

# Wohnungsgesellschaften punkten mit starkem Bestandsgeschäft

Erträge aus Verkäufen sind stark zurückgegangen – Unternehmen streben bessere Eigenkapitalquote an – Geschäftsmodell bei Prolongationen entscheidend

Von Thomas List, Frankfurt

Börsen-Zeitung, 4.6.2009  
Die Liquiditätsschwierigkeiten der Immobiliengesellschaft Vivacon sind nicht typisch für die in Deutschland tätigen Immobiliengesellschaften mit dem Schwerpunkt Wohnen. Keiner der Wettbewerber hat aktuell ähnlich große Probleme (s. Tabelle). Die Unternehmen weisen allerdings sehr unterschiedliche Geschäftsmodelle auf. Auf der einen Seite stehen Gesellschaften, die vor allem im Wohnungshandel aktiv sind. Dazu gehören neben der Vivacon noch Colonia Real Estate und Patrizia. Demgegenüber haben Deutsche Wohnen, Gagfah, Patrizia und TAG Immobilien, aber auch die nicht börsennotierte Deutsche Annington als größter Bestandshalter hierzulande ihren Schwerpunkt bei der Verwaltung und Entwicklung ihres Wohnungsbestandes.

Bei Vivacon sind nach Angaben von Torsten Klingner, Analyst bei der zur Warburg Gruppe gehören-

den SES Research, gleich mehrere Probleme zusammengekommen: hohe Abschreibungen auf den Handelsbestand, die Prolongation von Krediten über 120 Mill. Euro im laufenden Jahr bei im Wettbewerbsvergleich sehr hohem Leverage und eine überdurchschnittliche Fixkostenbelastung durch hohe Transaktionskosten sowie eine komplexe Unternehmensstruktur. Klingner bemängelte, dass der Geschäftsbericht 2008 immer noch nicht vorliege und auch über den Verlauf des ersten Quartals 2009 nichts bekannt sei.

## Bonitätsstarke Mieter zentral

Entscheidende Erfolgsfaktoren sind nach Meinung von Stefan Scharff, Geschäftsführer des auf Finanzdienstleister und Immobilienunternehmen spezialisierten Researchhauses SRC Research, bei Bestandshaltern langfristige Mietverträge mit bonitätsmäßig einwandfreien Mietern und bei Projektentwicklungen ein hoher Anteil (über 50%) an Vor-

vermietungen. Das Transaktionsgeschäft ist seit dem vergangenen Jahr in weiten Bereichen praktisch zum Erliegen gekommen. In Einzelfällen gelangen zwar noch Verkäufe, die aber auch unter Buchwert liegen können wie im Dezember 2008 bei der Deutschen Wohnen.

Angesichts stark gesunkener Verkauf- und Privatisierungserlöse setzen Unternehmen wie TAG Immobilien verstärkt auf die Entwicklung ihres Bestandes. Ziel ist es dabei, mit den laufenden Mieterträgen zumindest die Finanzierungskosten zu decken. Bei Patrizia gelingt dies bisher nicht. So standen im ersten Quartal 2009 Mieterlöse von 17,6 Mill. Euro Finanzierungsaufwendungen von 26,7 Mill. Euro gegenüber. Immerhin wurden aber zusätzlich aus Verkäufen 17,2 Mill. Euro eingenommen. Die Probleme zeigen sich aber an einem Rückgang der verkauften Wohneinheiten um ein knappes Viertel (zum ersten Quartal 2008) und an einem geplatzten Blockverkauf. Neben der reinen Zinsbelastung

steht die Fälligkeitsstruktur der Finanzierungen heute im Zentrum einer Unternehmensanalyse. Wer jetzt große Teile seiner Kredite prolongieren muss, ist deutlich höheren Margenforderungen bei den Banken ausgesetzt. Vivacon steht mitten in diesen Verhandlungen, Patrizia konnte im März Kredite über 530 Mill. Euro um 24 Monate verlängern. Bei einem überzeugendem Geschäftsmodell und einem Management, dem die zügige Umsetzung dieses Modells zugetraut wird, stehen die Chancen für eine Kreditverlängerung gut. Denn die Banken haben gerade im Moment kein Interesse, sich auch noch Immobilienbestände auf die Bücher zu nehmen, um sie dann selbst oder mit Hilfe von anderen zu verwerten.

## Bessere Kapitalrelationen

Die Immobilienunternehmen sind bestrebt, ihre Kapitalrelationen zu verbessern. So hat Colonia Real Estate gestern bekannt gegeben, dass ihre vor fünf Jahren emittierten Optionsscheine fast komplett in Aktien gewandelt wurden und ihr damit 13 Mill. Euro Eigenkapital zugeflossen sind. Damit verbesserte sich die Eigenkapitalquote nach Unternehmensangaben auf mehr als 26%. Bereits im April 2009 waren Colonia Real Estate aus einer Kapitalerhöhung 3,6 Mill. Euro zugeflossen.

Die Deutsche Wohnen kündigte bei Vorlage ihres Ergebnisses 2008 eine Kapitalerhöhung von 300 Mill. bis 400 Mill. Euro an, sofern sich eine interessante Investitionsmöglichkeit ergibt und die Kernaktionäre mitziehen. Auf der Gesellschaft

## Vivacon stürzt ab, Gagfah zeigt klaren Aufwärtstrend



© Börsen-Zeitung

Quelle: Thomson Reuters

lastet ein vergleichsweise hoher Verschuldungsgrad von 70%. In der Bilanz 2008 hat die Deutsche Wohnen ähnlich wie ihre Mitwettbewerber ihre zum Fair Value bewerteten Wohnungsbestände deutlich um knapp 9% abgewertet. Diese Ergebnisbelastung war die mit Abstand wichtigste Ursache des Jahresverlustes von 258 Mill. Euro.

## Negativer Cash-flow

Bei der deutlich kleineren Colonia Real Estate musste der Bestand 2008 zwar nur um 71 Mill. Euro abgewertet werden, doch schlägt dies bei Gesamterträgen von 107 Mill. Euro ungleich stärker zu Buche. Prozentual lagen die Abwertungen mit 7,6% in einer ähnlichen Größenordnung wie bei der Deutschen Wohnen. Bedenklich ist bei Colonia Real Estate der stetige Mittelabfluss aus dem laufenden Geschäft. Er hat sich im ersten

Quartal 2009 zwar im Vergleich zum gesamten Vorjahr (24 Mill. Euro) verlangsamt, beträgt aber immer noch 4 Mill. Euro.

Die in Luxemburg domizilierte Gagfah schloss als einzige der betrachteten Gesellschaften 2008 mit einem Gewinn ab. Dies lag allerdings einzig an einem positiven Steuereffekt. Vor Steuern lief ein Verlust von 119 Mill. Euro auf. Dafür gab es im Wesentlichen zwei Ursachen: Der Nettozinsaufwand lag bei 297 Mill. Euro, und das Portfolio wurde um 233 Mill. Euro abgeschrieben. Die Finanzschulden betragen Ende 2008 satte 6,7 Mrd. Euro, von denen der weitaus größte Teil aber nicht vor 2013 fällig wird. Der Cash-flow aus dem operativen Geschäft war bei der Gagfah 2008 und auch im ersten Quartal 2009 immer deutlich positiv. Die Gesellschaft wird für das erste Quartal eine unveränderte Dividende von 0,20 Euro zahlen.

## Wohnimmobiliengesellschaften in Deutschland – Überblick

	Vivacon	Colonia Real Estate	Deutsche Wohnen <sup>1)</sup>	Gagfah	Patrizia	TAG Immobilien	Deutsche Annington <sup>2)</sup>
Kurs 3.6.09 in Euro	0,91	3,13	11,25 <sup>3)</sup>	6,45	3,19	1,95	n.a.
Kursentwicklung 52 Wochen	-82,4	-68,4	-27,2	-45,5	-25,3	-68,2	n.a.
Marktkapitalisier. in Mill. Euro	18,1	68,8	289,3	1457,7	166,3	63,5	n.a.
Nettoergebnis in Mill. Euro <sup>4)</sup>	-165 <sup>4)</sup>	-83	-256	46,1	-34	-31	-258
Eigenkapital-Quote in % <sup>3)</sup>	8,6 <sup>4)</sup>	24,3	20,8	26,5	19,2	30,3	14,2
Dividende 2008 in Euro	0	0	0	0,8	0	0	n.a.
Wohnungsbestand (Einh.) <sup>3)</sup>	rd. 10.000	19.800	50.489	172.298	12.076	5.586	189.218

<sup>1)</sup> Konzern; <sup>2)</sup> Inhaberaktie; <sup>3)</sup> 31.12.2008; <sup>4)</sup> Schätzung SES Research, Bilanz liegt noch nicht vor; <sup>5)</sup> Eigentümer: Terra Firma  
Quelle: Geschäftsberichte, eigene Erhebungen