

IPO-Kandidat GSW kämpft mit niedriger Bewertung

Aktien von Wohnungsfirmen sind weniger Wert als ihre Immobilien. Experten erwarten bei GSW einen Emissionserlös von bis zu 350 Mio. Euro.

Reiner Reichel
Düsseldorf

Mit der GSW kommt Anfang Mai der größte private Wohnungseigentümer in Berlin an die Börse. Mit rund 50 000 Wohnungen wird sie sich ein Kopf-an-Kopf-Rennen mit der Deutschen Wohnen (Deuwo) um den Platz als zweitgrößte börsennotierte Wohnungsfirma hinter der Gagfah mit 165 000 Wohnungen liefern. Die Kurse von Deuwo & Co. setzen dem Emissionspreis aber enge Grenzen.

Das GSW-Management rührt derweil die Werbetrommel für das Initial Public Offering (IPO). Firmenchef Thomas Zinnöcker kündigte in der „Börsen-Zeitung“ an, er gehe auch 2010 von einer positiven Geschäftsentwicklung aus. „Wir sind ganz optimistisch, wieder ein gutes Ergebnis liefern zu können“, sagte der Manager. 2009 hatte der Konzern vor allem dank Zuschreibungen den Nettogewinn von 108 auf 172 Mio. Euro gesteigert. Zinnöcker stellt den künftigen Aktionären zudem regelmäßige Ausschüttungen in Aussicht: „Wir werden ein klassisches Dividendenpapier sein.“

Wachstum und Bilanz stärken

Noch haben sich die je zur Hälfte engagierten Eigentümer, der Finanzinvestor Cerberus und ein von der Investmentbank Goldman Sachs geführter Whitehall-Fonds nicht geäußert, wie viele ihrer Anteile sie selbst verkaufen werden. Sicher sei, dass der GSW mehr als 100 Mio. Euro aus einer Kapitalerhöhung zufließen, sagte ein GSW-Sprecher. Dies habe man mit dem Land Berlin vereinbart. Nach dem Börsengang soll der Anteil freier Aktionäre mehr als 50 Prozent be-

tragen. Bekannt sind auch die mit dem Börsendebüt verbundenen Ziele: Spielraum für Wachstum schaffen und die Verschuldung senken. Da das Immobilienvermögen von knapp 2,6 Mrd. Euro ohnehin nur zu etwas mehr als 60 Prozent mit Bankdarlehen beliehen wurde, ist die GSW gemessen an vielen anderen Immobiliengesellschaften solide finanziert.

Zugeständnisse an die Investoren?

Der Emissionserfolg wird von der Differenz zwischen Ausgabekurs und Vermögenswert nach Schulden je Aktie (englisch NAV abgekürzt) abhängen. Am Freitag bewegten sich die Kursabschläge auf den NAV je Aktie für vergleichbare

deutsche Wohnimmobilienwerte zwischen 30 Prozent (Deuwo) und gut 50 Prozent bei Colonia Real Estate (CRE).

Die gesamte GSW hat einen NAV von rund 950 Mio. Euro. Solange die Zahl der Aktien nicht feststeht, lässt sich kein Emissionskurs schätzen. „Der NAV-Abschlag muss 50 Prozent betragen, denn die Investoren brauchen Kursphantasie“, sagt Stefan Scharff, Chef des bankenunabhängigen Analysehauses SRC. Würden 50 Prozent des Kapitals an die Börse gebracht, entspräche dies knapp 250 Mio. Euro an Emissionserlös. Damit werde sich Cerberus aber kaum begnügen, meint ein Branchenkenner. Das GSW-Portfolio ist von der Qua-

lität am ehesten mit dem der Deuwo vergleichbar, die 22 000 Wohnungen in Berlin besitzt. Nimmt man deren 30 Prozent NAV-Abschlag an, betrüge der Emissionserlös 350 Mio. Euro.

Nicht am Ende der Fahnenstange

Der NAV hängt unmittelbar von der Bewertung des Bestandes ab. Eine typische Kennziffer ist der Multiplikator, der angibt, zum Wievielfachen der Jahresmiete die Gebäude bewertet sind. Die GSW hat die Werte 2008 und 2009 bereits hochgeschrieben. Ein Multiplikatoren-Vergleich zeigt aber, dass noch Luft zur Berliner Konkurrenz Deuwo besteht und dokumentiert den Abstand zu den weni-

ger hochwertigen Portfolios von Gagfah und Colonia Real Estate. Die CRE hat zwar auch ein Drittel ihrer 19 000 Wohnungen in Berlin, kämpft aber mit hohem, auf die Werte und die Mieteinnahmen drückenden Leerstand in Salzgitter.

In einem sind sich die Vorstände von GSW, Deuwo und CRE einig: Sie wollen in Berlin, wo die Mieten steigen, weiter wachsen. Doch anders als die GSW sind die Rivalen auch andernorts bereits investiert und schauen nach weiteren Standorten. „Berlin lässt sich bei Angelsachsen gut verkaufen“, sagt Unicredit-Analyst Andre Remke. Andererseits wird der Markt dort auch immer umkämpft.

WETTBEWERBER

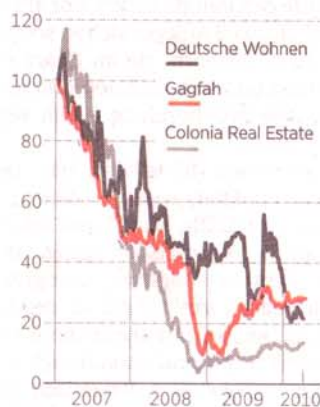
Gagfah Das MDax-Unternehmen schloss 2009 mit einem Verlust von 75 Mio. Euro ab. Großaktionär Fortress verlangt hohe Dividenden und nimmt der Gagfah damit die Chance zu wachsen.

Deutsche Wohnen Bei der Berliner SDax-Firma hat Finanzinvestor Oaktree die Konsolidierung mitgetragen. Wenn für 2009 wieder Dividende gezahlt wird, wird sie wie früher steuerfrei sein.

Colonia Real Estate Die Kölner besitzen auch Gewerbeobjekte und forcieren das Servicegeschäft.

Börsennotierte Konkurrenz

Relative Wertentwicklung in %



Basis: Jan. '07 = 100

Handelsblatt

Quellen: Thomson Reuters