



**ZEIT ZUM HOCHHIEVEN:**  
Die dicken Kursverluste bei  
Immobilitäten sollten nicht  
von Dauer sein

## IMMOBILIENAKTIEN

# Betongold zu Discountpreisen

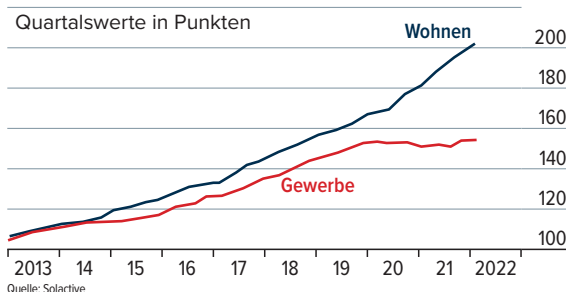
Immobilienwerte wurden an der Börse **als Erste abgestraft**, lange vor dem breiten Markt: Zinsschock, Kosten, Mietunsicherheiten. Sie dürften sich auch **als Erste erholen**. Dafür gibt es gute Gründe

von BERND JOHANN

### Knappe Güter, hohe Preise

Wohnungen verteuern sich in Deutschland seit der Finanzkrise permanent. Beim Gewerbe unterbrach Corona den Auftrieb kurzzeitig. Von der Preis-Hausse profitieren Bestandseigner wie z. B. Immobilienfirmen.

#### VDP-Immobilienpreisindizes für Deutschland



Die Bilanz hat es in sich. Seit August vergangenen Jahres, also in gerade mal elf Monaten, hat sich der Aktienkurs von Europas führendem Wohnungskonzern und Dax-Mitglied Vonovia rundweg halbiert. Bei TAG Immobilien und LEG Immobilien, beide im MDax, summieren sich die Verluste auf sogar gut 60 und fast 45 Prozent. Auch auf Gewerbebauten ausgerichtete Firmen ließen mit Kurseinbußen von bis zu 35 Prozent seit vergangenem Sommer wie bei Alstria Office Reit oder DIC Asset mächtig Federn. Zum Vergleich: Im selben Zeitraum ermäßigte sich der Dax-Index als deutsches Börsenbarometer „nur“ um rund 20 Prozent.

Hinter der abrupten Umkehr einer zuvor zwölf Jahre währenden Hausse der Immobilienaktien stecken in erster Linie die zügig steigenden Zinsen bzw. zunächst die Angst davor. Die Papiere gelten hier als sehr sensibel: Die Zinsen bilden mit den wichtigsten Kostenfaktor in der kapitalintensiven Branche. Hinzu kommen stärkere Mietregulierungen bei Wohnungen. Nach einer langen Ära ständig billigeren Geldes, sinkender Kosten und steigender Mieten, in der sich Firmen und Börse bequem eingerichtet hatten, bedeutet das einen klaren Bruch. Der Markt reagiert darauf massivst.

Zu massiv, wie Branchenkenner inzwischen meinen. „Da überzieht die Börse klar nach unten“, urteilt Christopher Mehl vom unter anderem auf die Betongoldbranche spezia-

lisierten Analysehauses SRC Research. Denn mit dem Kursrutsch lösten sich oftmals gleich die Aktiengewinne der vorherigen fünf, sechs Jahre in kürzester Zeit in Luft auf. Dabei sind die meisten Firmen heute deutlich größer als ehemals, arbeiten effizienter und verdienen auch signifikant mehr. Die harte Abstrafung durch die Börse passt dazu wenig. Sie sollte so eher eine Chance darstellen, billige Kurse gezielt für Engagements zu nutzen. Denn eine Wende nach oben könnte gleichfalls abrupt einsetzen, nach dem Desaster dann schnell mit 30 oder 40 Prozent Erholungspotenzial.

**Lage besser als die Stimmung.** Den Anstoß dazu mag vielleicht schon der gegen Ende Juli anlaufende Reigen der Halbjahresberichte geben. Was gar nicht zur miesen Kursbilanz passt: Bei vielen Unternehmen zeichnen sich nach 2021 für 2022 neue Ergebnisrekorde ab: Vonovia, DIC Asset, Grand City, LEG, Aroundtown, TAG Immobilien, Peach Property usw. Vor allem Wohnungsfirmen segeln hier stramm auf Kurs. Michael Voigtländer, Immobilienexperte beim Institut der deutschen Wirtschaft (IW), spricht von stabilen Erträgen und einer hohen Resilienz des deutschen Wohnungsmarkts.

Zu beachten: Die Zahlen zielen auf das Ergebnis der Vermietaktivitäten, im Fachjargon Funds from Operations (FFO). Es bildet bei den meisten Firmen die zentrale Steuerungsgröße für das Geschäft. Das Konzernergebnis weicht davon oft erheblich ab und schwankt auch stärker. Hier fließen die Resultate aus der Immobilienbewertung (Zu- oder Abschreibungen) und weitere Wertansätze mit ein. Beispiel Vonovia: Die Übernahme der Deutschen Wohnen im Herbst 2021 erweist sich im Nachhinein als teuer. Sie dürfte so 2022 trotz Rekord im Vermietgeschäft über Wertberichtigungen auf das Konzernergebnis drücken. Daran leidet aktuell auch die Vonovia-Aktie. Aber auch generell könnten steigende Zinsen in der Branche künftig vermehrt zu Wertminderungen führen.

Andererseits sichern stabile Mieterträge einen nachhaltigen Geldeingang und damit gute Dividenden. Etliche Gesellschaften geben einen festen Satz des FFO alljährlich an ihre Aktionäre weiter. Der Kursrutsch der Aktien treibt nun die Ausschüttungsrenditen steil nach oben. So zeichnet sich

nach bisherigen Indikationen bei TAG und DIC Asset für Frühjahr 2023 ein Dividendenertrag von acht Prozent, bei Aroundtown von sieben, bei Vonovia von sechs und bei LEG und Hamborner Reit von gut fünf Prozent ab. Auf die hohen Renditen sollte die Börse spätestens ab Herbst, wenn die neue Ausschüttungssaison langsam ins Blickfeld rückt, reagieren.

**Aktien weit unter Wert.** Günstig wie seit der Finanzkrise 2008/09 nicht mehr erscheinen viele Immobilitätstitel auch mit Blick auf ihren Substanzwert oder NTA (Net Tangible Assets). Er errechnet sich aus den Marktpreisen der Immobilien plus sonstigen Vermögenswerten abzüglich aller Verbindlichkeiten. Bei Aroundtown erreicht der Kursrückstand zum Substanzwert (NTA) aktuell dicke 70 Prozent, bei Vonovia und TAG rund 55 Prozent, bei DIC Asset 45 Prozent. Selbst bei rechnerischer Reduktion des Substanzwerts um 10 oder 20 Prozent wegen des absehbar schwierigeren Umfelds klafft da immer noch eine riesige Lücke.

Zudem treffen die steigenden Zinsen die Firmen zunächst weit weniger, als die Börsenreaktion glauben macht: In der Regel haben sie die Minizinsphase genutzt, um sich auf lange Frist Geld zu leihen. „Die meisten Unternehmen sind gut durchfinanziert“, bestätigt SRC-Experte Mehl. Nennenswerte Kreditverlängerungen stehen so häufig erst in weiterer Zukunft an, bei LEG oder Grand City etwa erst ab dem Jahr 2024. Zudem ist heute als Lehre aus der Finanzkrise ein eher geringer Verschuldungsgrad in Bezug auf das Immobilienvermögen (LTV) von um 40 Prozent oder darunter Standard. Auf höhere Quoten antwortet der Markt schnell mit Kursabschlägen.

Fazit: Die goldenen Jahre ständig steigender Mieten und Erträge sind wohl passé. Andererseits dürften Firmen, die gut finanziert sind und flexibel auf Herausforderungen wie energetische Sanierung, steigende Baukosten oder coronabedingte Veränderungen (Gewerbe) reagieren können, sich auch künftig wacker schlagen. Denn die Nachfrage ist da, bei Wohnungen ohnehin, aber ebenso beim Gewerbe. Sie sichert weiter gute Einkommen. Im Folgenden drei Titel mit Aussicht auf kräftige Kurserholung plus ein ETF, mit dem sich auf einen Dreh bei Immobilienaktien generell setzen lässt. ■ ▷

## Teuer wie lange nicht mehr

Die Zinsen für zehnjährige Hypothekendarlehen sind heute so hoch wie zuletzt vor mehr als zehn Jahren. Damit verteuert sich auch die Refinanzierung der Immobilienfirmen, Hauptgrund für den Kursabsturz.

### Baugeldzinsen über 10 Jahre



## Kurse wie vor fünf Jahren

In nicht mal einem Jahr fiel der Solactive-Dimax-Index als Kursindikator der zwölf größten deutschen Immobilitätstitel um satte 45 Prozent. Die Geschäftsergebnisse sprechen klar für eine baldige Wende.

### Solactive-Dimax-Immobilien-Index



LEG IMMOBILIEN

### Solide und einnahmenstark

**Das Unternehmen:** Bewusst als Anbieter bezahlbaren Wohnraums sieht sich die Düsseldorfer LEG. Sie adressiert so vor allem Mieter mit kleinerem und mittlerem Einkommen. Aktuell hält sie gut 166 000 Wohnungen in ihrem Bestand, davon rund 80 Prozent in Nordrhein-Westfalen. Weitere Standorte sind Niedersachsen, Rhein-Neckar und Schleswig-Holstein.

**Die Zahlen:** Parallel zum Markttrend steigerten die Düsseldorfer Ertrag und Dividende über die vergangenen Jahre kontinuierlich. 2021 sprang ein Mietergebnis (FFO) von 423 Millionen Euro oder 5,84 Euro je Aktie heraus. Die Dividende wuchs von 3,78 auf 4,07 Euro pro Anteil. LEG verfügt über eine sehr solide Eigenkapitalquote von knapp 44 Prozent. Gleichzeitig will der Vorstand die Verschuldung im Verhältnis zum Immobilienwert mit maximal 43 Prozent im Rahmen halten. Die Sachverständigen errechneten per Ende März für das Unternehmen einen Substanzwert von 150,49 Euro je Aktie.

**Die Vision:** Das Management kalkuliert mit weiterhin steigenden Mieterträgen (FFO) von drei Prozent jährlich auf vergleichbarer Basis. LEG will aber wachsen. Bis zu 7000 Wohnungen sollen jedes Jahr zum Portfolio hinzukommen. Mitverdienern dürften auch die Aktionäre: 70 Prozent des FFO will der Vorstand alljährlich als Dividende ausschütten, wahlweise in Aktien. Das würde für das Jahr 2022 und – nach den aktuellen Analystenschätzungen – auch für 2023 auf aktueller Kursbasis eine Dividendenrendite von mehr als fünf Prozent bedeuten. Auf dem arg gedrückten Kursniveau sollten vor diesem Hintergrund die Restrisiken bei der Aktie überschaubar bleiben.

### Auf 5-Jahres-Tief

Nahezu 50 Prozent Kursabschlag auf den Substanzwert passen wenig zu einem zwar nicht spektakulär wachsenden, aber doch sehr stabilen Unternehmen. Ein Dreh bei der Aktie sollte nur eine Frage der Zeit sein.



WKN/ISIN	<b>LEG11/DE000LEG110</b>
Börsenwert	<b>5,79 Mrd. €</b>
Kurs-FFO-Verhältnis 2022/23e	<b>12,1/11,4</b>
Dividendenrendite 2022/23e	<b>5,7/6,0 %</b>
Kursziel/Stoppkurs	<b>105,00/68,00 €</b>
Risiko	<b>Kurspotenzial 35 %</b>

Quelle: Bloomberg

e = erwartet

PEACH PROPERTY

### Agile Schweizer mit deutschem Geschäft

**Das Unternehmen:** Peach zählt zu den zügig wachsenden, kleineren Wohnungsgesellschaften in Deutschland, sitzt aber in Zürich. Mit zuletzt gut 27 400 Einheiten hat sich der Bestand seit 2019 mehr als verdoppelt. Dabei bevorzugen die Eidgenossen Mittelzentren und die Speckgürtel um Großstädte, bisher mit den regionalen Schwerpunkten Nordrhein-Westfalen und Südwestdeutschland. Eine Spezialität der Schweizer: Repräsentanzen vor Ort, Peach Points genannt, erleichtern den Dialog mit den Mietern mit dem Ziel einer engeren Bindung und einer steten Verbesserung der Wohnqualität.

**Die Zahlen:** Mit der raschen Expansion wuchs das Mietergebnis (FFO) 2021 auf 11,1 Millionen nach 4,6 Millionen Franken, aber auch die Verschuldung mit LTV 51,7 Prozent. Der Substanzwert nahm auf 68,56 Franken je Aktie zu.

**Die Vision:** Peach erwirbt oft Wohnobjekte mit erhöhtem Leerstand, mit dem Ziel, ihn über gute Mieterkontakte bald zu reduzieren. Nach der starken Expansion der Vorjahre soll nun die Optimierung der Bestände zu weiter steigenden Erträgen führen. Die Analysten rechnen für 2022 erneut mit nahezu einer Verdopplung des FFO. Der Markt wird aber auch auf einen Abbau der gestiegenen Verschuldung achten. Gelingt er, wäre dies ein weiterer potenzieller Treiber für den Aktienkurs. Das Papier zählt bei dieser Ausgangslage und wegen der expansionsbedingt noch geringeren Rentabilität zu den spekulativeren Wohnungstiteln, aber auch zu den aussichtsreicheren. Ab 2023 soll die Bilanzierung Marktversionen zufolge zudem in Euro erfolgen. Nachteil: Wegen Firmensitz Zürich wird die Aktie nur in der Schweiz gehandelt.

### Mitgefangen, mitgegangen

Trotz des flotten, bisher ungebrochenen Firmenwachstums knickte der Peach-Kurs im Sog der Branchen-Baisse um nahezu die Hälfte ein. Der Discount zum Substanzwert erreicht inzwischen gleichfalls fast 50 Prozent.



WKN/ISIN	<b>A1C8PJ/CH0118530366</b>
Börsenwert	<b>593 Mio. sfr</b>
Kurs-FFO-Verhältnis 2022/23e	<b>29,1/19,4</b>
Dividendenrendite 2022/23e	<b>1,7/2,6 %</b>
Kursziel/Stoppkurs	<b>52,00/29,00 sfr</b>
Risiko	<b>Kurspotenzial 45 %</b>

Quelle: Bloomberg

e = erwartet

## DIC ASSET

### Restart mit neuem Profil ...

**Das Unternehmen:** DIC Asset zur Jahresmitte 2022 ist nicht mehr DIC Asset vom Frühjahr 2022. Ende März übernahmen die Frankfurter 60 Prozent der VIB Vermögen, einem Halter von Gewerbeimmobilien für den Mittelstand in Süddeutschland. Dies erweitert das Portfolio von bis dahin 94 Objekten im Wert von 2,2 Milliarden Euro um 109 voll vermietete Gebäude vor allem aus Logistik und Handel (Wert 2,3 Milliarden Euro). Zudem managt DIC Asset ein Portfolio von 11,5 Milliarden Euro für institutionelle Anleger.

**Die Zahlen:** 2021 wuchs der Mietertrag um gut zehn Prozent auf 107 Millionen Euro. Hinzu kamen 101 Millionen Euro Gewinn (+21 Prozent) aus dem Immobilienmanagement. Durch den Kraftakt VIB-Erwerb schnellte aber auch die Verschuldungsquote von 48 auf 55 Prozent hoch.

**Die Vision:** Seit 1. April wird VIB in die DIC-Bilanzierung einbezogen. Für 2022 ist damit ein Sprung bei Einnahmen und Erträgen programmiert, beim Mietergebnis um mindestens 20 Prozent. Etwas dünner dürften wegen der Marktunsicherheiten die Managementgewinne ausfallen. Tendenziell soll das Portfolio weiterwachsen, ebenso wie der Substanzwert von zuletzt 18,50 Euro je Aktie (inkl. Immobilienmanagement 25 Euro je Anteil). Die Vorfinanzierung des rund 700 Millionen Euro teuren VIB-Erwerbs will DIC durch eine Anleihe und eine Kapitalerhöhung ablösen, Letztere wohl nicht zu den aktuellen Ausverkaufskursen. Das würde die Schuldenquote wieder klar unter 50 Prozent lotsen. Konkretere Aufschlüsse über die neue DIC wird es am 2. August geben. Dann kommt der Halbjahresbericht.

### ... von der Börse (noch) ignoriert

Honoriert hat die Börse den VIB-Erwerb bisher nicht. Der DIC-Kurs stürzte vielmehr um 40 Prozent ab. Ab August mit frischen Zahlen und bei einem sehr agilen Vorstand könnte aber eine neue Rechnung beginnen.



WKN/ISIN	A1X3XX/DE000A1X3XX4
Börsenwert	838 Mio. €
Kurs-FFO-Verhältnis 2022/23e	6,7/5,5
Dividendenrendite 2022/23e	7,9/8,4%
Kursziel/Stoppkurs	16,00/8,80 €
Risiko	■ ■ ■ ■ ■ ■
	Kurspotenzial <b>55%</b>

Quelle: Bloomberg

e = erwartet

## ISHARES-STOXX-EUROPE-REAL-ESTATE-ETF

### Europa-Immobilien im Paket

**Der Fonds:** Der Fonds von iShares (Blackrock) bildet einen Index aus Aktien von europäischen Unternehmen ab, die ihr Geld auf dem Immobiliensektor verdienen. Aktuell umfasst er 35 Firmen. Die Zusammensetzung wird vierteljährlich überprüft. Zwar stellt die deutsche Vonovia mit einem Anteil von aktuell knapp 14 Prozent das Schwergewicht dar und LEG Immobilien folgt mit knapp vier Prozent auf Rang vier. Klar dominieren mit einer Quote von 31,3 Prozent im Index aber britische Titel, voran Segro Reit (Platz zwei) und Land Securities. Die schweizerische Swiss Prime Site belegt Position drei im Portfolio. Trotz der europaweiten Ausrichtung zeigt der ETF eine sehr ähnliche Kursentwicklung wie die deutschen Immobilientitel. Auch die Gründe für den Kurseinbruch über die vergangenen Monate sind dieselben. Der Indexfonds bietet sich so dazu an, pflegeleicht und kostengünstig ohne Einzelaktienauswahl auf eine Wende im Immobiliensektor an der Börse zu spekulieren.

**Die Alternative:** Erst seit Kurzem ist ein reiner Wohnimmobilien-Aktienfonds mit klarem Schwerpunkt Deutschland unterwegs, zwar nicht als ETF, sondern als aktiv gemanagter Pool: Der Salytic Wohnimmobilien Europa Plus (WKN: A2QND3) zielt vor allem auf inländische Wohnimmobilienwerte, mischt aber auch Titel aus anderen europäischen Ländern bei. Vorn derzeit: gleichfalls Vonovia (Gewichtung knapp zehn Prozent), LEG (knapp neun Prozent) und die französische Saint Gobain (4,5 Prozent des Portfolios). Seit Auflage Ende April sank der Anteilswert um rund 16 Prozent. Als Newcomer ist der Salytic-Fonds allerdings nicht bei allen Banken erhältlich.

### Breitere Basis, gleiches Muster

Die europaweite Streuung ändert nichts am Kursverlauf: Mit einem Minus von gut 30 Prozent seit August 2021 gleicht er dem deutscher Titel. Der ETF sollte so auch eine Wende nach oben ungebremst mitmachen.



WKN/ISIN	A0Q4R4/DE000A0Q4R44
Fondsvolumen	86,5 Mio. €
laufende Kosten	0,46%
Fondswährung	EUR
Veränder. 6/11 Monate	-24,9/-31,1%
Auflagedatum	19.9.2006

Quelle: Bloomberg