

IMMOBILIEN

Branche staunt über GSW-Zuschreibungen

Berliner Immobilienunternehmen und IPO-Kandidat wertet antizyklisch seine Wohnungsbestände auf

Von Ulli Gericke, Berlin

Börsen-Zeitung, 8.4.2010
2008 war ein Horrorjahr für Immobilienaktien. Auf breiter Front sackten die Kurse weg, mussten die Unternehmen ihre rekordhohen Bestandsbewertungen abschreiben. Nur ein Immobilienwert tanzt aus der Reihe, der Berliner Börsenaspi-

Immobilien-AGs

Unternehmen	Börsenkapital. *)	Index
Gagfah	1587	MDax
Deutsche Euroshop	1084	MDax
IVG Immobilien	860	MDax
Deutsche Wohnen	593	SDax
Alstria Office Reit	470	SDax
DIC Asset	273	SDax
Hamborner Reit	187	-
Patrizia Immobilien	178	SDax

*) in Mill. Euro

rant GSW. In seiner erst vor wenigen Tagen veröffentlichten Konzernbilanz 2008 werden neben 129 Mill. Euro an Miet- und Pachteinnahmen und 9 Mill. Erlösen aus verkauften Wohnungen satte 60 Mill. an Zuschreibungen vorgenommen, die damit knapp ein Drittel zum Ergebnis vor Zinsen und Steuern (Ebit) beisteuern (vgl. BZ vom 2./3. April).

Die Zunft der Immobilienanalysten staunt. „Das wird ganz klar ein kritischer Punkt werden“, prophezeit ein Marktbeobachter mit Blick auf die kommenden Gespräche zwischen den GSW-Alteigentümern und potenziellen Investoren, „wenn alle Peers abgewertet haben, und dies teilweise auch recht deutlich, wird die untypische Anhebung ein strittiger Punkt“. Fast wortgleich argumentiert Torsten Klingner von SES Research: „Die deutliche Zuschreibung wirft Fragen auf.“

Gleichwohl sei die Sondersituation in Berlin, dem Heimatmarkt der GSW, zu berücksichtigen. Dort habe der Wohnungssektor in der vergangenen Krise kaum gelitten. „Ich glaube, das Thema Berlin könnte wirklich ziehen“, erklärt Klingner.

Die GSW verweist auf die im Berichtsjahr merklich um 3,6% auf durchschnittlich 4,66 Euro angehobene Monatsmiete je Quadratmeter und die beachtlich um 1,4 Prozentpunkte auf 5,3% verringerte Leerstandsquote. „Wir haben gegen den Markt unsere operative Performance verbessert“, begründet GSW-Sprecher Thomas Rucker die 2008er-Zuschreibungen – nicht ohne zu betonen, dass die 2004 privatisierte Wohnungsbaugesellschaft ihre Bestände schon immer sehr konservativ bewertet habe, weshalb Wohnungsverkäufe stets über Verkehrswert stattfänden.

Marktwert gleich NAV

Wenn der Vorstand das Immobilienportfolio nunmehr mit einem Fair Value von 774 Euro/qm bewertet (nach 748 Euro/qm 2007), kalkuliert er mit einem Multiplikator der Jahresmiete von knapp 14, lässt sich aus dem Konzernbericht errechnen. Bei 3 Millionen qm (in gut 50 000 Wohnungen) und 100 000 qm in nahezu 1 000 Gewerbeimmobilien ergibt sich ein Verkehrswert für die GSW von knapp 2,4 Mrd. Euro.

Dagegen standen Ende 2008 langfristige Schulden von gut 1,7 Mrd. und kurzfristige Finanzverbindlichkeiten von 87 Mill. Euro. Von diesen sind aber 381 Mill. abzuziehen, da das an die Gesellschafter Cerberus und den Goldman-Sachs-Fonds Whitehall ausgereichte Darlehen von diesen inzwischen zurückgezahlt worden ist. Als Nettosubstanzwert (Net Asset Value – NAV) ergeben sich somit rund 950 Mill. Euro – in etwa die Summe, die in Finanzkreisen immer wieder als Marktwert der GSW genannt wird. Diese nahezu identische Summe würde allerdings bedeuten, dass die künftige GSW-Aktie in etwa zum NAV-Wert an die Börse gebracht werden soll.

„Die sind verrückt“

„Die sind verrückt“ angesichts der branchenüblichen Bewertungen, lautet die Einschätzung eines Immobilienanalysten, der angesichts seines drastischen Verdikts lieber nicht

namentlich genannt werden will. Aber auch zurückhaltender formulierende Marktbeobachter wie Stefan Scharff von SRC Research nennen das GSW-Ziel „sportlich ambitioniert“, würden doch nicht wenige Immobilienwerte – darunter auch reine Bestandhalter, wie der Berliner Börsenkandidat – momentan nur zum halben NAV gehandelt. Das entspräche bei der erst unlängst in eine AG umgewandelten GSW einem Börsenwert von mageren 475 Mill. Euro.

Werde aber tatsächlich der doppelt so hohe Emissionspreis aufgerufen, hätten Zeichner von GSW-Aktien keinerlei Potenzial mehr in ihren neuen Anteilsscheinen, warnt der SRC-Analyst. Angesichts der bescheidenen Anzahl von drei Real Estate Investment Trusts (Reits) in Deutschland brauche der hiesige Immobiliensektor aber Erfolgsgeschichten.

Dagegen verweist die GSW auf das Geschäftsmodell des „Buy and Hold“, bei dem rein Cash-floworientiert Wohnungsbestände gekauft und gehalten würden, ohne nennenswert Verkaufserlöse zu realisieren. Gerade ein solch konservatives Modell – „wie Bundesschatzbriefe mal Verzinsung“ – werde momentan im volatilen Marktumfeld gesucht, ist sich die GSW sicher, weshalb ein Platzierungserlös in der Nähe des NAV durchaus möglich erscheine.

Ausländer haben Interesse

Nach aktuellem Stand wollen die Hauptstädter noch in der ersten Mai-Hälfte an die Börse. Details des geplanten IPO sollen am heutigen Donnerstag bekannt gemacht werden, heißt es in Finanzkreisen.

Wird das Going Public ein Erfolg, wird eine interessante Differenz zu beobachten sein zwischen mäßigem Interesse an einer direkten Anlage und einem gefragten indirekten Investment in Berliner Immobilien. Denn während vor allem Versicherer nach wie vor ihre Wunden missglückter Immobilienanlagen der frühen neunziger Jahre lecken und dem hauptstädtischen Markt anhaltend kritisch gegenüberstehen, scheint

der Börsengang des Berliner Immobilienitels GSW besonders bei ausländischen institutionellen Investoren auf Interesse zu stoßen. Jenseits

der Grenzen hat die Hauptstadt bekanntlich einen weit besseren Ruf als hierzulande. Zudem lieben dortige Anleger fokussierte Aktien wie

bei der GSW, die ausschließlich auf den Berliner Standort setzt.