

Geschäftsmodelle börsennotierte Wohnungskonzerne am Beispiel Vonovia

- Historie und Phasen
- Wachstum
- Dividendenpolitik
- Immobilien-Bilanzierung
- Charakteristika der Wohnungsbewirtschaftung
- Krise

Historie und Phasen

1 Privatisierung & Private Equity

Geschäftsmodell: günstig kaufen, teuer verkaufen.
Ausgaben runter, Outsourcing, Mieterhöhungen.
Einzelprivatisierungen (gescheitert). Krise 2008 ff. bedrohte Exit.
Börsengang.

2 Boom & Börse

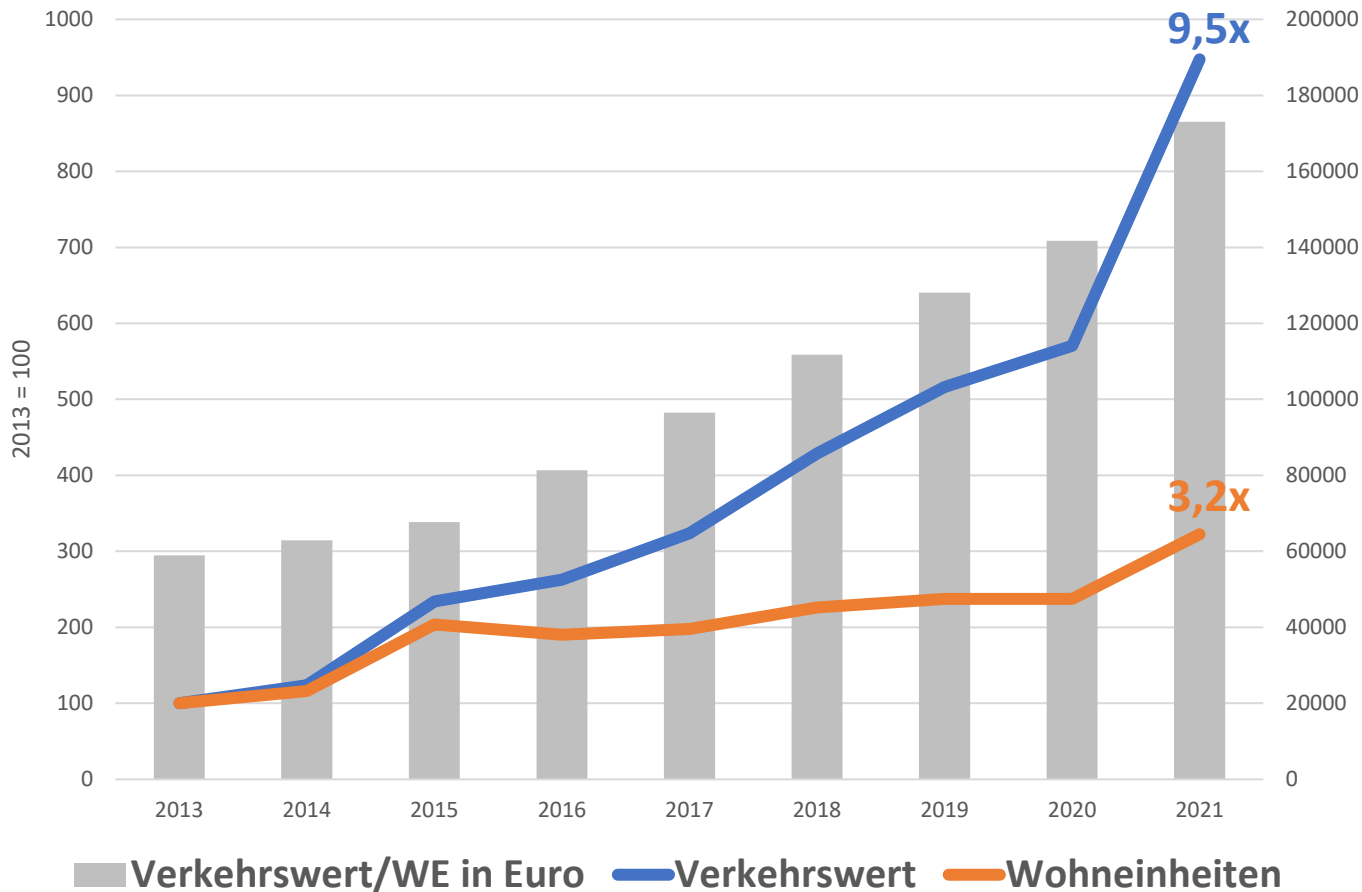
Geschäftsmodell: Wachstum, Wertsteigerung, Dividende
Börsengang zu Beginn eines ca. 10-jährigen Immobilienbooms.
Niedrigzinsen, Bewertungsgewinne, Modernisierung, Insourcing.

3 Krise

Geschäftsmodell: ? (Bestandsverkauf, going-private, services)
Abrupt steigende Zinsen & Inflation, Refinanzierungsprobleme,
Verlust von Attraktivität am Aktienmarkt

Wachstum

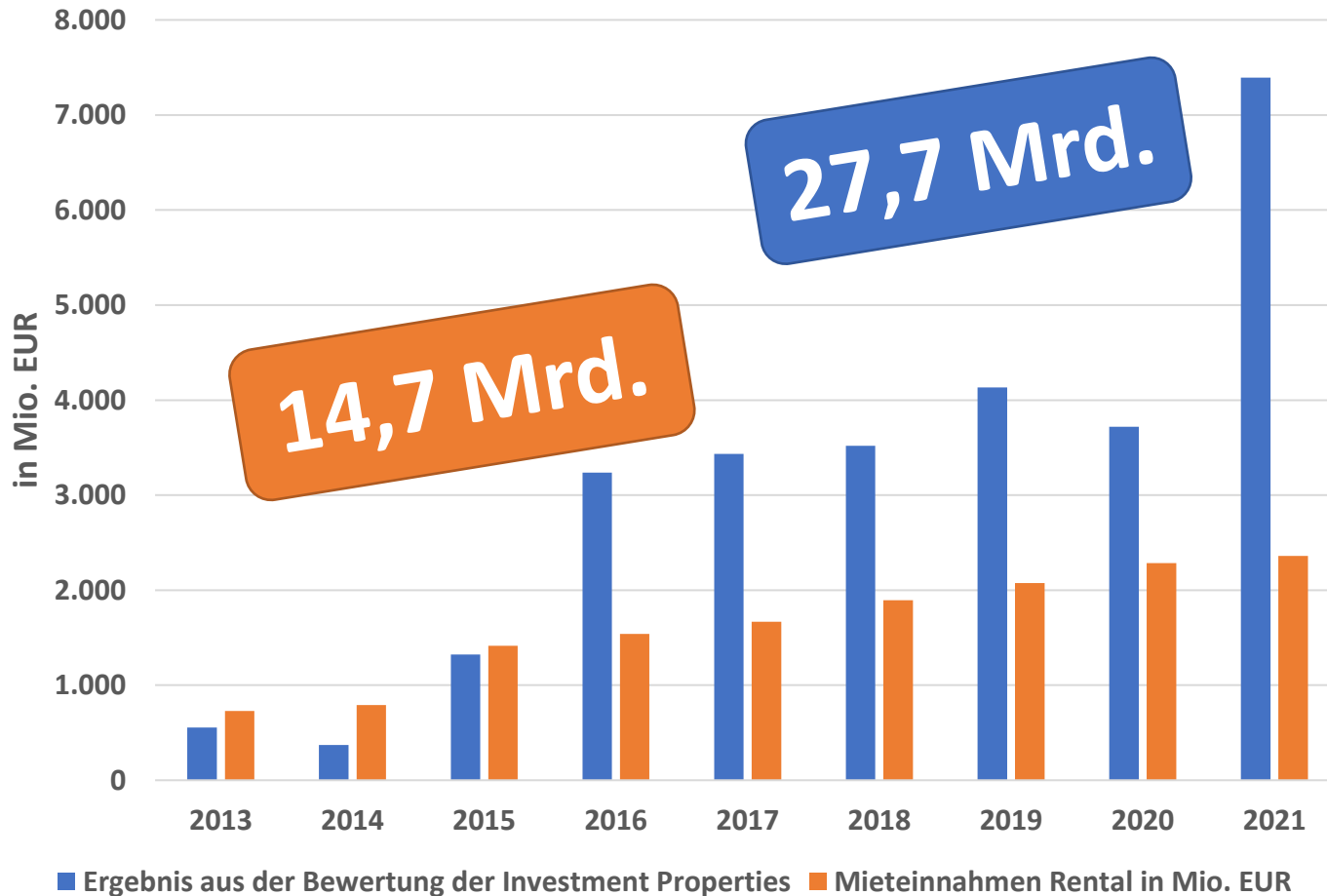
Wohneinheiten u. Immobilienwert



- Der Immobilienwert hat sich von ca. 10,3 Mrd. EUR auf ca. 97,8 Mrd. EUR verneunfacht (9,5x)
- Die Wohneinheiten (eigene) haben sich von 175.258 auf 565.334 mehr als verdreifacht (3,2x)
- Die durchschnittliche Wohnung ist in 2021 bilanziell ca. 114.000 EUR mehr wert als 2013

Wachstum

Wohneinheiten u. Immobilienwert



➤ Zum Halbjahresbericht 2022: Neubewertung von ca. 75 % der Immobilien
Ergebnis: Aufwertung um 3,1 Mrd. EUR

Wachstum als Geschäftsmodell

Wachstumsstreben zur Spiegelung eines stetig steigenden Unternehmenswerts

Portfoliokäufe und Übernahmen erhöhen den Bilanzwert

Bilanzierung nach IFRS – fair value (Zeitwert)

- Aufblähung der Kapitalbasis/Eigenkapitals
- Bewertungsgewinne sind ergebniswirksam

- Aufstieg in MDAX und DAX
- Besserer Zugang zum Kapitalmarkt
- Andere Finanzierungsmöglichkeiten (Unternehmensanleihen) zu günstigen Konditionen
- Ausgabe neuer Aktien

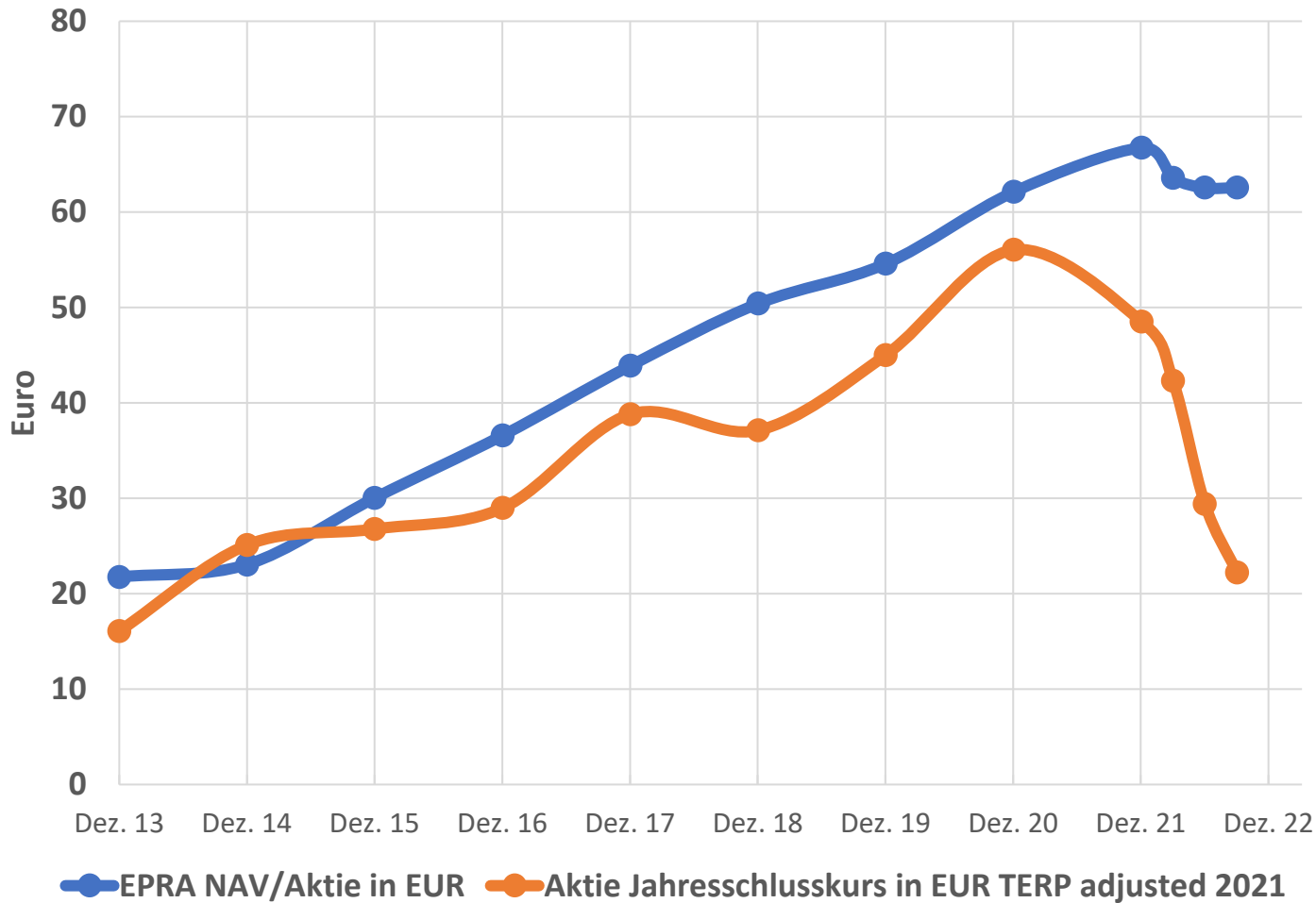
Dividende - absolut



- Für 2021 beträgt die Dividende 1,28 Mrd. EUR (nur 1 Quartal DeuWo enthalten)
- Bemessungsgrundlage ist der operative Gewinn (Group FFO)
- Seit 2016 Wahloption zwischen Bardividende und Aktiendividende
- Für das Gj. 2022 stellt Vonovia ca. 1,4 Mrd. Dividende in Aussicht
- Aktiendividende erhöhen die Anspruchsgrundlage!

Wachstum und Krise

Nettovermögenswert vs. Aktienkurs



- Der Aktienkurs vollzieht bis 2021 die Entwicklung des Nettovermögenswertes (NAV) nach.
- Bis August 2021 hält er sich auf hohem Niveau und sackt dann kontinuierlich ab.
- Starke Verluste ab März 2021

Bewertungsmethode und -parameter

Grundlage: Nach IFRS ist der „fair-value“ von „als Finanzinvestitionen gehaltene Immobilien“ zu bilanzieren.

Methode (praktisch, nicht obligatorisch): **Discounted-Cashflow-Modell**

Grundfrage: Welche Zahlungsströme entstehen in der Zukunft/im Betrachtungszeitraum und welchen Wert haben diese zum heutigen Zeitpunkt?

Parameter

- Instandhaltungskosten
- Kostensteigerung/Inflation %
- Marktmiete
- Marktmietsteigerung
- Stabilisierte Leerstandsquote in %
- Diskontierungszins
- Kapitalisierungszins

„Sensitivitätsanalyse“

Frage: Was passiert, wenn sich die Parameter ändern?

Bewertungsparameter	Änderung Parameter	Wertauswirkung in %	Wertauswirkung in Mrd. €
Verwaltungskosten	-10 / +10 %	+0,6 / -0,6	+/- 0,492
Instandhaltungskosten	-10 / +10 %	+1,8 / -1,8	+/- 1,477
Kostensteigerung / Inflation	-0,5 / +0,5 %-Punkte	+4,6 / -4,7	+3,776 / -3,858
Marktmiete	-2 / +2 %	-2,4 / +2,4	+/-1,970
Marktmietsteigerung	-0,2 / +0,2 %-Punkte	-8,3 / +9,9	-6,814 / +8,127
Stabilisierte Leerstandsquote	-1 / +1 %-Punkte	+1,5 / -1,7	+1,231 / -1,396
Diskontierungs- und Kapitalisierungszins	-0,25 / +0,25 %-Punkte	+10,2 / -8,4	+8,373 / -6,896

„Sensitivitätsanalyse“

Beispielrechnung

Bezug hier: nur Immobilien in Deutschland, incl. DeuWo

Inflationsansatz wird von 1,5 % (H1 2022) auf 2,5 % angehoben:

0,5 %-Punkt -> Wertänderung von -4,7 %

1 %-Punkt -> Wertveränderung von -9,4 %

-> 82,093 Mrd. EUR * (1 - 0,094) = 74,376 Mrd. EUR

-7,7 Mrd.

Diskontierungs- und Kapitalisierungszins wird um 1 % angehoben:

0,25 %-Punkt -> Wertänderung von -8,4 %

1 %-Punkt -> Wertveränderung von -33,6 %

-> 82,093 Mrd. EUR * (1 - 0,336) = 54,509 Mrd. EUR

-27,6 Mrd.

Charakteristik Bewirtschaftung „Boom-Phase“

Modernisierungen als Investment. Wichtigster Mietentreiber.

- „Instandmodernisieren“
- Hoher Modernisierungsanteil, hohe Kosten

Neubau, Aufstockung

Standardisierung, Automatisierung, Digitalisierung

- IT-gestützte Mieterhöhungen
- nicht selten einhergehend mit Verlust von Ansprechpersonen vor Ort

Insourcing, Ausweitung wohnungsnaher Dienstleistungen (**value add**) sowie **konzerninterne Abrechnungen**

- Umsatzsteuerliche Organschaft
- Zusatzgewinne – Konflikt mit Logik des Betriebskostenrechts

Kostenoptimierung

- U.a. Vermeidung Grunderwerbsteuer, Tarifflicht

2022: Krise!

Inflation

- geringes Risiko, Kostenquote bei nur ca. 25 % im Vermietungsgeschäft
- aber: Rendite für Neubau und Modernisierung betroffen

Steigende Zinsen

- Finanzierungskosten steigen
- Aktuelles Beispiel: zwei Anleihen zu je 750 Mio. EUR mit Laufzeit von 4,5 und 8 Jahren und einem Coupon von 4,75 % bzw. 5,00 %. (zuletzt Durchschnitt 1,2 – 1,3 %)
- Höhere Finanzierungskosten betreffen den cash-flow

2022: Krise!

Bewertungsmodell steht in Frage

- Steigende Zinsen und Inflation wirken sich wertmindernd auf Immobilienwerte aus
- Hohes Risiko, da potentiell enorme Abwertungen drohen, dies könnte Abwärtsspirale in Gang setzen: bilanzielle Vernichtung von Eigenkapital, höherer Verschuldungsgrad, ggf. Probleme bei Anleihen, schlechtere Refinanzierungsmöglichkeiten/-konditionen, Rückwirkung auf Verkaufspreise

Aktie

- Starke Verluste ab Herbst 2021, v.a. aber seit März 2022
- Von 54 EUR Hoch auf unter 20 EUR (Oktober 2022)
- Weitere Aktienaussgabe scheidet als Finanzierungsweg aus

Krise - Maßnahmen

➤ Weitere **Schulden vermeiden**

- Übernahmen/Expansion auf Eis (ADLER Group)
- Neubau einstellen oder verlagern (Verlagerung von development to hold -> development to sell, ca. 900 Mio. EUR)
- Ggf. Reduktion der Modernisierungsinvestitionen entsprechend veränderter Renditekalkulation

➤ **Einnahmenseite optimieren**

- Indexmieten (Potentialanalyse Vonovia: 140.000 WE in DE-Bestand)
- Bestandsmieten, value add, Energiebereich

➤ **Kostenreduktion**

- Instandhaltung, Personalabbau (ab 2024?)

Krise - Maßnahmen

- Liquidität schaffen
 - Verkauf von Beständen angekündigt: 66 Tsd. WE, ca. 13 Mrd. EUR
 - Reduktion Investitionen von 2.300 Mio. EUR geplant für 2022 auf ca. 1.350 Mio. EUR real in 2022 und 850 Mio. EUR in 2023
- Zusätzliche Investitionsmöglichkeiten für weitere Investorentypen (Versicherungen, Pensionsfonds) schaffen
 - Verkauf Anteile an Teilportfolien in BaWü und Schweden. Umfasst ca. 60.000 WE.
- Bewirtschaftungsplattform auf/für Dritte ausweiten
 - Vonovia bewirtschaftet schon > 70.000 WE für Dritte

Quellen & Hinweise

Zahlen und Daten entstammen, soweit nicht anders angegeben, weitgehend den Geschäfts- und Quartalsberichten, den zugehörigen Präsentationen oder direkt der Website der Vonovia. Teils wurden auf dieser Basis eigene Berechnungen angestellt. Geschäfts- und Quartalsberichte abrufbar unter:

<https://investoren.vonovia.de/news-und-publikationen/berichte-publikationen/>

Positionspapier des Deutschen Mieterbundes zu den Geschäftspraktiken börsennotierte Wohnungsunternehmen:

https://www.mieterbund.de/fileadmin/public/Gesetze_Positionen/20211105-Wohnungskonzerne.pdf

Abschlussbericht der Enquete-Kommission des Landtages NRW (2013):

https://www.landtag.nrw.de/files/live/sites/landtag-r20/files/Internet/I.A.1/EK/16.WP/EK_I/LT_2013%2003%2025%20Endbericht%20insgesamt-Druckfassung.pdf

Zur Berechnung der Extraktionsrate siehe:

<https://www.rosalux.de/publikation/id/46379/vonovia-ein-problem-das-immer-groesser-wrid>

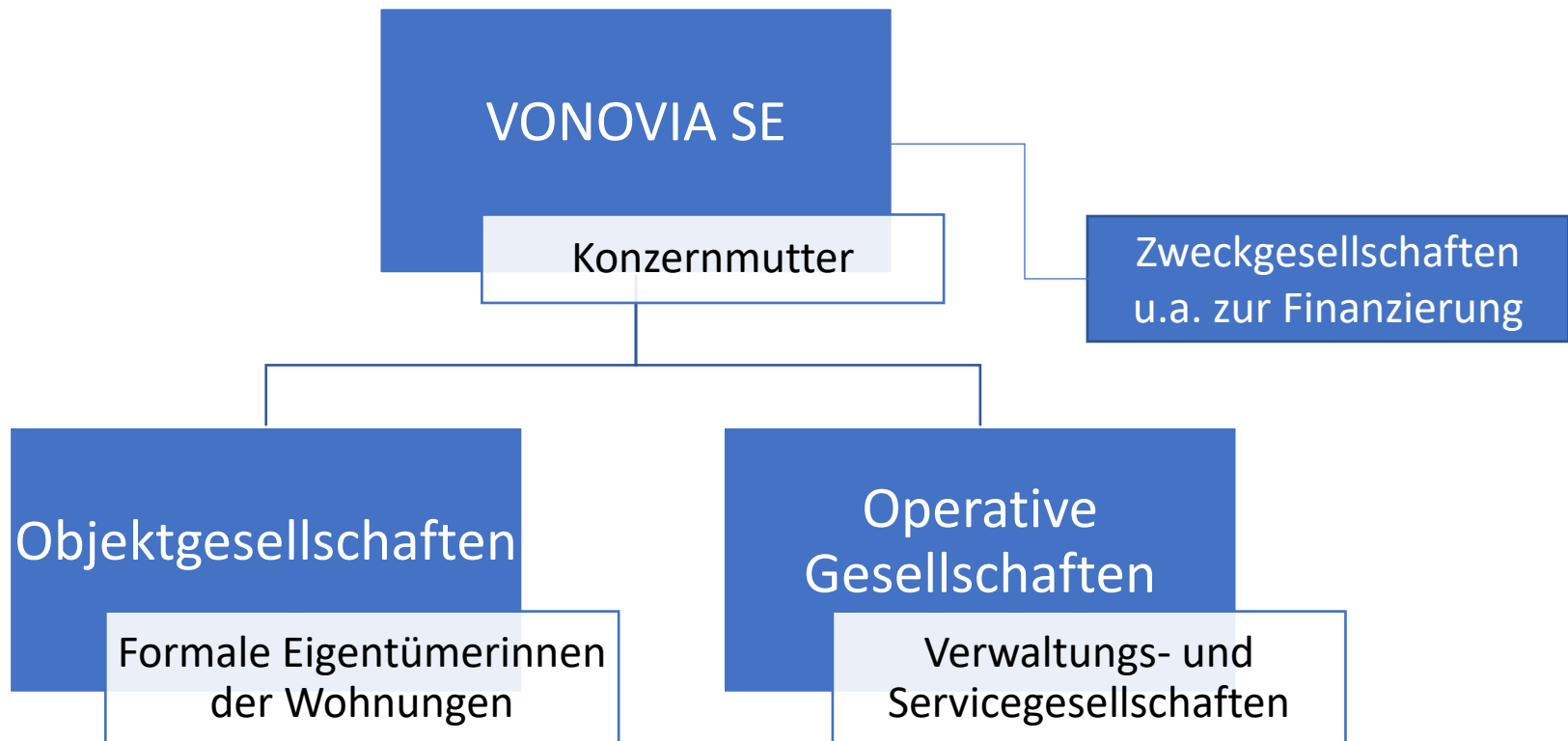
Kontakt

Daniel Zimmermann
Koordinationsstelle große Wohnungsunternehmen
mail: daniel.zimmermann@dmb-nrw.de

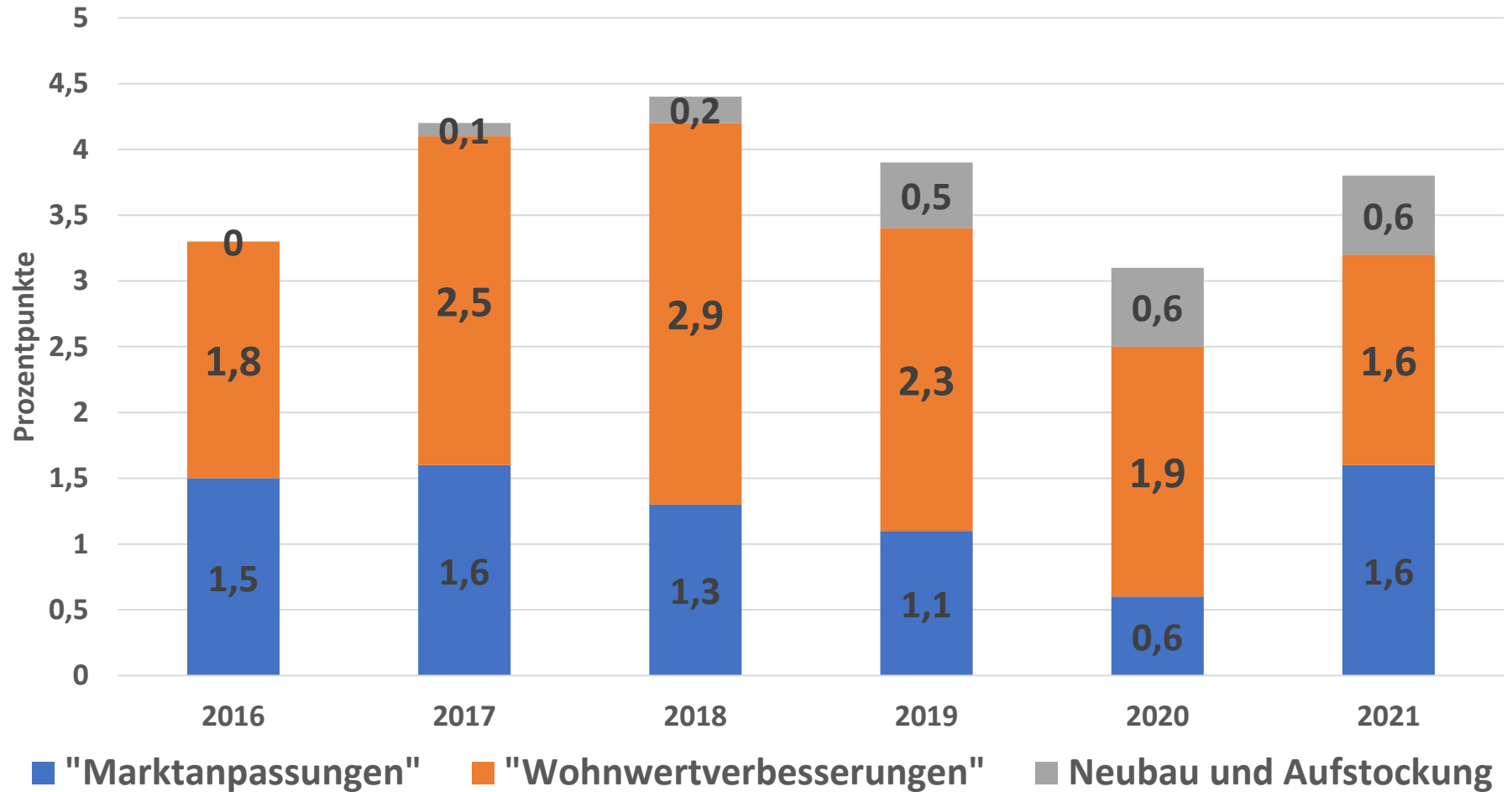
Anhang

Konzernstruktur (vereinfacht) Vonovia

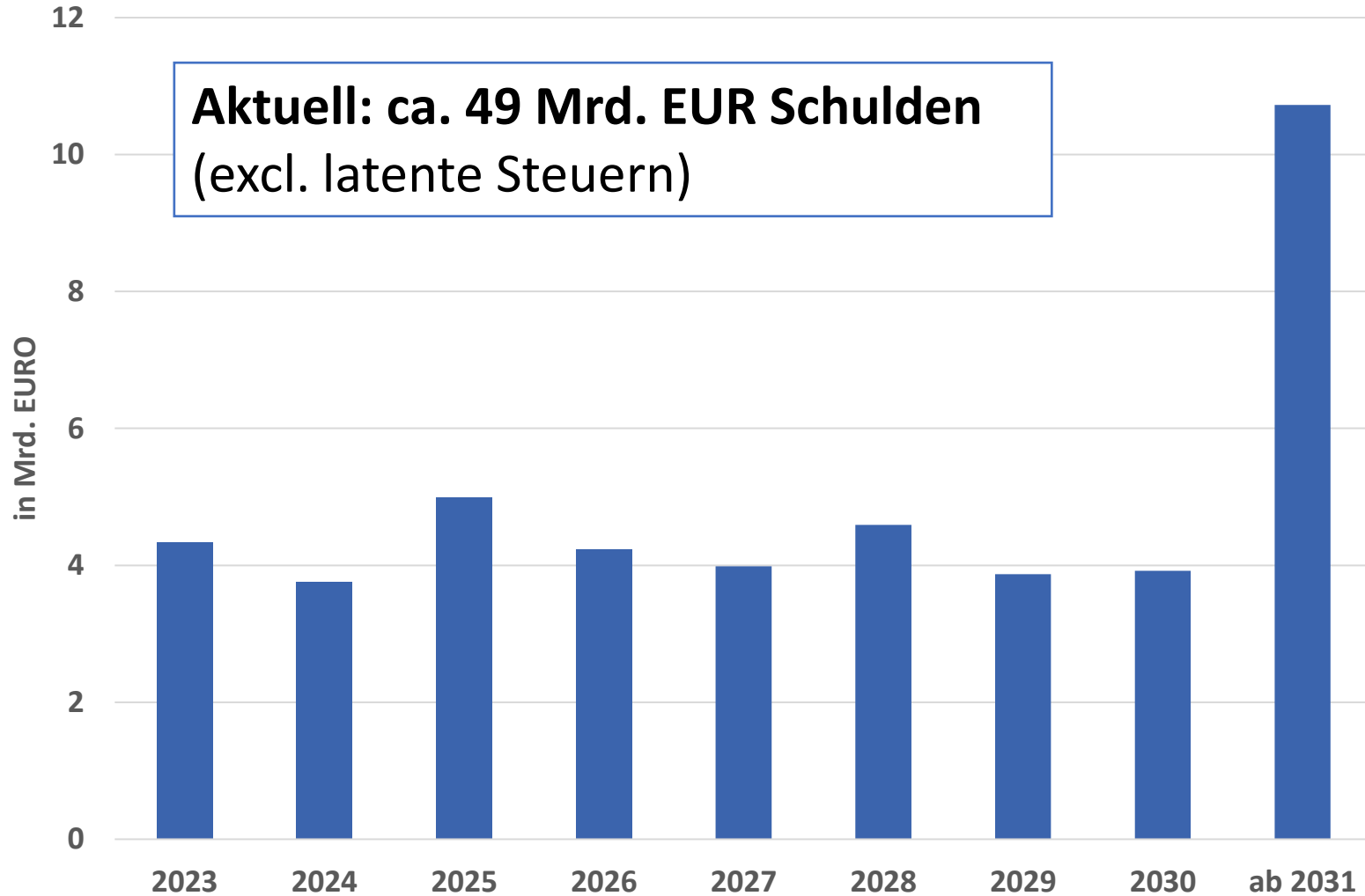
Europaweit agierender, börsennotierter Konzern mit über **740** in den Konzernabschluss einbezogenen **Unternehmen**.
Davon mehr als **450 in Deutschland** ansässig.



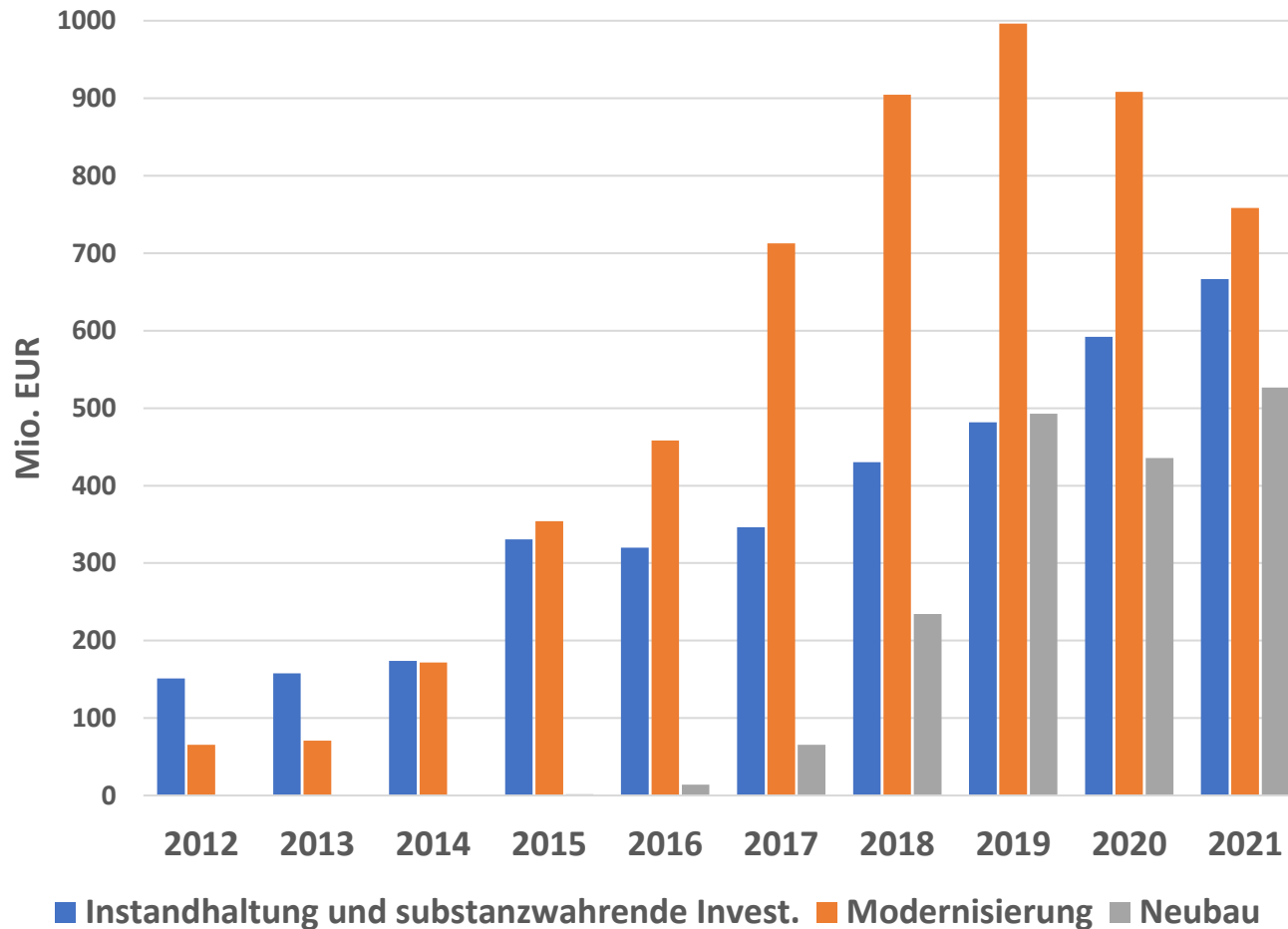
„organische“ Mietsteigerungen



Fälligkeitsstruktur Vonovia



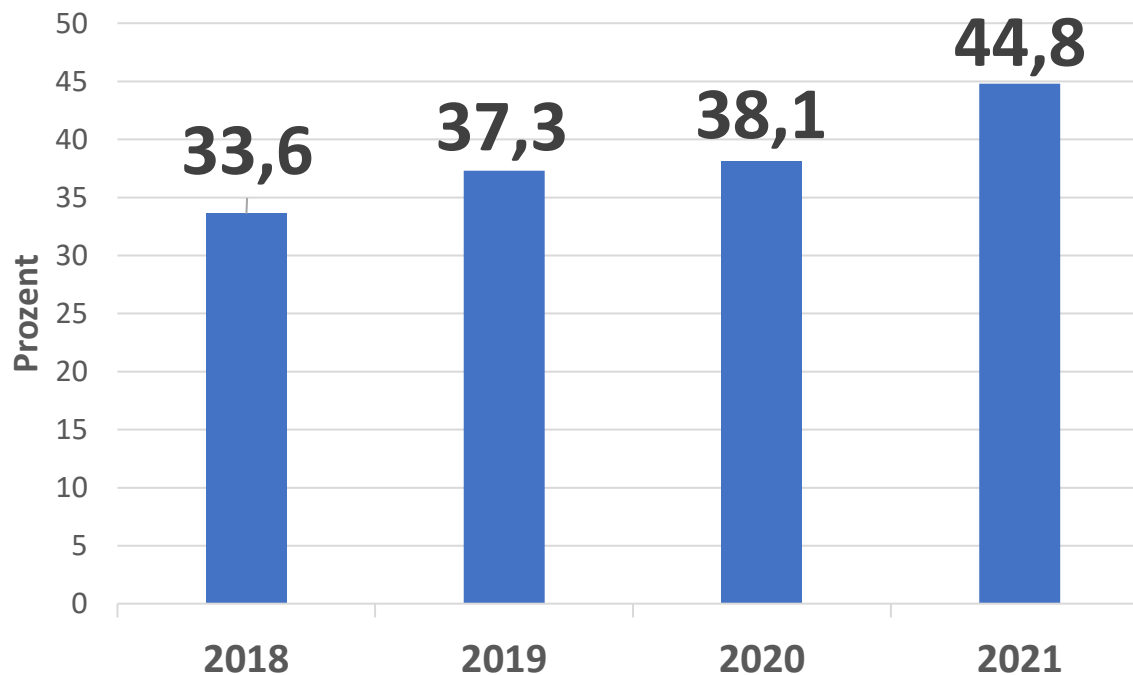
Investitionen



- Instandhaltungsausgaben sind voll kostenwirksam! Sie können nicht auf die Mieter umgelegt werden.
- Modernisierungen sind Investitionen, die durch höhere Mieteinnahmen verzinst werden und bilanziell aktiviert werden können.

„Extraktionsrate“

Unter Berücksichtigung von Erlösen aus dem Verkauf von Wohnungsbeständen und Dienstleistungen für Dritte lässt sich errechnen, welcher Anteil der Mieteinnahmen für die Dividendenzahlung aufgewendet wird.



Anders gesagt:

**Von jedem Euro
Miete flossen 2021
ca. 45 Cent an die
Aktionäre!**

**Bei bspw.
monatlich 450 EUR
Kaltmiete sind das
202 EUR!**