

GSW Immobilien (SDAX)

Attraktive Rahmenbedingungen in der Hauptstadt

Im zweiten Anlauf schaffte die GSW Immobilien AG am 15.04.2011 den Gang an die Börse und ist seit dem 20.06.2011 bereits in den SDAX aufgestiegen. Bei einem Emissionspreis von € 19 verbuchten die Zeichner bis zum 01.07. bei einem Kurs von € 24.71 einen maximalen Kursgewinn von 30 %. Wir sehen jedoch auf längere Sicht weiteres Potenzial und widmen dem seit 87 Jahren bestehenden Unternehmen in diesem Monat unsere Titelgeschichte.

Aus dem Verkauf von 24.6 Mio. Aktien wurden € 468 Mio. eingespielt, von denen jedoch € 353 Mio. den bisherigen Eigentümern Goldman Sachs und Cerberus zufließen. Bei GSW verblieben aus einer Kapitalerhöhung brutto € 115 und netto ca. 100 Mio., die nach den Worten des Vorstandsvorsitzenden Thomas Zinnöcker vor allem für Wohnungskäufe genutzt werden sollen. Die Alteigentümer, die noch über 39.7 % der Aktien verfügen, machten ein gutes Geschäft, denn sie zahlten 2004 nur € 405 Mio. an die Stadt Berlin und genehmigten sich im Vorjahr eine Ausschüttung von € 440 Mio. Die bei ihnen verbliebenen Aktien stellen einen Wert von derzeit ca. € 375 Mio. dar. Für die Genehmigung zum Börsengang erhielt die Stadt Berlin € 30 Mio., denen die eingekommenen IPO-Gebühren gegenüberstehen.

In Berlin verwurzelt

Die 1924 gegründete und im März 2010 von einer GmbH in eine Aktiengesellschaft umgewandelte GSW Immobilien AG verfügte 2010 über einen Bestand von 48 776

Wohn- und 908 Gewerbeeinheiten sowie 7 679 Garagen- und Stellplätzen mit einer Mietfläche von 3.1 Mio. qm in Berlin und verwaltet darüber hinaus 15 800 Wohn- und Gewerbeeinheiten. Die Nettokaltmiete für die Wohnungen der GSW erhöhte sich 2010 auf € 4.90 (4.81) je qm, während die Leerstandsquote auf 3.7 (4.5) % zurückging.

Weniger Neubauten, mehr Haushalte

Die GSW ist mit der Hauptstadt auf den größten Mietwohnungsmarkt Deutschlands mit ca. 1.9 Mio. Wohnungen und einer Gesamtwohnfläche von ca. 134 Mio. qm (2009) fokussiert. Die Preisentwicklung im Berliner Wohnungsmarkt lässt sich mit den folgenden Zahlen begründen: In den Jahren 2000 bis 2009 sank die Anzahl der neu erbauten Wohnungen um 61 % von 7 280 auf 2 833, während im selben Zeitraum die Zahl der Haushalte um 8.1 % von 1.82 auf 1.99 Mio. anstieg. Die historisch bedingte langfristige Verfügbarkeit von Mietwohnungen führte dazu, dass die Zahl der Eigentumswohnungen mit einem Anteil von 14.1 % massiv unter dem Durchschnitt von 41.6 % in Deutschland (2006) liegt. Die durchschnittliche Kaltmiete ist von 2000 bis 2009 um 15.6 % p. a. auf € 4.83 je qm geklettert. Die Mieten für neu vermietete Wohnungen lagen Ende 2010 bei € 6.11 je qm, wobei in guten Lagen bereits ca. € 12 je qm gezahlt werden. Bei einer durchschnittlichen Leerstandsquote von 3.4 % (2009) ist bei wachsenden Haushalten und geringer Neubautätigkeit mit weiter anziehenden Mietpreisen zu rechnen.

Konzernstrategie formuliert

Die Konzernstrategie wird im Geschäftsbericht für 2010 mit unveränderter Fokussierung auf den Standort Berlin wie folgt dargestellt: „Positionierung als führendes Wohnungsunternehmen in Berlin, Wertoptimierung im Portfolio- und Asset Management, Effizienz und Kundenorientierung im Property Management, intelligente und rentable Investitionen in den eigenen Immobilienbestand, selektive opportunistische Wohnungsverkäufe sowie gezielter und preisadäquater Erwerb neuer Bestände mit Entwicklungs- und Ertragsperspektiven bei lediglich geringfügiger Steigerung der Verwaltungskosten.“ Akquisitionen zur Stärkung der Marktposition werden nicht ausgeschlossen.

Abschluss 2009 mit Sondereffekten

Bei einem Vergleich der Ertragslage in den Geschäftsjahren 2009 und 2010 ist zu berücksichtigen, dass 2009 die als Finanzinvestitionen gehaltenen Immobilien um € 129.2 Mio. aufgewertet wurden; 2010 reduzierte sich diese Position jedoch um € -3.3 Mio. Bei leicht höheren Erlösen aus Vermietung und Verpachtung (VuV) von € 139.9 (133.6) Mio. stellte sich das operative Ergebnis auf € 101.5 (229) Mio. und der Konzernjahresüberschuss auf € 49.3 (172.1) Mio. bzw. € 1.41 (4.92) je Aktie. Für Instandhaltungen und Modernisierungen wurden € 41.2 (39.6) Mio. aufgewendet. Der Cashflow aus laufender Geschäftstätigkeit blieb mit € 48.4 (54.5) Mio. stabil.

Die Bilanz mit einer kaum veränderten Summe von € 2.68 (2.69) Mrd. war naturgemäß geprägt von den langfristigen Vermögenswerten über € 2.59 (2.6) Mrd. Auf

GSW Immobilien AG, Berlin

Telefon: 030 / 2534-1332

Internet: www.gsw.de

ISIN DE000GSW1111,

41.052 Mio. Stückaktien, AK € 41.052

Aktionäre: Cerberus 20.0 %, Goldman Sachs 19.7 %, Government of Singapore Investment 6.2 %, ING Clarion Real Estate Securities 5.8 %, Massachusetts Financial Services 5.1 %, Streubesitz 43.1 %

Kennzahlen	Q1 2011	Q1 2010
Ergebnis VuV	34.8 Mio.	31.9 Mio.
ber. EBITDA	28.8 Mio.	25.6 Mio.
Periodenüberschuss	36 Mio.	-11.3 Mio.
Ergebnis je Aktie	1.03	-0.32
EK-Quote	37.8 %	36.4 %

Kurse am 20.07.2011:

€ 23 (Xetra), H 24.71 / T 19.10

Börsenwert: € 944 Mio.

KGV (FFO) 2011e 13, KBV 0.93 (3/11)



Auf dem erreichten Niveau blieb der Kurs in unsicheren Zeiten stabil.

FAZIT: Berlin sei zwar arm, aber sexy, meint der Regierende Bürgermeister Klaus Wowereit. In Berlin muss man aber nicht arm bleiben, denn die Hauptstadt boomt und das wirkt sich u. a. in steigenden Immobilienpreisen und Mieten aus. Da der Berliner Wohnungsmarkt durch historisch bedingt vergleichsweise geringe Mieten und daraus folgend eine niedrige Eigentumsquote gekennzeichnet ist, besteht in den kommenden Jahren ein bedeutendes Aufwärtspotenzial. Über die traditionsreiche GSW Immobilien AG können sich Anleger nunmehr auch indirekt an Berliner Mietwohnungen beteiligen. Als Lohn erhalten Aktionäre attraktive Dividenden und ein wertvoller werdendes Portfolio: Beides sollte sich positiv im Kurs auswirken.

KH

das Eigenkapital von € 976.4 (926.1) Mio. entfiel ein Anteil von 36.4 (34.4) %. Der Wert der Immobilien ist gutachterlich bestätigt worden.

Guter Start in das laufende Jahr

Zum „guten Start“ in das laufende Geschäftsjahr trugen in Q1 2011 sowohl die im Jahresvergleich auf 3.7 (4.2) % gesunkene Leerstandsquote als auch der Anstieg der durchschnittlichen Nettokaltmiete auf € 4.92 (4.84) je qm bei, die damit noch unter dem aktuellen Stand für Berlin von € 5.21 je qm liegt. Das Ergebnis aus Vermietung und Verpachtung kletterte um 9.4 % auf € 34.8 (31.9) Mio. Das um Einmaleffekte bereinigte EBITDA legte um 12.4 % auf € 28.8 (25.6) Mio. zu; unbereinigt standen € 51.5 (19.5) Mio. in den Büchern, u. a. auf Grund des verkauften Breitbandkabelgeschäfts. Der Periodenüberschuss von € 36 (-11.3) Mio. entsprach einem Ergebnis von € 1.02 (-0.32) je Aktie. Der für die Dividende relevante FFO I (Funds From Operations ohne Immobilienverkäufe) blieb mit € 13.2 (13.8) Mio. bzw. € 0.32 (0.34) je Aktie fast stabil. Für das Gesamtjahr erwartet der Vorstand einen FFO I zwischen € 54 und 59 Mio. bzw. € 1.32 bis 1.44 je Aktie. Die bereits vor dem Börsengang erklärte Absicht, 65 % des FFO I als Dividende auszuschütten, wurde bekräftigt, so dass die Aktionäre für 2011 von € 0.86 bis 0.94 je Aktie ausgehen können, die zum aktuellen Kurs von € 23 eine Rendite von 3.7 bis 4 % erbringen würden.

Refinanzierung gesichert

In Q1 2011 ist es gelungen, eine bis maximal 2013 laufende Kreditverbriefung in



Eine Wohnanlage der GSW Immobilien AG in Berlin-Reinickendorf.

Höhe von € 890 Mio. auf neue Darlehen mit sechs deutschen Banken umzustellen, die zwischen 5 und 32 Jahren laufen, so dass frühestens 2016 neu verhandelt werden muss. Der durchschnittliche Zinssatz aller Verbindlichkeiten beträgt 3.7 % im Jahr 2011.

Bei einer Bilanzsumme von € 2.7 (2.68) Mrd. ist das Eigenkapital seit dem Jahresende auf € 1.02 (0.98) Mrd. gewachsen und macht nunmehr 37.8 (36.4) % der Bilanzsumme aus. Das positive Quartalsergebnis führte zu einem Anstieg des Nettoinventarwerts nach EPRA (NAV) auf € 1.02 (0.99) Mrd. bzw. € 24.90 je Aktie. Stichtagsbedingt sind darin die Mittel aus der zum Börsengang vorgenommenen Kapitalerhöhung nicht enthalten. Die für Immobilienwerte wichtige Kennziffer für das Ver-

hältnis der Nettoschulden zu den Immobilienwerten (Loan to Value / LTV) belief sich auf solide 59.9 (61.1) %. Nach dem Verkauf von 122 und dem Zukauf von 101 Wohnungen lag der Wert des Portfolios bei unverändert € 2.6 Mrd.

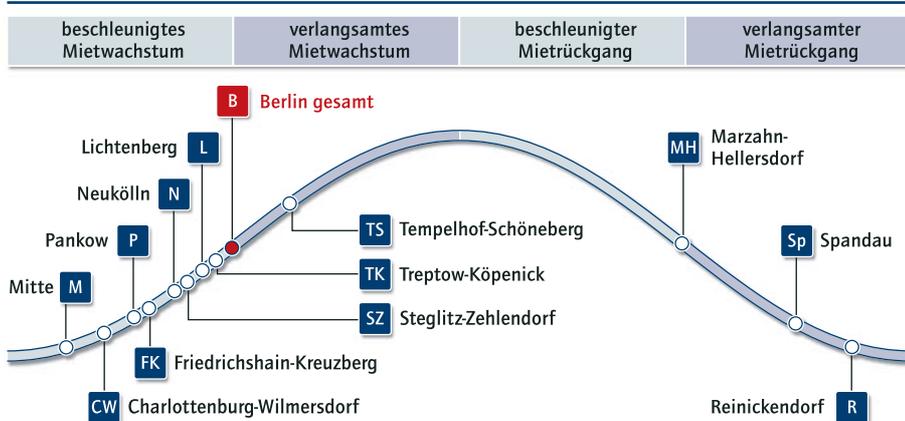
Wachstum durch Zukäufe und Akquisitionen

Nach erfolgreicher Restrukturierung in den vergangenen Jahren und Erledigung der beiden Großprojekte „Refinanzierung“ und „Börsengang“ steht der Konzern „auf einer soliden und deutlich verbesserten Finanzierungsbasis“, so dass die geplante Wachstumsstrategie mit gezielten Investitionen und Akquisitionen in Berlin in Angriff genommen werden kann. Mit den Mitteln aus dem Börsengang sollen in den kommenden zwei Jahren 5000 bis 6000 Wohneinheiten erworben werden. Im September 2011 wird die GSW Immobilien AG darüber hinaus eine bestehende Verbindlichkeit von ca. € 42 Mio. aus EK02 beim Fiskus tilgen. Durch diese Einmaltilgung wird die Zahlung von sieben Raten vermieden. Diese Ablösung lohnt sich, denn die Ursprungsverbindlichkeit war mit 5.5 % zu verzinsen. Die vorzeitige Ablösung bringt dem Unternehmen einen finanziellen Vorteil von ca. € 7 Mio. Die EK02-Verbindlichkeit resultiert aus dem Jahr 1990, als die GSW mit dem Status eines gemeinnützigen, steuerbefreiten Wohnungsunternehmens in eine voll steuerpflichtige Gesellschaft gewandelt wurde.

Der FFO I für 2011 dürfte bei weiterhin günstigen Rahmenbedingungen den oberen Rand der Spanne von € 54 bis 59 Mio. erreichen, vielleicht sogar übertreffen.

Klaus Hellwig

Mietwohnungen: Aktuelle Position im Marktzyklus (2010)



Quelle: CB Richard Ellis

Die Grafik zeigt die Position der Bezirke und der Gesamtstadt im Zyklus des Mietmarkts, abgeleitet aus Marktdaten und Trendprognosen. Die Bezirke ganz links befinden sich am Beginn eines Mietanstiegs; in den Bezirken weiter oben rechts in der Kurve ist er zum Teil bereits eingetreten. Die ganz rechts genannten Bezirke durften sich vom Tiefpunkt im Zyklus bald wieder nach oben arbeiten.

GSW Immobilien

„Mit der GSW-Aktie erwerben Anleger ein Stück Berlin“

Mit der GSW Immobilien AG stellen wir eines der führenden privatwirtschaftlichen Wohnimmobilienunternehmen mit Fokus auf den Standort Berlin vor. Interessierte Anleger können als Aktionäre der Gesellschaft seit April 2011 an einer von sämtlichen Beobachtern positiv eingeschätzten Entwicklung des Wohnungsmarktes in der Hauptstadt partizipieren.

Über Geschäftsmodell, Perspektiven und Kurspotenzial sprachen wir mit dem Vorstandsvorsitzenden Thomas Zinnöcker und dem Finanzvorstand Andreas Segal.

NJ: Herr Segal, seit der Notierungsaufnahme am 15.04.2011 legte der GSW-Kurs in der Spitze um 30 % zu. Können sich viele Kleinaktionäre über den Gewinn freuen?

Segal: Wir haben deutschlandweit mehr Zeichnungen von Kleinanlegern bekommen als wir erwartet haben. Die Zuteilung erfolgte im Rahmen der Quote. Wir waren mehr als zweifach überzeichnet.

NJ: Wie können Sie erreichen, dass sich der Anteil der privaten Aktionäre, die sowohl an Wertsteigerungen als auch an attraktiven Dividenden interessiert sind, erhöht?

Segal: Wir erzielen Gewinne und beabsichtigen, ab dem ersten Jahr 65 % unseres FFO I auszusütten. Wertsteigerungen generieren wir durch Wachstum, Mietentwicklung und Leerstandsabbau. Der Anleger bekommt bei der GSW damit beides: Eine sichere attraktive Dividende und eine Chance auf Wertsteigerung. Wir besuchen viele kleinere Privatbanken, um dort die GSW Immobilien AG vorzustellen. Das ist aufwändig, aber es lohnt sich, um die Privatanleger-Quote weiter zu erhöhen.

NJ: Für viele unserer langfristig orientierten Leser ist ein ebenso langfristig angelegtes Geschäftsmodell wichtig. Werden Sie Ihre von uns beschriebene Strategie unverändert fortsetzen?

Zinnöcker: Die GSW ist dreifach fokussiert: Wir investieren ausschließlich in Wohnungen und das nur in Berlin, und wir konzentrieren uns auf die Bewirtschaftung. Bauträgergeschäft, Projektentwicklungen und Immobilienhandel gehören nicht zu unserer Strategie. Das Geschäftsmodell mag einfach klingen, aber es ist solide und transparent und bietet ausreichend Entwicklungschancen. Die GSW ist seit 87 Jahren am Berliner Markt aktiv, diesen kennen wir und er ist mit 1.7 Mio. Wohnungen groß genug für weiteres Wachstum.

NJ: Im Geschäftsbericht 2010 schließen Sie Akquisitionen nicht aus. Wie aktuell ist dieses Thema, denn Sie können ja noch über ca. € 100 Mio. aus dem IPO verfügen?

Segal: Den Nettozufluss aus dem IPO und bestehende Liquidität werden wir in den nächsten zwei Jahren für die Akquisition von 5000 bis 6000 Wohnungen verwenden. Im ersten Halbjahr 2011 haben wir rund 20000 Wohnungen angeboten bekommen. Wir kaufen aber nicht um jeden Preis, sondern nur, wenn sich die Wohnanlagen in das bestehende Portfolio integrieren lassen und von Anfang an einen positiven Zusatzbeitrag zum Bewirtschaftungsergebnis und zum EBITDA leisten.

Zinnöcker: Mit unserer Managementplattform aus zentralem Helpdesk und mobilen Außendienst können wir unsere Kunden nah und effizient betreuen. Unsere telefonische Erreichbarkeit liegt bei 98 % und mehr als 65 % aller Anliegen können wir für unsere Mieter direkt am Telefon klären. Dadurch sind wir in der Lage, bis zu 70000 Wohneinheiten ohne große zusätzliche Kosten zu bewirtschaften.

NJ: Die Bewertung an der Börse entspricht in etwa dem Buchwert der GSW-Aktie und dürfte ca. 10 bis 15 % unter dem NAV liegen. Das ist für hiesige Immobilienwerte zwar relativ hoch, doch wie kann die Börse zu einer Prämie auf den Buchwert veranlasst werden?

Segal: Wir sind mit der Kursentwicklung seit dem Börsenstart sehr zufrieden. Dennoch liegt unser Net Asset Value zwischen € 27 und 28. Unser Ziel ist es, den Aktienkurs an den Net Asset Value heranzuführen. Wir haben unsere Managementaufgaben sorgfältig erledigt, so dass ein Discount auf den Net Asset Value aus unserer Sicht nicht notwendig oder gerechtfertigt ist.

NJ: Sehen Sie die Gefahr, dass in Berlin, einem traditionell starken Mietermarkt, die Mieten von der Politik gedeckelt werden?

Zinnöcker: Die Berliner Mieten kommen von einem sehr niedrigen Niveau. Seit 1995 steigen die Mieten kontinuierlich, aber nicht übertrieben. Und auch die Rahmendaten stimmen. Die Arbeitslosigkeit sinkt und der Zuzug nach Berlin ist ungebremst. Im Durchschnitt ist Berlin in den letzten fünf Jahren um 9000 Einwohner pro Jahr gewachsen, im Jahr 2010 sogar um 18000. Betrachtet man die Belastung des Haushaltsnettoeinkommens mit Mieten, so liegt die Belastungsquote in Berlin zwischen 22 und 25 %, in Köln, Hamburg und München bei rund 30 %. Auch hieraus lässt sich eine positive weitere Mietentwicklung ableiten. Da die Mieten im sozialen Woh-



Nachhaltige Dividenden und ein wachsender Unternehmenswert sollten sich nach Ansicht des Vorstandsvorsitzenden Thomas Zinnöcker (l.) und des Finanzvorstands Andreas Segal in einem höheren Börsenwert niederschlagen.

nungsbau in Berlin höher sind als die am freien Markt, glauben wir nicht, dass es zu einer Deckelung kommen wird. Was sollte damit erreicht werden? Und ein Markt derartiger Größe wird sich nicht mit politischen Eingriffen lenken lassen.

NJ: Stichwort Politik: Von Ihrem Geschäftsmodell her könnten Sie als Reit auftreten, wenn die Politik das Gesetz ändern würde. Sehen Sie hierfür realistische Chancen?

Zinnöcker: Wir sind eindeutiger Befürworter eines Deutschen Wohnungs-Reit, da es ein ideales und sicheres Kapitalmarktinstrument für den privaten Anleger ist, sozusagen ein Wohnspargbuch auf Aktien. Ein Wohnungs-Reit könnte auch dazu beitragen, die Aktienkultur in Deutschland weiter zu fördern. Wichtig sind natürlich die genauen Rahmenbedingungen eines möglichen Wohnungs-Reit. Davon wäre dann auch eine mögliche Umwandlung der GSW in einen Reit abhängig.

NJ: Abschließend bitten wir Sie, auf die nächsten drei Jahre zu schauen und unseren Lesern zu sagen, wie Sie die Entwicklung in diesem Zeitraum einschätzen.

Zinnöcker: Wir sind solide langfristig finanziert, unsere Management Plattform steht und wir verfügen über Liquidität für ein angemessenes qualitatives und quantitatives Wachstum. Diesen sicheren Weg werden wir weiter gehen und unseren Aktionären eine nachhaltige Dividendenausschüttung und solide Unternehmenswertsteigerungen bieten.

NJ: Herr Zinnöcker, Herr Segal, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Klaus Hellwig