphase zurückbleiben. Dies trifft die Entwicklung der Verkaufsflächen in besonderem Maße, da Shoppingcenter mit knapp 22.000 m² das Einzelhandelsformat mit der größten durchschnittlichen Objektfläche darstellen. Große Fachmarktzentren und Fachmärkte folgen hier mit deutlichem Abstand.

Diese Veränderungen sind ebenfalls Folge des tiefgreifenden Strukturwandels der Branche. Ehemals für den Einzelhandel typische Formate verschwinden zunehmend und werden durch alternative, moderne Konzepte ersetzt. Dies zeigt die Entwicklung der unterschiedlichen Betriebsformen anhand der Umsatzanteile (vgl. Schaubild 4). Wichtige Ursachen für den Strukturwandel sind die Digitalisierung, sich wandelnde Kundenpräferenzen und eine hohe Wettbewerbsintensität.

Einen stetigen Bedeutungsverlust weisen traditionelle Fachgeschäfte und Warenhäuser auf. Diese haben im Beobachtungszeitraum Umsatzanteile verloren. Seit 2008 sanken weiterhin die Anteile von SB Warenhäusern und Verbrauchermärkten. Demgegenüber konnten Fachmärkte, Lebensmitteldiscounter und Supermärkte zuletzt ihre Position halten. Die größten Steigerungen weist der Versandhandel auf. Dieser konnte von 5,7 v.H. im Jahr 2000 seinen Anteil auf 10,8 v.H. im Jahr 2015 erhöhen. Da der klassische Versandhandel jedoch stetig schrumpft, ist ausschließlich der dynamisch wachsende Onlinehandel für diese Entwicklung verantwortlich.

In einer Langfristprognose hat das BBSR untersucht, wie sich die Anteile der Betriebsformen bis 2025 entwickeln werden. So werden die traditionellen Fachgeschäfte weiter verlieren, ebenso wie die Warenhäuser. Die deutlichsten Einbußen zeigen sich bei den SB-Warenhäusern und Verbrauchermärkten. Der filialisierte Nonfood-Einzelhandel wird hingegen seine Position stabilisieren. Gleiches gilt für Fachmärkte, Lebensmittel-Discounter und Supermärkte. Die einzige Betriebsform mit einer Steigerung ist der Versandhandel. Für diesen wird eine Verdreifachung des Umsatzanteils erwartet. Hierfür ist allein der E-Commerce verantwortlich. Damit werden sich die Trends der vergangenen Jahre weiter fortsetzen und die Einzelhandelslandschaft nachhaltig verändern.





#### 1.3 Determinanten der Nachfrage

Für die Nachfrage im Einzelhandel gehen von der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung positive Impulse aus. Es ist aber zu berücksichtigen, dass nicht alle privaten Konsumausgaben dem Einzelhandel zu Gute kommen. Schaubild 5 zeigt die Entwicklung des Anteils der Einzelhandelsumsätze an den gesamten privaten Konsumausgaben.

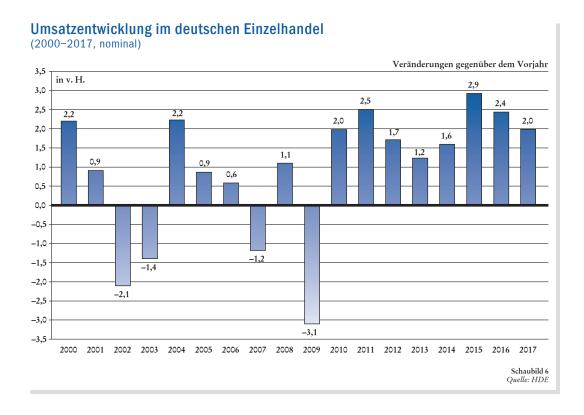
Der Anteil zeigt in der Dekade 2000 bis 2010 einen abnehmenden Trend. Er sank von 36,5 v. H. im Jahr 2000 auf gut 30 v. H. im Jahr 2010. Seither hat er sich aber auf diesem Niveau stabilisiert. Die Abnahme war dadurch begründet, dass vermehrt Ausgaben außerhalb des Einzelhandels getätigt wurden. Hier sind einerseits steigende Energiepreise zu nennen, andererseits aber ebenfalls steigende Ausgaben z. B. im Bereich Touristik und Freizeit. Die zuletzt festzustellende Stabilisierung lässt sich darauf zurückführen, dass die Verbraucher ihre gestiegenen Einkommen wieder im Einzelhandel ausgeben.

Ein Blick auf die Entwicklung der Umsätze des Einzelhandels bestätigt dies. Seit 2010 sind deutlichere Zuwächse zu verzeichnen, für das Jahr 2017 werden nach Schätzungen des HDE knapp 2 v.H. erwartet (vgl. Schaubild 6). Seit 2010 nahmen die Umsätze damit um 65,4 Mrd. Euro bzw. 15,3 v. H. zu und erreichen 2017 voraussichtlich 492,6 Mrd. Euro.

Die Umsatzzuwächse der vergangenen Jahre liegen weiterhin deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Die Einzelhandelsumsätze profitieren nachhaltig vom guten gesamtwirtschaftlichen Umfeld der vergangenen Jahre. Bleibt die gesamtwirtschaftliche Entwicklung von externen Risiken verschont und das Konsumklima und die Einkommenserwartungen weiterhin positiv, werden auch die Einzelhandelsumsätze steigen können. Allerdings wird sich das Wachstumstempo etwas verlangsamen, wie es schon die vergangenen beiden Jahre zeigen.

Die Entwicklung des Umsatzes blieb nicht ohne Folgen für die Flächenproduktivität im deutschen Einzelhandel. Nach dem krisenbedingten Tiefststand stieg diese wieder kontinuierlich an (vgl. Schaubild 7).

Die Flächenproduktivität erreichte 2016 einen Wert von knapp 3.900 Euro/m², was seit 2009 eine Zunahme von beachtlichen 11,6 v.H. bedeutet. Getragen wird diese Entwicklung von den steigenden Umsätzen des Einzelhandels, während die Verkaufsflächen nur noch moderat expandierten.





Die zunehmende Bedeutung des E-Commerce für den Einzelhandel wird deutlich, wenn bei der Berechnung der Flächenproduktivität der Gesamtumsatz um die Umsätze des E-Commerce bereinigt wird. Seit 2000 geht die Schere zwischen der Flächenproduktivität mit und ohne E-Commerce-Berücksichtigung immer weiter auseinander. So reduziert sich die Zunahme der Flächenproduktivität von 11,6 auf 6,9 v. H. Wesentliches Wachstum der Verkaufsflächen ist in den kommenden Jahren nicht zu erwarten, sodass wir von einer weiteren Zunahme der Flächenproduktivität ausgehen, deren Dynamik sich aber abschwächen wird.

#### 1.4 Mietentwicklung

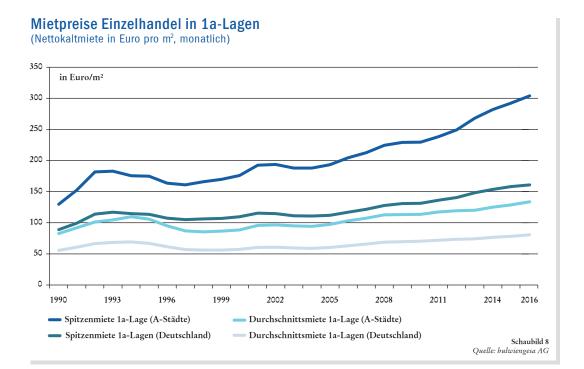
Die Mieten für den deutschen Einzelhandel weise sehr differenzierte Trends auf. In Abhängigkeit von Lage und Sortiment sind die Mieten unterschiedlich stark gestiegen.

Aufgrund der hohen Nachfrage wuchsen in der Vergangenheit die Mieten für Verkaufsflächen in den sieben A-Städten stärker (vgl. Schaubild 8), sodass sich auch der Abstand zwischen den verschiedenen Lagen erhöht hat. Die Spitzenmiete lag in den A-Städten 2016 um gut 170 Euro/m² über der Durchschnittsmiete. Diese Differenz fällt für Gesamtdeutschland mit knapp 80 Euro/m² wesentlich geringer aus.

Das höchste Mietniveau unter den Top-Städten hat trotz der letztjährigen Stagnation noch immer München. Berlin hat sich auf Platz zwei vorgeschoben und damit Frankfurt a.M. überholt. Auf Platz vier rangiert Düsseldorf, gefolgt von Hamburg und Köln, das Schlusslicht bildet Stuttgart.

Die Mietsteigerungen haben insgesamt an Schwung verloren. Im Jahr 2016 konnten nach Angaben von BNP Paribas nur in Berlin (+9,7 v.H.) und Düsseldorf (+1,8 v.H.) noch steigende Mieten beobachtet werden. In den anderen Top-Standorten stagnierten die Preise auf dem Niveau der beiden Vorjahre, in Frankfurt a. M. war 2016 sogar ein leichter Rückgang zu verzeichnen. Diese Entwicklung hat verschiedene Ursachen.

Zum einen haben die Mieten in den Spitzenlagen ein Niveau erreicht, welches für einige Handelskonzepte wirtschaftlich nicht mehr tragbar ist. Sie wandern daher eher in schwächere Lagen ab. Zudem tritt das standortbezogene Marketingziel verstärkt zugunsten des Wirtschaftlichkeitsaspekts in den Hintergrund. Dies reduziert den Spielraum für Mietzahlungen, da ein den modernen Kundenwünschen entsprechendes Ladenlokal inzwischen mit hohen Investitionskosten verbunden ist.



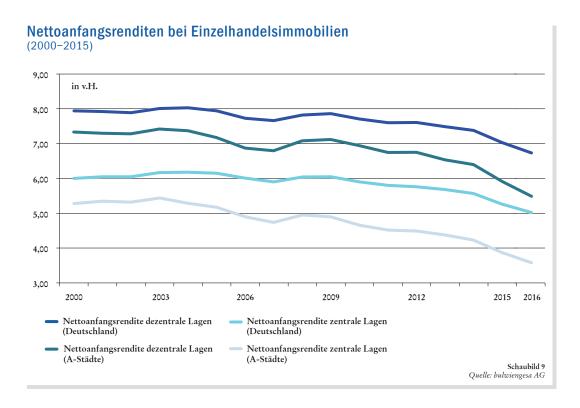
Zum anderen sind in den Top-Lagen in den vergangenen Jahren zusätzliche Flächen auf den Markt gekommen. Dies waren vor allem Projektentwicklungen und umfangreiche Refurbishments. Es ist daher davon auszugehen, dass die Mietentwicklung vorerst gebremst ist.

In den Top-Lagen bleibt die Nachfrage allerdings auf hohem Niveau. Hierzu tragen vor allem internationale Marken bei, die aufgrund der hohen Attraktivität den Markteintritt in Deutschland realisieren wollen. Es treten derzeit vor allem skandinavische (z.B. Clas Ohlson) oder US-amerikanische Unternehmen (z.B. Under Armour) auf. Diese haben hohe Anforderungen an die Qualität des Standortes, sodass sie kaum bereit sind, in schwächere Lagen auszuweichen. Finden sie keinen geeigneten Standort, werden diese Unternehmen eher ihre Zeitplanung anpassen als Ladenfläche "um jeden Preis" anzumieten.

Der durch den Onlinehandel wachsende Konkurrenzdruck für den stationären Einzelhandel führt außerdem dazu, dass nur noch solche Standorte nachgefragt werden, die wirtschaftlich erfolgreich betrieben werden können. Hierfür ist von wachsender Bedeutung, dass den Kunden ein Einkaufserlebnis geboten werden kann. Der anspruchsvolle Kunde sucht ein Ladengeschäft nicht nur wegen des Kaufwunsches auf. Vielmehr möchte er dies mit einem Erlebnis verbinden, das verschiedene Angebote (z.B. Gastronomie) einschließt. Ohne dieses Angebot an Erlebnisqualität verlieren Standorte deutlich an Attraktivität.

Eine weitere Entwicklung des Marktes für Einzelhandelsimmobilien ist eine Zweiteilung der Nachfrage: zum einen auf das hochpreisige Qualitätssegment und zum anderen nach Immobilien für Anbieter des unteren Qualitätssegmentes (z.B. Primark). Letztere benötigen vor allem großflächige Ladenlokale und sind expansiv ausgerichtet. Dies gilt bei geringerem Flächenbedarf ebenso für internationale Luxuslabels, die ihre Nachfrage auf die deutschen Top-Städte konzentrieren. Sie sind bereit, für geeignete Ladenlokale die hohen Mieten zu bezahlen. Verlierer dieser Konstellation ist das mittlere Qualitätssegment, welches zudem unter hohem Konkurrenzdruck durch Filialisten (z.B. H&M) steht.

Insgesamt sehen wir den dynamischen Anstieg der Mieten für Einzelhandelsflächen in den Top-Lagen zunächst gestoppt. Sie bleiben allerdings auf einem hohen Niveau, da eine anhaltend hohe Flächennachfrage besteht.



### 1.5 Der Investmentmarkt für Einzelhandelsimmobilien

Die gute Situation des deutschen Einzelhandels treibt daneben den Investmentmarkt für Einzelhandelsimmobilien. Insgesamt wurden 2016 am Investmentmarkt 12,4 Mrd. Euro umgesetzt. Im ersten Halbjahr 2017 wurden nach Angaben von Jones Lang LaSalle bereits 4,8 Mrd. Euro umgesetzt, was gegenüber dem ersten Halbjahr 2016 eine Zunahme von beachtlichen 20 v.H. bedeutet. Mitverantwortlich für die gute Entwicklung im ersten Halbjahr waren allein elf Transaktionen, die jeweils mehr als 100 Mio. Euro Volumen aufwiesen.

Der größte Anteil der Transaktionen entfiel mit 37 v.H. erneut auf Fachmärkte und Fachmarktzentren, wenngleich weniger deutlich als noch im Vorjahreszeitraum. Zulegen konnten gegenüber diesem Zeitraum Geschäftshäuser und Shoppingcenter. Sie kamen auf einen Anteil von 32 v.H. bzw. 26 v.H. am Transaktionsvolumen. Für den vergleichsweise hohen Anteil der Geschäftshäuser sind einige Portfoliotransaktionen verantwortlich, sodass sich der Anteil dieser Assetklasse im Jahresvergleich wieder normalisieren dürfte.

Die anhaltend gute Entwicklung schlägt sich in den Nettoanfangsrenditen nieder, die weiter gesunken sind (vgl. Schaubild 9). Vor allem das extrem hohe Transaktionsvolumen des Jahres 2015 hat die Preise in die Höhe getrieben und damit die Renditen unter Druck gesetzt.

### 2 Die Digitalisierung und ihre Folgen für Einzelhandelsimmobilien

Der Megatrend der Digitalisierung betrifft alle Bereiche der Gesellschaft und wirkt sich auf vielfältige Weise genauso auf den Einzelhandel aus. Besonders die Entwicklung des Handelsformates E-Commerce zeigt, dass sich der Einzelhandel durch den technologischen Fortschritt grundlegend verändert. E-Commerce meint dabei den Verkauf von Waren und Dienstleistungen mit Hilfe des Internets als Vertriebskanal. Die Veränderungen sind aber weit mehr als nur die Integration eines neuen Vertriebsweges zum Endkunden. Sie betreffen ebenfalls die Geschäftsmodelle und -prozesse des Einzelhandels und bewirken Änderungen der Anforderungen an die genutzten Immobilien. Im Folgenden soll zunächst der Begriff "Digitalisierung" erklärt werden, bevor auf die Auswirkungen auf den Einzelhandel und die von ihm genutzten Immobilien eingegangen wird.

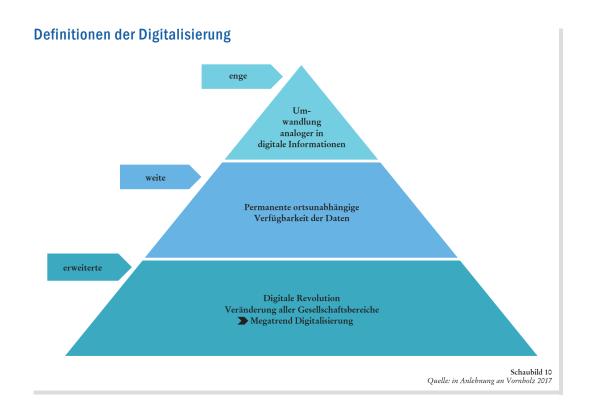
#### 2.1 Digitalisierung

In der engen und zugleich ältesten Abgrenzung wird unter Digitalisierung die Umwandlung analoger Informationen in digitale Daten verstanden, die dann mit Hilfe von Computern gespeichert und weiter bearbeitet werden können (vgl. Schaubild 10). Dies ist beispielsweise die Grundlage der Idee des "papierlosen Büros" gegen Anfang der 1980er-Jahre. Statt in raumbeanspruchenden Aktenordnern sollten Dokumente elektronisch auf Festplatten gespeichert werden und den Mitarbeitern mit Hilfe von PCs für ihre tägliche Arbeit zur Verfügung stehen.

Mit der weiteren technologischen Entwicklung erfuhr der Begriff der Digitalisierung eine umfassendere Auslegung. Vor allem das Internet und die mit ihm einhergehenden neuen Möglichkeiten für die Gestaltung von Prozessen und die dezentrale Verfügbarkeit von Daten erforderten dies. Mobile Computing und die Speicherung von Daten in der "Cloud" erweitern die Möglichkeiten der Nutzung erfasster Daten und machen sie vor allem jederzeit und ortsunabhängig verfügbar. Damit verlässt die Digitalisierung das unmittelbare Umfeld und vernetzt verschiedenste Anwender und Anwendungen miteinander.

Damit sind die Voraussetzungen dafür geschaffen, dass die Digitalisierung letztlich in alle Lebensbereiche vordringt. In der Folge wird von der "Digitalen Revolution" gesprochen, was wiederum eine erweiterte Definition von Digitalisierung impliziert. Die zunehmende Vernetzung und damit Verzahnung verschiedenster Lebensbereiche (Arbeitswelt, Freizeit, Gesellschaft) basiert auf der immer weiter voranschreitenden Durchdringung der Gesellschaft mit moderner Informations- und Kommunikationstechnologie. Neben der realen Welt wird damit ein virtueller Bereich geschaffen, wodurch sich die Gesellschaft nachhaltig verändert. Im Falle des industriellen Sektors hat sich für diesen Prozess die Bezeichnung "Industrie 4.0" etabliert.

Die erweiterte Definition begreift Digitalisierung damit nicht mehr nur als einen rein technologisch geprägten Begriff. Die zunehmende Adaption der Technologie verändert das gesellschaftliche Miteinander und kann in der Folge zu disruptiven Entwicklungen führen. Durch das Entstehen neuer Geschäftsmodelle und -prozesse verlieren traditionelle Vorgehensweisen an Bedeutung. Die Integration der Innovationen der Digitalisierung wird für Unternehmen so zu einem wesentlichen Erfolgsfaktor. Da dies branchenübergreifend gilt, ist der Einzelhandel ebenfalls betroffen. Bereits



in den vergangenen Jahren hat die wachsende Bedeutung des E-Commerce dies gezeigt, wobei das nur eine Facette der Digitalisierung darstellt.

Für die Digitalisierung des Einzelhandels sind unterschiedliche Technologien von grundlegender Bedeutung (vgl. Schaubild 11). Als Basistechnologie ist die Informations- und Kommunikationstechnologie anzusehen. Sie schafft die Grundvoraussetzungen für die Digitalisierung. Es müssen außerdem moderne Mittel wie Cloud-Computing und Mobile Computing zur Verfügung stehen, um Prozesse erfolgreich digital zu transformieren.

Im Falle des Cloud-Computing werden nicht mehr alle Ressourcen zur Informationsverarbeitung auf einem lokalen Rechner bereitgestellt. Es wird vielmehr eine ortsungebundene Verbindung zum Internet geschaffen, in welchem in der Cloud alle Dienste und Daten bereitgestellt werden. Daneben kann die Speicherung von Daten in der Cloud erfolgen. Beides ermöglicht sehr kleine und damit mobile Endgeräte, die nicht mehr über große Speicherkapazität, sondern eher über gute Zugangsmöglichkeiten zu unterschiedlichen Netzwerktypen (mobiles Netz, WLAN, LAN) verfügen müssen.

Die mobilen Endgeräte wie Smartphones oder Tablets ermöglichen das Mobile Computing. Sie sind in der Lage, ortsungebunden und zu jeder Zeit eine Verbindung zum Internet aufzubauen. Sie ermöglichen damit eine uneingeschränkte Kommunikation und Datenverfügbarkeit, wobei sie ähnlich leistungsfähig wie ein PC sind.

Auf dieser Basis setzen insbesondere fünf für den Einzelhandel bedeutende Technologien auf: Data Science, Artificial Intelligence, Plattformen und Portale, Sensoren sowie Virtual und Augmented Reality.

Unter Data Science wird die zielgerichtete Auswertung großer Datenmengen ("Big Data") verstanden, um einerseits spezifische Informationen beispielsweise über einzelne Kunden und deren Präferenzen zu erhalten sowie andererseits auf Basis dieser Daten aussagekräftige Prognosemodelle zu entwickeln, z.B. für die Anpassung einer Unternehmensstrategie.

Artificial Intelligence (Künstliche Intelligenz) meint im Allgemeinen den Versuch, menschliche Intelligenz nachzubilden. Computer sollen in Lage versetzt werden, Probleme eigenständig zu lösen. Wichtige Instrumente in diesem Bereich sind wissensbasierte Systeme sowie Software zur Mustererkennung und -vorhersage.

Bei Plattformen und Portalen handelt es sich um Zugangspunkte in ein Netzwerk. Ein Portal stellt dabei dem Nutzer personalisierte Inhalte und Anwendungen für bestimmte Zwecke zur Verfügung. Eine Plattform bietet

#### Ausgewählte Technologien der Digitalisierung

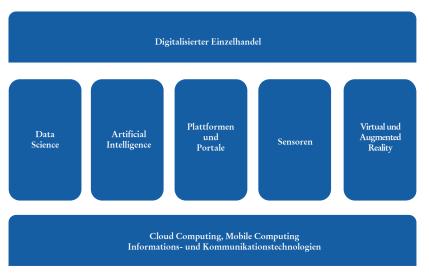


Schaubild 11 Quelle: in Anlehnung an Vornholz 2017 dagegen unabhängig von der Basiskomponente Anwendungen an. Vielfach werden beide Begriffe synonym verwendet.

Mit Hilfe von Sensoren lassen sich Daten über physikalische und chemische Eigenschaften (Temperatur, Luftfeuchtigkeit, Sauerstoffgehalt o.ä.) erheben. Dabei werden die Informationen in elektrische Signale und damit digitale Informationen umgewandelt, sodass beispielsweise die Heizung/Lüftung in einem Ladenlokal vollautomatisiert arbeiten kann.

Die Virtual Reality ist eine computergestützt mit Hilfe von 3D-Bildern und zumeist auch Ton erschaffene künstliche Wirklichkeit. Zur Übertragung werden Großbildleinwände oder spezielle VR-Brillen benutzt, wobei letztere häufig das Smartphone nutzen. Bei Augmented Reality wird die tatsächliche Wahrnehmung mit situationsbezogenen zusätzlichen Informationen in Echtzeit erweitert. Dies kann mit Hilfe von Datenbrillen geschehen, die beispielsweise bei der Ansicht eines Produktes Informationen zu diesem Produkt einblenden.

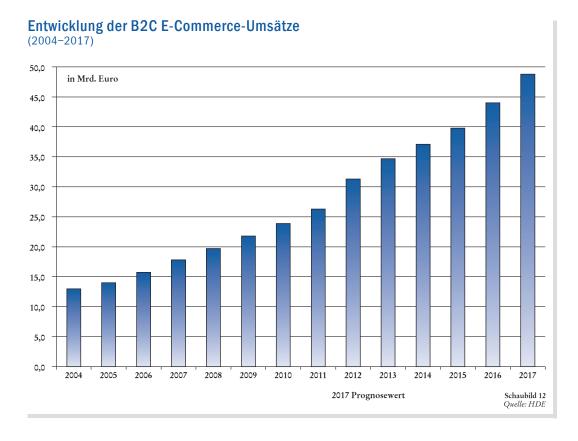
Aus dem Zusammenspiel der neuen technischen Möglichkeiten und einem deutlich wandelnden Käuferverhalten ergeben sich nachdrückliche Veränderungen für den Einzelhandel.

#### 2.2 E-Commerce

Die Digitalisierung hat bereits zu grundlegenden Veränderungen im deutschen Einzelhandel geführt. E-Commerce hat in den vergangenen Jahren kontinuierlich Umsatzanteile gewinnen können (vgl. Schaubild 12). In der vergangenen Dekade konnten die E-Commerce-Umsätze um 270 v. H. zulegen, im Vergleich dazu stieg der Gesamtumsatz im Einzelhandel lediglich um 15,2 v. H.

Für das laufende Jahr erwartet der HDE für den Online-Handel ein weiteres Wachstum von gut 10 v. H., was absolut einem Betrag von rund 5 Mrd. Euro entspricht. Damit setzt sich das dynamische Wachstum des Vorjahres fort. Der Gesamtumsatz im E-Commerce erreicht 2017 dann knapp 50 Mrd. Euro. Trotz dieses dynamischen Bedeutungszuwachses kommt der Onlinehandel aber bei weitem nicht an die Umsatze des stationären Einzelhandels heran, welcher 2017 rund 440 Mrd. Euro erreichen wird. Somit liegt sein Anteil an den Gesamtumsätzen der Branche bei knapp 10 v. H.

Die Online-Sparte gewinnt kontinuierlich Umsatzanteile und erhöht damit den Wettbewerbsdruck auf die stationären Händler. Die dominierende Position des stationären Ein-





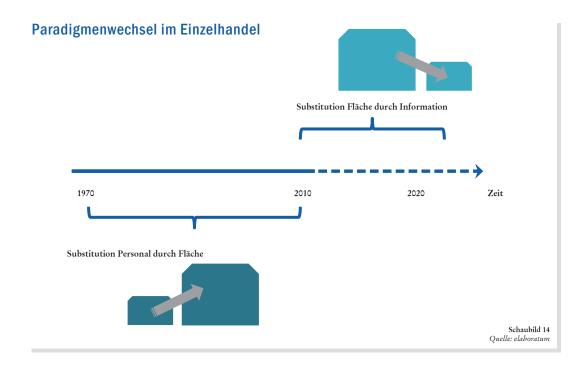
zelhandels bei den Umsätzen wird langfristig aber nicht durch den E-Commerce gefährdet (vgl. Schaubild 13). Dies ist vor allem darin begründet, dass der stationäre Handel dem Kunden die Möglichkeit gibt, die Ware zu erfahren. Das kann der Onlinehandel nicht leisten. Zudem legen Kunden vermehrt hohen Wert auf die Vermittlung eines Einkaufserlebnisses. Diese Erlebnisqualität kann E-Commerce ebenfalls nicht bieten. Andererseits punkten Online-Shops mit jederzeitiger Verfügbarkeit, einer hohen Informationsdichte und einem Lieferservice direkt zu den Kunden.

Die Verknüpfung der Vorteile der beiden Handelsformate führt zu neuen Vertriebsstrategien, die von immer mehr Marktteilnehmern adaptiert werden: Multi-, Cross- und Omnichannel-Vetrieb. Im Fall von Multichannel-Vertrieb werden mehrere ausgewählte Vertriebswege genutzt. Diese bleiben aber kaufmännisch, organisatorisch und logistisch getrennt. Werden die Vertriebskanäle auf dieser Ebene miteinander verknüpft, wird aus dem Multi- der Crosschannel-Vertrieb. Von Omnichannel-Einzelhandel wird gesprochen, wenn alle zur Verfügung stehenden Informations- und Vertriebswege genutzt werden, um mit den Kunden in Kontakt zu treten.

Der stationäre Einzelhandel nutzt vermehrt Multi- oder Crosschannel-Strategien, um seine Wettbewerbsposition zu erhalten und an der Entwicklung im E-Commerce teilzuhaben. Die Nutzung digitaler Medien zur Verbreitung von Informationen zum Sortiment oder zu einzelnen Produkten stellen einen Einstieg in die Digitalisierung dar. Auf der anderen Seite eröffnen ehemals reine Internethändler zunehmend in den 1a-Lagen Ladengeschäfte, um den Kunden die gewünschte Erlebnisqualität bieten zu können und die Ware "erfahrbar" zu machen. Dabei ist die Bevorratung der Ware im Ladenlokal nicht notwendig, da die Zustellung der Ware auch mit der bereits vorhandenen Logistikkette erfolgen kann.

Die Digitalisierung löst im Einzelhandel aber nicht nur einen bloßen Strategiewechsel aus, es handelt sich vielmehr um einen Paradigmenwechsel (vgl. Schaubild 14). Beginnend in den 1970er-Jahren wurden Handelsformate präferiert, die weniger personalintensiv waren, dafür aber einen vergleichsweise hohen Flächenbedarf aufwiesen. Fachpersonal wurde dabei durch Aushilfen ersetzt und die Selbstbedienung des Kunden gehörte ebenfalls zum Konzept. Der Kunde selbst erwartete keine fachliche Beratung mehr. Ein entsprechendes Flächenwachstum im Einzelhandel war die Folge, das zu einer entsprechend sinkenden Flächenproduktivität führte.

Seit einigen Jahren ist das starke Flächenwachstum im deutschen Einzelhandel vorbei. Die Verkaufsflächen wachsen moderat, während die Umsätze überproportional zunehmen. Ein Anstieg der Flächenproduktivität war die Fol-



ge (vgl. Schaubild 5). Auf den Verkaufsflächen findet eine zunehmend aufwendigere Warenpräsentation statt. Vermehrt werden Produktinformationen dem Kunden online zur Verfügung gestellt. An die Verkaufsflächen selbst werden andere Anforderungen gestellt.

Neben der technologischen Entwicklung ist die Veränderung der Kundenpräferenzen in Bezug auf die Dienstleistung des Einzelhandels ein wesentlicher Faktor für den Strukturwandel. Der Kunde nutzt die neuen Technologien beruflich und privat und erkennt deren Nutzen. Somit wird auch vom Einzelhandel erwartet, jederzeit erreichbar zu sein. Zudem wünscht der Kunde im Zuge der Individualisierung der Gesellschaft eine auf ihn und seine Bedürfnisse abgestimmte Ansprache und Informationsaufbereitung. Dies kann der stationäre Handel ohne den Einsatz von Informations- und Kommunikationstechnologien nicht leisten. Durch mit dem Smartphone im Ladengeschäft abrufbare oder in Datenbrillen eingeblendete individualisierte Produktinformationen kann der Kunde direkt angesprochen werden. Aktuell verursacht die hierfür erforderliche Technologie allerdings noch so hohe Kosten, dass deren Verbreitung begrenzt ist.

Im Gegensatz dazu ist der stationäre Handel an geeigneten Standorten in der Lage, die ebenfalls gewünschte Erlebnisqualität des Einkaufs sicherzustellen. Klassische Innstadtlagen bieten neben dem Einzelhandel Gastronomie, Kultur und Ambiente an, was die Verweildauer und Zufriedenheit der Kunden erhöht. Zudem werden so ideale Bedingungen für Spontankäufe geschaffen, die es in Online-Shops selten gibt.

Der Strukturwandel im deutschen Einzelhandel schlägt sich in einem geänderten Anforderungsprofil an Einzelhandelsimmobilien nieder, die im Folgenden näher betrachtet werden.

### 2.3 Neue Anforderungen an Einzelhandelsimmobilien

Die neuen Anforderungen betreffen vor allem zwei Bereiche: Den Standort des Ladenlokals und die Geschäftsfläche selbst.

Der wesentliche Erfolgsfaktor für eine Einzelhandelsimmobilie bleibt deren Lage. Da diese im Nachhinein nicht mehr verändert werden kann, ist diese sowohl für die Einzelhändler als auch für Projektentwickler bei Neuentwicklungen oder umfangreichen Refurbishments von herausragender Bedeutung. Eine gute Lage zeichnet sich dabei durch eine hohe Kundefrequenz, eine hohe einzelhandelsrelevante Kaufkraft, gute Zentralität und ein qualitativ hochwertiges Ambiente für das Einkaufserlebnis aus.

Die Digitalisierung wird daher in den 1a-Lagen der Big-7-Städte sowie in Großstädten mit hoher Zentralität den Wettbewerb um die

nur begrenzt zur Verfügung stehenden Flächen auf hohem Niveau halten. Onlinehändler auf der Suche nach repräsentativen Ladenlokalen präferieren neben Markenartiklern des gehobenen Segments und internationalen Filialisten diese Standorte. Dabei werden sie bereit sein, die relativ hohen Mietkosten zu tragen. Der wirtschaftliche Erfolg der einzelnen Immobilie hängt aber auch an diesen Standorten davon ab, ob die Verkaufsflächen den weiter unten beschriebenen gewandelten Anforderungen genügen. Ist dies nicht der Fall, wird die zukünftige Vermarktung dieser Objekte schwierig. Dies gilt ebenso für Objekte in den Randlagen der Top-Standorte. Daher wird sich der Einzelhandel in den Zentren konzentrieren, dies gilt umso mehr, wenn die Zentren durch den Öffentlichen Personennahverkehr gut erreichbar sind.

In den Großstädten können von der Digitalisierung die Innenstadtlagen im Gegensatz zu den Randlagen profitieren. Entscheidend hierfür ist, dass sie eine hohe Zentralität aufweisen. In Kombination mit einer hohen Aufenthaltsqualität kann der Einzelhandel an diesen Standorten Cross- oder Omnichannel-Strategien nutzen, um viele Kunden anzusprechen.

Städte ohne diese Versorgungsfunktion oder mit strukturschwachen Innenstädten werden neben Kommunen in den sogenannten "Speckgürteln" der Metropolen die Verlierer der Digitalisierung des Einzelhandels sein. Hier liegt der Fokus der Akteure eher auf Anpassungen an eine sinkende Nachfrage mit dem entsprechenden Rückbau von Verkaufsflächen. Dieser Prozess wird durch die Möglichkeiten der Digitalisierung noch beschleunigt werden.

Nach dem Standort einer Immobilie ist für Einzelhändler das äußere Erscheinungsbild ein wesentliches Kriterium bei der Auswahl eines Objektes. Die Anforderungen werden durch die Digitalisierung kaum beeinflusst. Andere Einflussfaktoren auf das äußere Baudesign sind maßgeblich, wie z. B. der Wunsch, durch die Fassade und den Eingangsbereich die Markenbotschaft zu transportieren.

Auch eine Immobilie in guter Lage ist für den Einzelhandel nur bedingt attraktiv, wenn sie die Anforderungen der Handelsunternehmen an ihre Ladenlokale nicht erfüllen kann. Gerade diese Anforderungen erfahren durch die Digitalisierung einen erheblichen Wandel. Bei Objekten in gleicher Lage wird damit die Gebäudebeschaffenheit ein wettbewerbskritischer Faktor.

An dritter Stelle folgt aber bereits die Flexibilität der Verkaufsfläche, gefolgt von der Funktionalität der Immobilie. Beides Kriterien, die durch die Digitalisierung wesentlich beeinflusst werden.

Gerade hinsichtlich des Flächenbedarfs bringt die Digitalisierung Veränderungen mit sich. Da nicht mehr alle Waren in einem an das Ladenlokal angeschlossenen Lager vorgehalten werden müssen, entfällt der Bedarf an diesen Flächen. Aus den weniger benötigten Lager- und Nebenflächen, zumeist im hinteren Ladenbereich, lassen sich nur mit einigem Aufwand Verkaufsflächen machen. Wie das Zoning-Modell zeigt, nehmen mit zunehmender Entfernung von der Straßenfront die Umsätze ab. Da dies zumeist auf die Nebenflächen zutrifft, lassen sich nur geringe Umsatzzuwächse realisieren. Somit ist die Wirtschaftlichkeit der Umwandlung gegebenenfalls nicht gegeben. In Zukunft werden somit eher kleinere, flexible Ladenkonzepte gefragt sein.

Neben dem Shop-Design wird die technische Ausstattung der Immobilien im Zuge der Digitalisierung ein wichtiger Faktor. Ist die Kabelführung in vielen derzeitigen Ladengeschäften in einer Zwischendecke, wird sie in Zukunft mehr und mehr in die Böden integriert werden. In speziellen Kanalsystemen können vor allem Netzwerkkabel und Elektroinstallationen flexibel an jeden Ort verlegt werden. Dies ermöglicht beispielsweise die variable Positionierung von Self-Service-Terminals, an denen die Kunden selbst ihre Waren einscannen und bezahlen. Zudem können so im Verkaufsraum verteilt Zugangspunkte gelegt werden, um entweder WLAN mit ausreichender Kapazität verfügbar zu machen oder Infoterminals und Barcodescanner ins Netzwerk zu integrieren. Die WLAN-Versorgung spielt beim Einsatz von Geräten für Virtual und Augmented Reality eine große Rolle, da diese mit Hilfe dieser Technologie ihre Datenkommunikation abwickeln. Die Netzwerke müssen insgesamt in der Lage sein, große Datenmengen schnell zu übertragen, ohne die eine Echtzeitversorgung der Kunden mit Informationen nicht möglich ist.

Aus bautechnischer Sicht führt die Digitalisierung zu keinen wesentlichen Änderungen. Die Stützenfreiheit ist noch immer das wesentliche Kriterium in diesem Bereich, wird doch hiermit wiederum die Flexibilität der Flächen gesichert. Allerdings ist beim Baukörper darauf zu achten, dass er Mobilfunkübertragungen nicht behindert. Im Gebäude wäre es andernfalls nicht möglich, die Kunden mit Information auf ihren Smartphones zu versorgen.

Damit beeinflusst die Digitalisierung zum einen die Standortanforderungen an Einzelhandelsimmobilien und zum anderen deren Ausstattungsprofil. Die richtige Immobilie am richtigen Standort bleibt aber auch im digitalen Zeitalter Grundvoraussetzung für deren erfolgreiche Vermarktung.

### Handelsimmobilien-Investmentmarkt: Perspektiven im Lichte der zunehmenden **Online-Bedeutung**

Olaf Petersen, COMFORT Research & Consulting



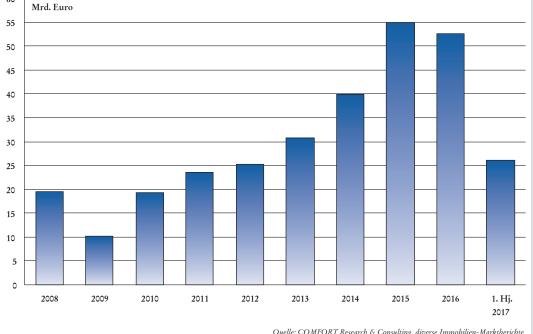
### I. Hausse am Markt für Gewerbeimmobilien

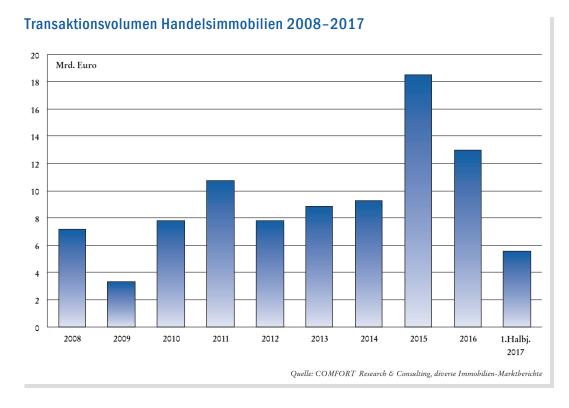
Der deutsche Gewerbeimmobilienmarkt befindet sich aktuell in einer außerordentlichen Gemengelage. Mit Blick auf eine starke gesamtwirtschaftliche Performance 8-9 Jahre nach der Finanzkrise müssten die Zinsen sich eigentlich auf einem relativ hohen oder zumindest Normalniveau bewegen. Sie befinden sich aber – EZB-Chef Draghi sei Dank - im Kontext der besonderen ,Bekämpfung' einer vermeintlichen Deflation und im Geleitzug der Eurozone zur Stabilisierung südeuropäischer Länder auf einem historisch niedrigen Niveau. Klassische Wertpapieranlagen fallen zur Wertsicherung hierzulande weitgehend aus. Demgegenüber boomt die deutsche Wirtschaft - mit einem sich auf Höchstniveau bewegenden Ifo-Index - und verbessert sich die Arbeitsmarktlage Monat für Monat mit säkular deutlich steigender Beschäftigung bzw. abnehmender Arbeitslosigkeit.

In einem solchen spezifischen Umfeld ist es sehr lohnend sich mit Anlagen in deutschen Gewerbeimmobilien zu befassen und dies tun jenseits der naheliegenden Investoren hierzulande und im Euro-Raum immer stärker auch internationale Player mit globalem Hintergrund. Diese Entwicklungen stimulieren kräftig Nachfrage, Transaktionen und Kaufpreise. So ist das Transaktionsvolumen für Gewerbeimmobilien in Deutschland seit dem Krisenjahr 2009 sukzessive deutlich gewachsen. Bis auf einen Höchstwert von rd. 55 Mrd. Euro in 2015, der dann in 2016 nicht mehr ganz, aber weitgehend gehalten werden konnte. Im laufenden Jahr könnte der Zyklus-Spitzenwert sogar durchaus wieder übertroffen bzw. sollte zumindest ein Niveau von 50 Mrd. Euro plus erreicht werden. Dies entscheidet sich primär an der Verfügbarkeit adäquater Assets, die Nachfrage stellt gegenwärtig keinerlei Engpassfaktor dar. Es herrscht enormer Anlagedruck mit der Folge dass jenseits der CORE-Assets als ,Klassiker' in diesen engen Märkten auch andere Produkte zunehmend in den Fokus kommen.

### Mrd. Euro 55 50

Transaktionsvolumen Gewerbeimmobilien 2008–2017





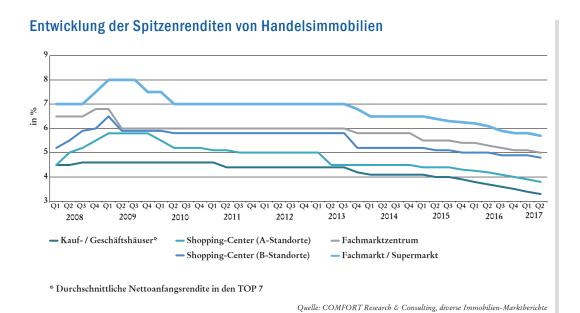
## II. Handelsimmobilien mischen vorne mit, andere aber zunehmend auch

Die Entwicklung im Handelsimmobiliensektor der letzten Jahre und jüngeren Vergangenheit folgt in großen Zügen den allgemeinen Gewerbeimmobilientrends, weist allerdings auch diverse Spezifika auf. Nach dem Krisenjahr 2009 ist das Transaktionsvolumen für Handelsimmobilien über die Jahre ganz erheblich angestiegen. Waren es seinerzeit lediglich gut 3 Mrd. Euro p.a. wurde mit steigender Tendenz zwischen 2010-2014 jeweils ein Niveau von zwischen 5 und gut 10 Mrd. Euro p.a. erzielt. In 2015 gab es dann einen regelrechten Sprung auf gut 18 Mrd. Euro mit einem Rückgang auf rund 13 Mrd. Euro in 2016, der wie allgemein im Gewerbesektor auch hier klar auf einen "Mangel" an verfügbaren Produkten zurückzuführen war. Die Nachfrage drängt breit gefächert von verschiedensten Investorengruppen (Fonds, Pensionskassen, Versicherungen, Family Offices u.a.) in den Markt und übersteigt bei weitem das Angebot, was entsprechenden Druck Richtung steigender Kaufpreise bzw. sinkender Renditen ausübt.

In diesem Szenario erweitern viele Investoren ihren Anlagefokus auf einen deutlich größer gewordenen Kreis von Städten jenseits der A-Städte. Auch kommen verstärkt CORE+ und Value Add-Produkte in den Ankauf und die Prüfung und im Zuge dieser Entwicklungen werden auch Projektentwicklungen immer interessanter. Diese Trends sind Ausdruck der geringen Opportunitäten wie auch Renditen, denn die Investoren versuchen auf diese Weise die gegebenen Markt-Friktionen zu überwinden. Auf der anderen Seite nehmen seitens der Verkäufer die Aktivitäten deutlich zu, Immobilen-Portfolios, zu schnüren' und zu veräußern.

Angesichts der außerordentlichen Überschussnachfrage befinden sich die Handelsimmobilien-Renditen auf den Märkten assetklassen- übergreifend aktuell auf einem Alltime-Low. Die klassischen Core-Assets der 1A-Geschäftshäuser und gute Shopping-Center markieren dabei weiterhin das untere Ende im Renditengefüge, als Ausdruck der in der Vergangenheit erwiesenen Nachhaltigkeit dieser Lagen und Objekte. Während in den TOP-Städten die Renditen jüngst noch weiter 'abgebröckelt' sind, war dies in den Mittelstädten nicht mehr weiter feszustellen.

Mit dem Blick ,nach vorne' ist aber zu berücksichtigen, dass die Phase der andauernden Yield-Compression nunmehr langsam dem Ende zuzugehen scheint; in jedem Fall rückt am Horizont die ,Zinswende' immer näher.



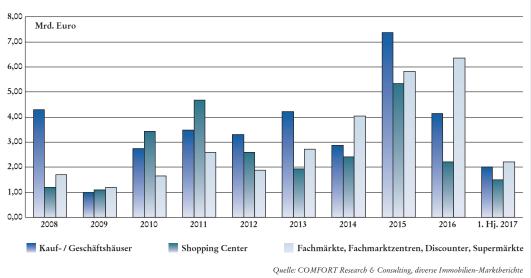
Bezogen auf die absoluten Volumina nach großen Retail-Assetklassen stellt sich das Bild über die vergangenen Jahre recht uneinheitlich dar. In den letzten Jahren haben jenseits der o.g. 'Klassiker' die übrigen Retailobjekte in den Bereichen Fachmärkte, Fachmarktzentren, Supermärkte und Discounter tendenziell an Bedeutung gewonnen. Dies ist auch im Zusammenhang mit der zunehmenden Anzahl von Portfolio-Deals zu sehen, denn gerade in diesen kleinteiligeren Segmenten sind derartige Aktivitäten typischerweise sehr ausgeprägt. Aber auch das Thema E-Commerce und Mietentwicklung spielt bei der Strukturentwick-

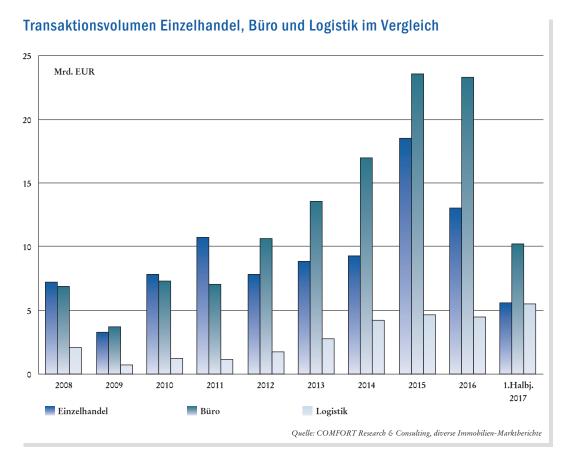
lung der Transaktionen durchaus eine Rolle (siehe unten).

Ganz generell nehmen die Handelsimmobilien unter den Gewerbeimmobiliensektoren<sup>1</sup> in der Regel den Rang 2 ein. Investor's Darling und traditionelle Nr. 1 ist die Büroimmobilie, die seit 2012 immer vor den Handelsimmobilien gelegen hatte. Die anderen Spezial-Gewerbeimmobilienarten oder auch Entwicklungsgrundstücke spielten dagegen in der Regel eine

Der gewerbliche Wohn-Immobiliensektor ist hier gemäß gängiger Praxis komplett unberücksichtigt.







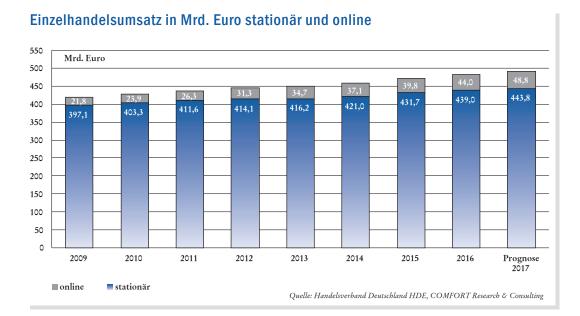
klar untergeordnete Rolle. Jedoch erscheint in dieser Form, die Marktaufteilung zunehmend der Vergangenheit anzugehören: andere Spezial-Immobilien gewinnen an Bedeutung bzw. legen an Volumen zu. Nach einem Jahresergebnis von rd. 4,5 Mrd. Euro in 2016 erreichten die Transaktionen für Logistikobjekte im 1. Halbjahr 2017 rund 5,5 Mrd. Euro und bewegten sich damit aktuell ,auf Augenhöhe' mit den Handelsimmobilien. Und auch die Hotelimmobilien legen säkular an Bedeutung zu. So wurde in 2016 ein absolutes Rekord-Transaktionsergebnis von rd. 5 Mrd. Euro erreicht, und auch für 2017 - nach einem etwas schwächeren ersten Halbjahr - erscheint ein Ergebnis in dieser Größenordnung wieder ,drin' zu sein.

# III. Wie wirken der Online-Handel & Co. auf das Segment der Handelsimmobilien?

Auf den ersten Blick scheinen die Rahmenbedingungen überaus günstig: seit 2009 befindet sich die deutsche Wirtschaft in einem Auf-

schwung, der zunehmend auch vom privaten Konsum getragen wird. Hiervon profitiert auch der deutsche Einzelhandel signifikant. Bezüglich der strukturellen Entwicklung ist aber zu berücksichtigen, dass sich ein Großteil des Umsatzwachstums allerdings nicht mehr im klassischen stationären Einzelhandel, sondern im Online-Einzelhandel abspielt. Für 2016 ermittelte der HDE einen Gesamtumsatz des deutschen E-Commerces in einer Größenordnung von rd. 44 Mrd. Euro (+ rd. 11 %) und erwartet das gleiche prozentuale Wachstum auch für 2017. Dessen ungeachtet sind aber auch die stationären Einzelhandelsumsätze in 2016 weiter gewachsen bzw. sollen auch in 2017 weiter steigen.

Um die aktuellen Größenverhältnisse aber einmal zurecht zu rücken: Trotz des stürmischen Wachstums des E-Commerces beträgt sein Anteil am gesamten Einzelhandelsumsatz immer noch aktuell erst rd. 10 %. Mit anderen Worten: der stationäre Einzelhandel steht noch immer für 9 von 10 Umsatz-Euro im Einzelhandel. Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass mit diesen Gesamtzahlen ja alle Sortimente abgebildet werden. Nimmt man allein den schwergewichtigen periodischen Bedarfs-



bereich<sup>2</sup> mit niedrigen einstelligen Online-Marktanteilen heraus, so sind im Nonfood-Bereich demgegenüber deutlich zweistellige Online-Marktanteile bei vielen Sortimenten die Regel. Und das in einem Land, das mit die größten Verkaufsflächenausstattungen in ganz Europa aufweist.

Beim Flächennachfrager-Schwergewicht Textil-Einzelhandel gehen ferner die Pro-Kopf-Ausgaben seit Jahren zurück und wurde das Sortiment durch die Entwicklung zum quasi permanenten "Sale" immer weiter entwertet. In der Folge vollziehen aktuell eine Reihe namhafter Player wie Gerry Weber, Tom Tailor bzw. Bonita eine spürbare Bereinigung des Filialnetzes oder waren bzw. sind gar mit Insolvenzen/Schutzschirmverfahren konfrontiert (siehe Butler's, Strauss Innovation, Promod, Zero oder Pohland).

Dies alles bewirkt in einer Art "Gezeitenwende" wachsenden Druck auf die Mieten nach unten, allerdings mit beträchtlichen lokalen und regionalen Unterschieden. Zum Jahresende 2016 war bei insgesamt 146 von der COMFORT betrachteten Städten eine Zunahme der Höchstmieten für Kleinflächen nur noch für acht Städte (= 5 %) festzustellen. Immerhin: bei

### Höchstmiete-Veränderung (80 – 120 m²) in 1A-Lagen in Deutschland 2015/2016 Anzahl Städte in der jeweiligen Städtegrößenklasse

Städte nach Größenklasse	Miete steigend Städteanzahl	Miete gleichbleibend Städteanzahl	Miete fallend Städteanzahl		Städte Insgesamt
			< -5 %	> -5 %	
> 1 Mio. Einwohner	1	2	1	-	4
500.000 – 1 Mio. Einwohner	1	6	2	1	10
200.000 – 500.000 Einwohner	2	14	3	6	25
100.000 – 200.000 Einwohner	1	23	5	6	35
< 100.000 Einwohner	3	48	2	19	72
Städte insgesamt	8	93	13	32	146

Quelle: COMFORT Research & Consulting

<sup>&</sup>lt;sup>2</sup> Lebens- und Genussmittel, Kosmetika und Drogerieartikel.

### Entwicklung der Einzelhandelsmieten (80–120 m²) nach Stadtgröße Differenziert nach Zeiträumen

Städte nach Größenklasse	Langzeit (2006 – 2016) Veränderung in %	Mittelfrist (2011 – 2016) Veränderung in %	Kurzfrist (2015 – 2016) Veränderung in %
> 1 Mio. Einwohner	44,8	15,6	0,0
500.000 – 1 Mio. Einwohner	29,4	8,7	-1,2
200.000 – 500.000 Einwohner	13,8	-0,8	-1,5
100.000 – 200.000 Einwohner	10,9	0,3	-1,4
< 100.000 Einwohner	9,7	-0,1	-2,0

Quelle: COMFORT Research & Consulting

der klaren Mehrheit von Städten (absolut 93 = 64 %) blieb das Mietniveau stabil. Allerdings waren bei 45 Städten (= 31 %) die Höchstmieten rückläufig – bei Drei Viertel von ihnen sogar um mehr als 5 %. Hier waren stärker, jedoch keines ausschließlich, kleinere Städte betroffen.

Es ist aber auch zu berücksichtigen, woher der Markt kommt. Dieser hat generell eine Dekade von zunehmenden Mieten hinter sich. Der Zuwachs spielte sich dabei in erster Linie allerdings zwischen 2006 und 2011 ab. Bereits in den letzten fünf Jahren waren die Entwicklungen sehr viel unterschiedlicher.

Insgesamt halten aktuell die Vermietungsmärkte für Handelsimmobilien mit der zuvor aufgezeigten Nachfragedynamik des Investmentmarktes nicht annähernd mit. Sollen die Mietermarkttendenzen auf der Vermietungsseite mit den Tendenzen zum Verkäufermarkt auf der Investmentseite überein gebracht werden, so wird die Kalkulation bzw. Annahme der realistischen längerfristigen Miete zum Schlüsselfaktor für die nachhaltige Wirtschaftlichkeit von Handelsimmobilieninvestments. Dies gilt insbesondere für Großflächen, da gerade hier das Klientel der derartige Läden suchenden Mieter gegenüber den letzten Jahren spürbar kleiner geworden ist.

### IV. Retail-Perspektive 2025: es wird noch vielfältiger

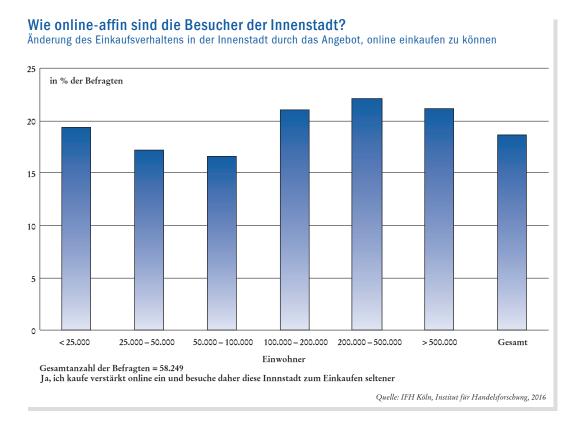
Der sprichwörtliche "Wandel im Handel" ist an sich nichts Neues, sondern stellt vielmehr ein

die Branche charakterisierendes typisches Wesensmerkmal dar. Der wachsende Onlinehandel ist dabei anders als etwa noch vor 10 Jahren nunmehr zweifellos als ein ganz maßgeblicher übergreifender Einfluss für den deutschen Einzelhandel anzusehen. Der aktuelle Grad der Bedeutung lässt sich aus einer Immobilienperspektive<sup>3</sup> sehr gut aus der vom Kölner Institut für Handelsforschung (IfH) umfangreichen Untersuchung "Vitale Innenstädte 2016" ablesen. Hier wurden mehr als 58.000 Innenstadtbesucher in 121 Städten mit repräsentativem Besatz aller Stadtgrößen befragt. Danach hat sich das Einkaufsverhalten in der Innenstadt durch die Angebote zum Online-Einkauf insgesamt bei knapp einem Fünftel der befragten Personen verändert, mit einer sehr geringen Schwankungsbreite nach unterschiedlichen Stadtgrößen.

In der detaillierteren Befragung nach den Einkaufsorten zu den verschiedenen Sortimenten zeigen sich dann erhebliche Differenzierungen der jeweiligen Online-Bedeutung bei den unterschiedlichen Sortimenten: mit nach wie vor sehr geringen Anteilen in den Bereichen des periodischen Bedarfs. Zudem wird dort auch mal plakativ deutlich, wie stark der Wettbewerb generell unter den stationären Einkaufsstandorten auch heute noch ist: durchgehend größer als gegenüber dem Onlinehandel an sich. Aber dessen heutige und wachsende zukünftige Dimension hat nichts mehr mit dem guten alten Versandhandel zu tun4, sondern hat vielmehr den ehe schon starken Wettbewerb im Retail-Segment quasi als ,Turbo' weiter intensiviert.

<sup>&</sup>lt;sup>3</sup> Die werthaltigsten Immobilien liegen generell nun mal in unseren Innenstädten.

<sup>&</sup>lt;sup>4</sup> Mit Marktanteilen von um die 5–6 % Ende der 90er Jahre.

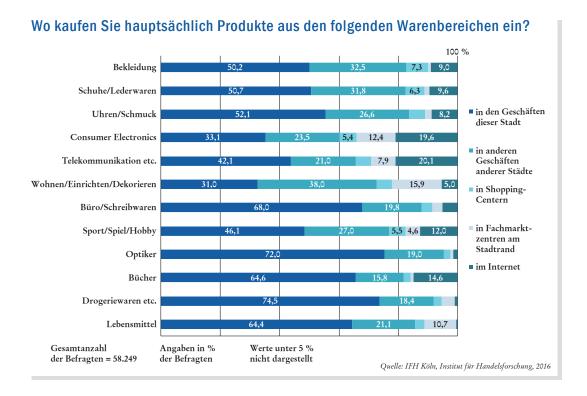


Das Internet bietet aber natürlich auch den ,klassischen' Einzelhändlern große Chancen. Und zwar mit ganz neuen Möglichkeiten zur Erweiterung der eigenen Vermarktungsoptionen bzw. zur Befriedigung der Bedürfnisse der Kunden: vom Einkaufen 24x7 wie auch Click and Collect über Produktbeschreibungen/ -vorstellungen und Werbung über Social Media bis hin zu Push-Nachrichten via Beacons und dem Online-Verkauf im Laden. Wer seine Vertriebsstrukturen auf "Multichannel" erweitert, kann die Vorteile des Onlinemarktes auch für seine stationären Geschäfte nutzen. Viele erfolgreiche große Einzelhändler sind hier ,auf dem Weg'. Sie berücksichtigen bei der konkreten Expansionsplanung für neue Stores im Bundesgebiet sehr genau die jeweiligen Abverkäufe via Internet. Motto: wo bereits viel online abgesetzt wird, ist die Kundenzielgruppe entsprechend stark vertreten und hier lohnen sich Läden zur verbesserten Marktabschöpfung besonders. Und auch für kleine Geschäfte sind die Marktzutrittsbarrieren für den Online-Verkauf keineswegs unüberwindbar, ihr Absatzgebiet vom klassischen umliegenden Einzugsgebiet auf eine nationale oder gar größere Dimension zu erweitern. Zudem ist Multichannel auch keine Einbahnstraße von Off- zu Online wie die wachsende Zahl von Geschäften von ehemaligen Pure-Online-Playern, z.B. Cyberport, Zalando, MyMüsli, Mr. Spex oder Home24 signalisiert. Letztendlich muss heute jeder Einzelhändler seinen eigenen Weg zum Kunden selber definieren. Entscheidend ist nicht, wo der Umsatz getätigt wird, sondern dass Umsatz getätigt wird.

Weitgehend unabhängig vom E-Commerce setzen vielfältige neue Retail-Konzepte und -trends positive Impulse für die Märkte, insbesondere mit dem Fokus:

International: 2016 wurde Deutschland zum dritten Mal in Folge als der attraktivste Markt von globalen Einzelhändlern bewertet. Die erfolgten bzw. angekündigten Markteintritte von Clas Ohlson, Arket, White Stuff, Sak's Fifth Off, Under Armour, Koton, Top Shop, Uniqlo, American Vintage, Vilebrequin, Le Creuset, Sennheiser, Bodum oder New Balance belegen eindrücklich die wachsende Bedeutung dieses Mieterklientels.

Nahversorgung: Auf absehbare Zeit steht zu Erwarten, dass die Marktanteile des Onlinehandels im Lebensmittelbereich hierzulande zwar zunehmen, aber noch keine zweistelligen Werte erreichen werden. Wie das jüngste Engagement von Amazon im US-Heimatmarkt mit dem Kauf der Supermarktkette Whole Foods



anzeigt, erwartet auch der Online-Weltmarktführer im Lebensmittelsegment eine nachhaltige Existenzberechtigung für stationären Einzelhandel. Vielmehr wird das Angebot der klassischen Lebensmittler immer ausgefeilter und vielfältiger. Die LM-Discounter treiben ein umfangreiches Trading-Up voran. Und auch die Biomärkte expandieren weiter. Speziell für die Innenstädte vollzieht sich ein ,Rollback' der zeitweise aus Deutschlands Innenstädten weitgehend verschwundenen Nahversorgung: über die laufenden Eröffnungen der verschiedensten kompakten Lebensmittel-Konzepte (vom Vollsortimenter über Bio oder "to-Go") bis hin zu immer mehr größerflächigen, durchaus auch mehrgeschossigen Dromärkten, quasi als Mini-Kaufhäusern des täglichen Bedarfs.

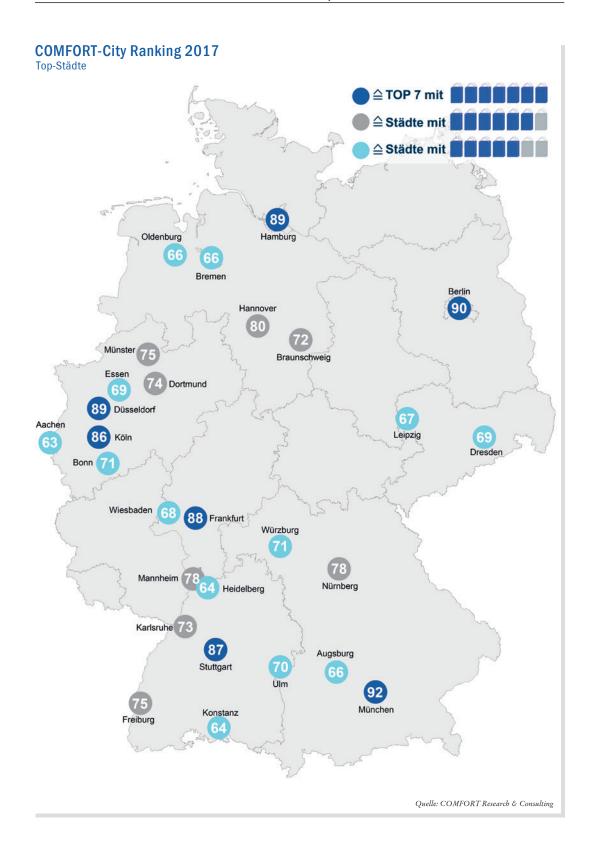
Gastronomie: Diese ,reitet auf dem Megatrend zum Außerhausverzehr mit klar wachsender Bedeutung für unsere Citys. Einerseits durch die Vertiefung der Expansion bewährter Player wie Vapiano, L'Osteria, Hans im Glück, Peter Pane etc.) und andererseits durch viele von ganz neuen Filialkonzepten (u.a. Custom Burger, bona me, Frittenwerk, Chilli's Group, Cotidiano).

Pop-up-Stores: Aus den früher ungeliebten aus der Not geborenen Lückenbüßern speziell auch in Centern ist eine zunehmend etablierte Größe auf der Klaviatur des Vermietungsmanagements auch in den klassischen 1A-Lagen geworden. Da die Konzepte kurzfristig und relativ kostengünstig realisiert werden können, hat das Format verschiedenste Nutzer. Startups testen ihr Konzept oder ihre Produkte auf der Fläche und nutzen die Marketingwirkung. Aber auch etablierte Hersteller und Händler experimentieren mit Pop-Up Stores – Beispiele sind etwa adidas, Mercedes-Benz, Roeckl oder Weleda.

#### IV. Fazit

Der Einzelhandel befindet sich hierzulande in einem tiefgreifenden Strukturwandel – mal wieder. Dessen ungeachtet werden auch für die absehbare Zukunft Handelsimmobilien ein Investment-Schwergewicht im deutschen Gewerbeimmobilienmarkt darstellen. Dies ist auf verschiedene relative Stärken dieser Assetklasse gegenüber anderen Sektoren zurückzuführen. Hier sind u. a. die langen Mietvertragslaufzeiten, der hohe Cash-Flow, eine geringere Volatilität, die Marktgröße sowie die gegebenen und eher zunehmenden planungsrechtliche Restriktionen für neue Wettbewerbsflächen anzuführen.

Trotz des vorhandenen Anlagedrucks hat das Wachstum des Onlinehandels die Investment-



märkte mittlerweile insoweit erreicht, dass vermehrt Eigentümer und Bieter die Positionierung des Handelsobjekts in Bezug auf die gestiegene E-Commerce-Bedeutung überprüfen. Hier erscheinen folgende Grundgedanken hilfreich zu sein.

Mit Blick auf qualifizierte Shoppingstrukturen (Geschäfts-/Kaufhäuser, Shoppingcenter) sind den TOP 7-Metropolen wie auch langjährig etablierten Einkaufsstädten generell positive Zukunftsaussichten zuzubilligen. Dabei befeuert der Onlinehandel den branchenimmanenten Selektionsprozess und lässt von daher eine stärkere Fokussierung der Retailmieter und in der Folge auch Investoren auf die wirklichen TOP-Lagen und Center zu Lasten von B-/Nebenlagen und unbedeutenderen Einkaufszentren erwarten. Die zentralen Handelsplätze dürften sich tendenziell wieder individueller und weniger uniform bezogen auf den Besatz darstellen: mit tendenziell weniger ,Textil', deutlich mehr Gastronomie, allgemein einer klar zunehmenden Bedeutung und Ausweitung des Food-Angebots, mehr Hartwaren, Showrooming, Pop-up-Stores, mehr internationalen Labels, einer zunehmenden Bedeutung des öffentlichen Raums u.a.

Generell wird die Bedeutung der Nahversorgung (Lebensmittel, Drogerieartikel/Kosmetika) als relativ online-resistenter Bereich im Investment gewinnen. Dies betrifft quasi alle Handelsímmobilien-Assets, wo insofern Nahversorgungsmieter - bis auf weiteres - an Wertschätzung aus Investorensicht tendenziell zulegen dürften. Und im übrigen auch aus Städtesicht, denn gerade für kleinere Großstädte und Mittelstädte ohne ausgeprägtes Shoppingprofil stellt die Qualifizierung der Nahversorgung einen wesentlichen 'backbone' als Frequenzbringer für deren ansonsten zunehmend unter Druck stehende Innenstädte dar. Hier werden klassische Einzelhandelsaktivitäten zwar weiterhin eine unverzichtbare Relevanz haben, ihre Gesamtbedeutung nimmt aber signifikant ab.

Entscheidend für das Aufsuchen seiner Einkaufsdestinationen wird für die Konsumenten allgemein immer mehr das Gesamterlebnis als Puzzle aus vielfältigsten Aspekten des Einkaufens, des Erlebens, der Gestaltung der Center und des öffentlichen Raums, des Images, sozialen Treffpunkts, Kultur... Und, wo das alles stimmt bzw. zielorientiert daran gearbeitet wird, brauchen sich die Eigentümer oder Investoren über die Mietentwicklung bzw. Mieternachfrage bei ihren Handelsimmobilien auch in der Zukunft keine Sorgen machen.

### Übersicht der bisher erschienenen Studien:

Juni 2001	Die Finanzierung von Fußballstadien
November 2002	Krankenhausmarkt im Umbruch (Teil I)
Januar 2004	Krankenhausmarkt im Umbruch (Teil II)
	– Handlungsoptionen für die Zukunft
März 2005	Immobilienmärkte – Einflussfaktoren und Perspektiven
August 2005	Real Estate Investment Trusts
Dezember 2005	Housing Bubble USA – Crash or Soft Landing?
März 2006	Logistikimmobilien – eine neue Chance für den Gewerbeimmobilienmarkt?
September 2006	Liquiditätsschwemme auf deutschen Immobilienmärkten
	Liquidity hurricane in Germany's property markets
April 2007	Abenteuerland Asien?
August 2007	Herausforderungen für Einzelhandelsimmobilien
März 2008	Zukunft der Wohnimmobilien und der Wohnungsunternehmen in Deutschland
August 2008	Entwicklungstrends für Hotelimmobilien in Deutschland
April 2009	Demographische Herausforderungen für die Immobilienmärkte
August 2009	Einzelhandelsimmobilien – Trends auf der Angebotsseite
März 2010	Büroimmobilienmarkt der Zukunft
August 2010	Immobilien-Investmentmarkt: Nach dem Boom ist vor dem Boom
März 2011	Logistikimmobilien – Cluster mit differenzierten Entwicklungspotenzialen
August 2011	Neue Trends im deutschen Einzelhandel
März 2012	Nachhaltigkeit in der Immobilienwirtschaft
August 2012	Perspektiven der Wohnungsmärkte in Deutschland
März 2013	Immobilien-Investmentmärkte in Deutschland
August 2013	Perspektiven der Einzelhandelsimmobilienmärkte in Deutschland
April 2014	Megatrends der Immobilienmärkte in Deutschland
August 2014	Wohnen in Deutschland – differenzierte Situation und Perspektiven
März 2015	Immobilien-Investmentmarkt – die Party geht weiter
August 2015	Einzelhandelsimmobilienmärkte in Deutschland – aktuelle Herausforderungen
März 2016	Logistik und E-Commerce
August 2016	Megatrends und ihre Bedeutung für die Entwicklung von Immobilienmärkten
Februar 2017	Wohnimmobilien Deutschland: Fundamentale Entwicklung oder Spekulation?

#### Disclaimer

Diese Studie ist erstellt worden von der DEUTSCHE HYPOTHEKENBANK AG ("Deutsche Hypo") und richtet sich ausschließlich an Empfänger innerhalb der Bundesrepublik Deutschland.

Diese Studie dient allein Informationszwecken und stellt insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebotes zum Kauf, Verkauf oder zur Zeichnung irgendeines Anlagetitels oder einer Finanzdienstleistung dar.

Ebenso wenig handelt es sich bei dieser Studie im Ganzen oder in Teilen um einen Verkaufsprospekt oder einen sonstigen anderen Börsenprospekt. Insofern stellen die in dieser Studie enthaltenen Informationen lediglich eine Übersicht dar und dienen nicht als Grundlage einer möglichen Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines Investors. Vielmehr wird dringend empfohlen, dass jeder Investor vor seiner Kaufentscheidung die vollständigen Verkaufs- bzw. Börsenprospekte liest.

Die in dieser Studie enthaltenen Informationen ersetzen alle vorherigen Versionen einer solchen Studie und beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung dieser Unterlagen. Zukünftige Versionen dieser Studie ersetzen die vorliegende Fassung. Eine Verpflichtung der Deutsche Hypo, die Informationen in dieser Studie zu aktualisieren oder in regelmäßigen Abständen zu überprüfen, besteht nicht. Eine Garantie für die Aktualität und fortgeltende Richtigkeit kann daher nicht gegeben werden.

Alle hierin enthaltenen tatsächlichen Angaben, Informationen und getroffenen Aussagen basieren auf Quellen, die von uns für zuverlässig erachtet wurden. Die aufgrund dieser Quellen in der vorstehenden Studie geäußerten Meinungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile unseres Hauses dar, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit keinerlei Gewähr übernommen werden kann. Zudem enthält diese Studie im Zusammenhang mit der Deutsche Hypo diverse zukunftsgerichtete Aussagen und Informationen, die auf den Überzeugungen der Deutsche Hypo-Geschäftsleitung sowie auf

Annahmen und Informationen basieren, die dem Deutsche Hypo-Management derzeit zur Verfügung stehen. Ausgehend von den bekannten und unbekannten Risiken, die dem Geschäft der Deutsche Hypo anhaften sowie Unsicherheiten und anderen Faktoren, können die zukünftigen Resultate, Wertentwicklungen und Ergebnisse abweichen, die aus solchen zukunfts- oder vergangenheitsgerichteten Aussagen hergeleitet wurden. Daher soll in solche zukunfts- oder vergangenheitsgerichteten Aussagen kein uneingeschränktes Vertrauen gesetzt werden.

Die Weitergabe dieser Studie an Dritte sowie die Erstellung von Kopien, ein Nachdruck oder sonstige Reproduktion des Inhalts oder von Teilen dieser Studie ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung der Deutsche Hypo zulässig.

Die Verteilung oder Weitergabe dieser Studie und der hierin enthaltenen Informationen kann in manchen Rechtsordnungen unzulässig sein oder bestimmten Restriktionen unterliegen. Soweit Personen in diesen Rechtsordnungen in den Besitz dieser Studie gelangen oder Kenntnis von deren Inhalten erlangen, sind diese selbst zur Einhaltung solcher Restriktionen verpflichtet.

Eine Annahme und Verwendung dieser Studie und der hierin enthaltenen Informationen ist nur bei Akzeptanz der vorstehenden Bedingungen zulässig.

© Copyright 2017. Deutsche Hypo, Markt-Analyse, D-30159 Hannover, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe "Deutsche Hypo Markt-Analyse" gebeten.

### **DEUTSCHE/HYPO**

Ein Unternehmen der NORD/LB

Deutsche Hypothekenbank (Actien-Gesellschaft)

Osterstraße 31 30159 Hannover Telefon +49 511 3045-0 Telefax +49 511 3045-459 Mail@Deutsche-Hypo.de www.Deutsche-Hypo.de