

Godewind Immobilien

DIE ZUCKERDOSAGE ENTFALTET SICH

Seit Q4 2018 hat die Godewind Immobilien AG eine beeindruckende Entwicklung hingelegt. In Rekordzeit wurde ein Portfolio mit einem Wert von aktuell mehr als € 1 Mrd. aufgebaut. Den Lohn dieser Mühe konnte die Gesellschaft bisher nicht an der Börse einfahren. Zu Unrecht, wie wir meinen. Daher haben wir uns entschlossen, dem Unternehmen eine Titelgeschichte zu widmen.

Die Godewind Immobilien AG ging aus der ehemaligen HPE Holding hervor und erhöhte im März 2018 ihr Grundkapital von € 15 auf 108.75 Mio. Die zu € 4,- angebotenen Aktien feierten ihr Debüt an der Börse am 05.04.2018 und gerieten kurze Zeit später in die Fänge von Leerverkäufern, von denen die Aktie im Tief bis auf € 2.75 geschickt wurde, obwohl allein € 3.50 Bargeld je Aktie aus dem Börsenstart vorhanden war. Auf niedrigem Niveau bei Kursen von € 3.11 griffen die heutigen Großaktionäre Karl Ehlerding und Vorstand Stavros Efremidis zu und stockten ihre Position auf mehr als 25 % auf. Seitdem hat das Papier eine durchaus beachtliche Rally hingelegt. Am 09.12.2019 notierte die Aktie bei € 4.10. Gekauft werden z. B. Objekte mit hohem Leerstand an Top-Standorten u. a. in Hamburg, Düsseldorf, Frankfurt, München. Generell ist es beabsichtigt, ein Portfolio von mehr als € 3 Mrd. an Gewerbeimmobilien, bevorzugt aus Bürogebäuden, aufzubauen.

DAX klar geschlagen

Wer in den vergangenen fünf Jahren auf Immobilienaktien setzte, hat damit ordentlich Geld verdient: So erzielten TAG Immobilien, Deutsche Wohnen und Vonovia mit

Wohnimmobilien eine Performance von 136, 91 und 80 %. Die Bochumer Vonovia spielt, anders als die Fußballer vom VfL Bochum, inzwischen sogar im Dax und damit in der ersten Liga. Doch auch mit Gewerbetiteln waren satte Gewinne möglich, wie Aroundtown oder Alstria zeigen. Insgesamt hat der Deutsche Immobilienindex Dimax mit einem Plus von 96 % den DAX klar geschlagen, der in diesem Zeitraum nur 33 % zulegen hat.

Keine Blase zu erkennen

Bis zuletzt haben sich die Immobilienpreise hier zu Lande kräftig erhöht. Daher stuft die Bundesbank Wohnimmobilien in städtischen Gebieten als 15 bis 30 % überbewertet ein. Gleichwohl kann die Notenbank in ihrem Finanzstabilitätsbericht keine Hinweise auf eine Blase, sprich auf eine Spirale aus stark steigenden Preisen, übermäßig steigenden Krediten und erodierenden Kreditvergabestandards erkennen. Auch im Markt für Büroimmobilien liege keine Blase vor, erläuterte der Branchen-Connaisseur Efremidis in einem kürzlich gehaltenen Vortrag zur Entwicklung im Immobilienmarkt seit der Lehman-Pleite im Jahr 2008. Er ist der Meinung, dass der Markt inzwischen in einer sehr viel solideren und stabileren Verfassung sei. Anders als vor Lehman würden die Banken jetzt eben keine neuen Objekte mehr ohne hohe Vorvermietungen finanzieren. Zudem gehe ohne ein entsprechendes Eigenkapital nichts mehr. Mit Büroimmobilien könne nach wie vor eine durchaus attraktive Marge erwirtschaftet werden, berücksichtige man die deutlich gesunkenen Refinanzierungskosten in Zeiten der Null-Zins-Politik.

Vergleich nicht möglich

Der im August 2019 erreichte, durchaus spektakuläre Vermietungserfolg für den Düsseldorfer Bürokomplex Herzogterrassen (ehemalige Zentrale der West LB), mit dem der beim Ankauf noch sehr hohe Leerstand von 45.4 % im Bürobereich auf einen Schlag auf Null reduziert werden konnte, hat sich deutlich in den Q3-Zahlen 2019 niedergeschlagen; denn allein die hieraus resultierende bilanzielle Wertanhebung sorgte für einen Bewertungsgewinn von € 69.6 Mio. Das ließ das Q3-EBIT auf € 73.3 Mio. in die Höhe schnellen. Das Quartalsergebnis sprang auf € 61.6 Mio. Einschließlich der 6M-Zahlen 2019, die infolge der günstigen Zukäufe ebenfalls von einem hohen Bewertungsergebnis von € 83 Mio. geprägt waren, ergaben sich nach 9M 2019 ein EBIT von € 160.2 Mio. und ein Periodenergebnis von € 134.9 Mio. Auf die Darstellung von Vergleichszahlen des Vorjahreszeitraums verzichteten wir auf Grund der nicht vorhandenen Aussagekraft. Nach 9M 2018 gab es weder ein Ergebnis aus der Objektbewirtschaftung noch aus der Immobilienbewertung. Der Grund ist einfach: Zum Bilanzstichtag befanden sich noch keine Immobilien im Portfolio, der Aufbau startete im Q4 2018.

Seit Oktober 2018 geht es Schlag auf Schlag

Seit Oktober 2018 geht es bei den Käufen Schlag auf Schlag. Am 16.10.2018 wurde Vollzug für den Ankauf von zwei Bürogebäuden in Frankfurt und Düsseldorf mit einem Flächeninhalt von 29300 qm zu einem Preis von € 73.5 Mio. bekanntgegeben (Leerstand 1 bzw. 9 %). Es folgte eine gute Woche später ein Bürokomplex in München (15000 qm;

Godewind Immobilien AG, Frankfurt

Branche: Gewerbeimmobilien

Telefon: 069/2713973213

Internet: www.godewind-ag.com

ISIN DE000A2G8XX3,

108.75 Mio. Stückaktien, AK € 108.75 Mio.

Aktionäre: Karl Ehlerding 13.5 %, Stavros Efremidis (Vorstand) 12.02 %, Eigene Aktien 1.38 %, Streubesitz 73.1 %

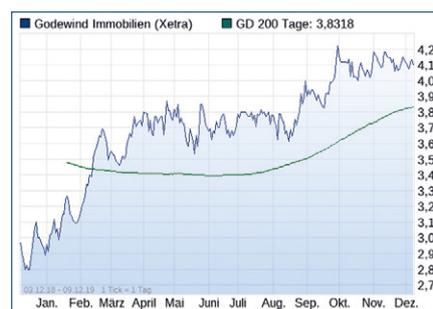
Kennzahlen	9M 2019	9M 2018
Erg. aus Objektbewirtschaftung	16 Mio.	0
Erg. aus Immobilienbewertung	152.6 Mio.	0
Periodenergebnis	134.9 Mio.	-6.6 Mio.
Ergebnis je Aktie	1.24	-0.08
EPRA-Ertrag je Aktie	0.31	-0.08

Kurs am 09.12.2019:

€ 4.10 (Xetra), 4.23 H / 2.88 T

KGV 2020e 5.9, **KBV** 0.84 (9/19)

Börsenwert: € 445.88 Mio.



Für 2019 soll eine Anlaufdividende gezahlt werden.

FAZIT: Die Godewind Immobilien AG will und wird weiter wachsen. Das ist schon heute absehbar. Werden dabei keine Stockfehler begangen, muss der Unternehmenswert zwangsläufig zulegen. Die entscheidende Frage lautet daher, wann die Börse bereit ist, dieses Szenario angemessen einzupreisen. Aktuell ist sie das offenkundig nicht, so dass sich eine Einstiegsgellegenheit für langfristig- und dividendenorientierte Anleger ableiten lässt. Zudem verfügt Godewind über hohe steuerliche Verlustvorräte (Körperschaftsteuer € 180 Mio.; Gewerbesteuer € 175 Mio.). Das steuerliche Einlagekonto beträgt € 133 Mio. Dies wird auf absehbare Zeit die Zahlung von Dividenden ermöglichen, die für Privatanleger bis zum Verkauf steuerfrei bleiben. **CS**

Leerstand 63 %) für € 30.5 Mio. Am 13.11.2018 kam ein Bürogebäude (Airport Center) in Frankfurt mit einer Fläche von 48 140 qm sowie einem Leerstand von 18 % hinzu. Der Kaufpreis betrug € 168 Mio. und stellte das bisher größte Einzelprojekt dar. Das ebenfalls noch im November erworbene Büroobjekt in Hamburg mit 24 700 qm und einem Kaufpreis von € 60.6 Mio. ist bereits voll vermietet. Im Dezember kamen noch zwei weitere Büroimmobilien in Frankfurt und München (zusammen 74 500 qm; Leerstand 35.7 bzw. 10.6 %) für € 205 Mio. hinzu, kurz vor Weihnachten dann noch ein Objekt in München mit 17 600 qm und einem Leerstand von 51 % für € 30 Mio. Am 23.05.2019 kaufte Godewind das nächste Objekt, den Büro-Tower City Gate im Frankfurter Nordend für € 85 Mio. Die Potenzialmiete bei Vollvermietung beträgt € 4.3 Mio. p. a. Der Leerstand liegt aktuell bei 13.4 %, die aktuellen Mieteinnahmen belaufen sich auf € 3.8 Mio. Nach dieser und den seit Oktober 2018 erfolgten Akquisitionen beläuft sich das Immobilienvolumen auf nunmehr insgesamt € 1.02 Mrd. (vermietbare Fläche 293 406 qm). Zusammengefasst hat Godewind damit bislang zehn Objekte mit einer vermietbaren Fläche von 264 940 qm erworben.

Portfolio von € 2 Mrd. bis Ende 2020

Sehr dynamisch entwickeln sich im laufenden Jahr auch die Mieterträge, die im Q3 auf € 9 Mio. und nach 9M auf € 20.4 Mio. gestiegen sind. Der unterjährige Aufwärtstrend ist vor allem dem sukzessiven Übergang von Nutzen/Lasten (Closing) der Immobilienkäufe geschuldet, von denen der jüngste, der Kauf des City Gate Tower in Frankfurt für € 85 Mio., erst zum 01.09.2019 in den Besitz von Godewind übergegangen ist und somit nur einen Monat zu den Mieterlösen des dritten Quartals beigetragen hat. Es gehört nicht viel dazu, für 2019 weiter steigende Mieteinnahmen zu prognostizieren, selbst wenn keine weiteren Immobilienkäufe erfolgen soll-



Der Büro-Tower „City Gate“ im Frankfurter Nordend kann bei Vollvermietung Einnahmen von € 4.3 Mio. p. a. erreichen.

ten. Doch wie Efremidis im Interview (s. S. 10) mit dem Nebenwerte-Journal darlegte, plant er weitere Zukäufe. Bis Ende 2020 will er das Portfolio auf € 2 Mrd. ausbauen. Eine Kapitalerhöhung steht dennoch nicht auf dem Plan. Vielmehr rechnete er vor, dass er dank höherer Beleihungswerte auf die Bestandsimmobilien noch Zukäufe im Volumen von € 400 bis 500 Mio. tätigen könnte. Außerdem habe Godewind jetzt eine Unternehmensgröße erreicht, die auch die Finanzierung über Fremdkapital, etwa durch eine Anleihe, ermöglichen würde. Kurzum: Er will die Verwässerung der Aktienbasis vermeiden bzw. so niedrig wie möglich halten. Dieser Ansatz kommt wiederum allen Aktionären zugute.

Anlaufdividende geplant

Die für alle Immobilienunternehmen wichtige Kennziffer Funds from Operations, kurz FFO, stellte sich nach 9M auf € 5.1 Mio. und entsprach einem Viertel der Mieterträge; allein im Q3 waren es € 2.3 Mio. Daher mutet auch die Prognose eines FFO auf Jahressicht von € 8.5 bis 9.5 Mio. plausibel an; denn in den Monaten Oktober bis Dezember 2019 steuern nun alle zehn Immobilien sowie die zahlrei-

chen Vermietungserfolge (Mietverträge wurden zu besseren Konditionen verlängert, Leerstände signifikant abgebaut) FFO-Erträge bei. Daher plant Godewind, bereits für 2019 eine Anlaufdividende auszuschütten. Bei einem voraussichtlichen FFO je Aktie zwischen € 0.08 und 0.09 rechnen wir mit einer Ausschüttung von maximal € 0.08 je Aktie. Sollte unsere Einschätzung zutreffen, entspräche dies einer Anlaufrendite von 1.9 %.

Eigenkapital je Aktie € 4.87

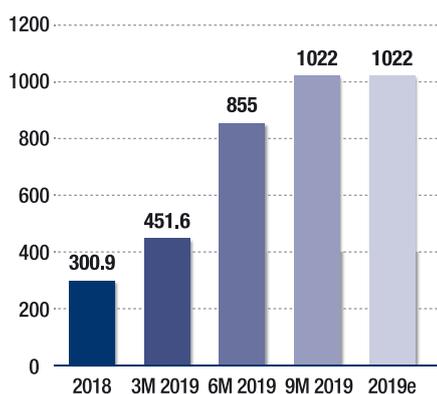
Godewind Immobilien hat nach 9M 2019 das bilanzielle Eigenkapital um ein Drittel auf € 529.1 (31.12.2018 € 392.8) Mio. bzw. € 4.87 (3.61) je Aktie erhöht. Der Nettovermögenswert (Net Asset Value, kurz NAV) je Aktie kletterte auf € 5.40 (3.65). Ermöglicht wurde dies zum größten Teil durch das hohe Bewertungsergebnis. Da sich die Bilanzsumme auf € 1 Mrd. mehr als verdoppelt hat, sank die EK-Quote auf 50 (31.12.2018 79) %. Damit liegt sie weiter in einem komfortablen Bereich, ebenso wie die Kennziffer Loan-to-Value, kurz LTV, die sich per 30.09.2019 auf 46.4 % belief und somit im unteren Bereich der angestrebten Zielzone von 45 bis 55 % verharrte. Der LTV beschreibt das Verhältnis des Kreditbetrags zum Verkehrswert einer Immobilie und wird zur Bonitätsprüfung genutzt.

NAV je Aktie geht Richtung € 6.-

Durch den hohen Q3-Gewinn stieg der NAV je Aktie im Vergleich zum 31.12.2018 um € 1.75 auf die genannten € 5.40. Da im Q4 2019 weitere Bewertungsgewinne gehoben werden dürften, sollte sich diese Kennziffer zum Bilanzstichtag 2019 in der Nähe von € 6.- bewegen. Gelingt es, weitere Immobilien zu kaufen, ohne neue Aktien ausgeben zu müssen, ist eine Größenordnung von € 6.50 je Aktie realistisch. In jedem Fall fällt der Abschlag mit etwa einem Drittel auf den erwarteten NAV je Aktie zum Jahresende 2019 u. E. zu hoch aus. **Carsten Stern**

BEEINDRUCKENDES WACHSTUM VON QUARTAL ZU QUARTAL

Immobilienwert
in Mio. €



Mieteinnahmen
in Mio. €



NAV je Aktie
in €



Quelle: Godewind Immobilien AG

Godewind Immobilien

EINE ANLAUFDIVIDENDE FÜR 2019 IST FIX EINGEPLANT

„Bis Jahresende 2020 wollen wir das Immobilienportfolio auf € 2 Mrd. ausgebaut haben“, betonte CEO Stavros Efremidis. Wie er dieses Wachstum umsetzen will, erläuterte er im Gespräch mit dem Nebenwerte-Journal.

NJ: Herr Efremidis, börsennotierte Immobilienaktien gibt es wie Sand am Meer. Warum soll sich ein Anleger ausgerechnet für ein Investment bei Ihnen entscheiden?

Efremidis: Wir sind der einzige Immobilienkonzern, der sich gänzlich auf Büroimmobilien an Top-Standorten konzentriert, die aus den verschiedensten Gründen mit hohen Leerstandsquoten zu kämpfen haben. Nun liegt es auf der Hand, dass hoher Leerstand den Kaufpreis auf ein akzeptables Niveau drückt. Gelingt es uns nun, was wir bereits diverse Male unter Beweis gestellt haben, den Leerstand zu reduzieren, erhöhen sich nicht nur unsere Mieteinnahmen, sondern auch der Nettovermögenswert, kurz der NAV. Außerdem dürfen Anleger für das Geschäftsjahr 2019 mit einer Anlaufdividende kalkulieren. Nennen Sie mir bitte eine andere Immobilienaktie mit einer ähnlich aussichtsreichen Ausgangslage.

NJ: Das klingt nach einer Ausgangsbasis für weiteres Wachstum, muss sich aber noch nachhaltig unter Beweis stellen. Wir sind gespannt...

Efremidis: Bei einem Immobilienvermögen von etwa € 1 Mrd., finanziert zu günstigen Zinsen und einem reduzierten Leerstand, der in Richtung 10 % tendiert, müsste schon viel zusammenkommen, um nicht auch langfristig vom eingeschlagenen Kurs zu profitieren. Damit widerlegen wir im Übrigen viele Kritiker, die zum Börsenstart im April 2018 bemängelt haben, in eine Blackbox investieren zu müssen. Wir haben immer angekündigt, was wir machen wollen und das auch konsequent umgesetzt. Nun werden die Früchte langsam sichtbar.

NJ: Mit Verlaub: Transparenz war nie Ihr Problem. Auch in Ihrer Zeit als CEO von KWG und WCM haben Sie Ihren Ankündigungen Taten folgen lassen. Anleger wussten immer, woran sie bei Ihnen sind. Ich nehme nicht an, dass Sie daran im Fall Godewind etwas ändern werden, oder?

Efremidis: Danke für die Frage. Wenn ich diesen Punkt in meine vorherige Antwort eingebaut hätte, wäre ich Gefahr gelaufen, dass mir Selbstweihräucherung unterstellt wird. Ich lebe den Grundsatz: Transparenz schafft Vertrauen. Damit bin ich zweimal gut gefahren. Ich sehe keinen

Grund, es im Fall Godewind anders zu handhaben.

NJ: Kommen wir zum operativen Geschäft. Sempel gefragt, wie läuft's?

Efremidis: Wir konnten insgesamt zehn Immobilien erwerben, weitere sollen folgen. Den Leerstand konnten wir mehr als halbieren und viele Mietverträge zu besseren Konditionen verlängern. Insofern kauft der Anleger heute eine Aktie mit deutlich reduziertem Risikoprofil, als es vor einem Jahr der Fall war. Damals musste er daran glauben, dass es uns gelingen wird, ein solch attraktives Portfolio aufzubauen. Heute ist es Realität.

NJ: Und die Reise geht weiter, oder?

Efremidis: Absolut, die Reise geht weiter. Nach H1 2019 betrug der NAV je Aktie € 4.54. Per 30.09.2019 waren es bereits € 5.40, weil es uns gelungen ist, viele neue Mietverträge abzuschließen bzw. zu verlängern. Ich mag an dieser Stelle nur erwähnen, dass wir per Ende September nicht alle Vermögenswerte neu bewertet haben. Einen Teil werden wir erst zum Jahresende 2019 neu bewerten. Heißt, Anleger dürfen sich auf einen höheren NAV je Aktie zu Jahresende einstellen.

NJ: Der in etwa wie hoch liegen wird?

Efremidis: Ob wir schon die sechs vor dem Komma sehen, will ich nicht versprechen. Aber in diese Richtung wird es gehen. Gestatten Sie mir eine Zusatzbemerkung: Damit liegen wir ein Jahr vor unserem internen Businessplan.

NJ: Wie wollen Sie das künftige Wachstum finanzieren, die Mittel aus dem Börsengang sind investiert, wie Sie selbst sagen?

Efremidis: Sie spielen sicher auf kommende Kapitalerhöhungen an. Und ja, natürlich ist das Teil einer Finanzierungsstrategie, bitte Sie jedoch zu bedenken, dass höhere Immobilienwerte auch höhere Beleihungsmöglichkeiten eröffnen, was uns einen gewissen finanziellen Spielraum gibt, auch ohne Kapitalerhöhungen weiter wachsen zu können. Beispiel Airport Center Frankfurt: Hier könnten wir mit der anstehenden Refinanzierung weitere € 40 Mio. liquide Mittel heben, die wiederum ausreichen würden, um den Ankauf einer weiteren Immobilie im Volumen von € 100 Mio. stemmen zu können. Auch haben wir jetzt eine Unternehmensgröße erreicht, die es uns ermöglichen sollte, über eine Anleihe Gelder einzusammeln. Es läuft also nicht zwangsläufig auf eine Kapitalerhöhung hinaus.

NJ: Wie weit können Sie das Portfolio noch ausbauen, ohne frisches Kapital aufnehmen zu müssen?



CEO Stavros Efremidis will das Portfolio-Volumen ohne Kapitalerhöhung verdoppeln.

Efremidis: Ohne Kapitalmaßnahmen, gleich welcher Art, können wir unser Portfolio bis zu einem Volumen von € 1.4 bis 1.5 Mrd. ausbauen. Unser Ziel von € 2 Mrd. bis Ende 2020 rückt somit in greifbare Nähe. Und auch der Sprung auf die im Wertpapierverkaufsprospekt genannte Größenordnung von mehr als € 3 Mrd. mutet plausibler an. Glauben Sie mir, die Verdoppelung von € 1 auf 2 Mrd. ist schwieriger zu realisieren als der Schritt von € 2 auf 3 Mrd.

NJ: Bis es soweit ist, werden Sie sicher den Kapitalmarkt anzapfen müssen. Aber mit einer Kapitalerhöhung werden Sie warten wollen, bis sich der Kurs dem NAV je Aktie angenähert hat, oder?

Efremidis: Richtig. Unter dem Emissionskurs von € 4.- je Aktie denke ich gar nicht erst darüber nach. Aber wenn die üblichen Börsenmechanismen greifen, dann sollte sich der Abstand zwischen beiden Werten im Lauf der Zeit signifikant verkleinern. Gestatten Sie mir den Hinweis, dass es auch börsennotierte Immobilienaktien gibt, denen ein Premium auf den NAV zugestanden wird.

NJ: Welche Auswirkungen auf die Dividendenhöhe lassen sich daraus ableiten?

Efremidis: Für 2019 planen wir mit einer Anlaufdividende. Zur Höhe kann ich zum jetzigen Zeitpunkt noch keine detaillierten Angaben machen. Ohne mich allzu weit aus dem Fenster zu lehnen, kann ich heute sagen, dass es kaum mehr als der FFO je Aktie werden kann, den ich für 2019 bei € 0.08 bis 0.09 ansetze. Wie es das Wort Anlaufdividende nahelegt, werden wir uns auf diesem Niveau nicht ausruhen.

NJ: Herr Efremidis, wir danken Ihnen für das Gespräch.

Das Interview führte Carsten Stern.