

Was kommt nach dem Boom?

Die Geschäftsberichte börsennotierter, privater Wohnungskonzerne unter der Lupe

Früher galten sie als verstaubt, heute sind deutsche Wohnungskonzerne stabile Renditebringer mit Wachstumspotenzial – dank eines anhaltenden Immobilienbooms im Land. Doch was passiert, wenn sich der Markt abkühlt?



Johannes Hanusch
Project Manager
RITTERWALD



Simon Jurkat
Consultant
RITTERWALD



Nicolas Gassen
RITTERWALD

Beeindruckendes Wachstum

Bauland, Wohnungen und Häuser erfreuten sich in den vergangenen 10 Jahren in Deutschland großer Beliebtheit. Das Umfeld aus niedrigen Zinsen, stetiger Zuwanderung und einem schleppend verlaufenden Wohnungsneubau sorgte für einen rasanten Preisanstieg bei Mieten und Immobilien. Seit 2009 haben sich so die Angebotsmieten am Beispiel Berlins bis 2018 um 60%¹ verteuert, bei Eigentumswohnungen kam es gar zu einer Verdoppelung² der Preise – eine nicht ungewöhnliche Entwicklung in deutschen Großstädten. Im gesamtdeutschen Schnitt verlief dieser Trend zwar abgeschwächt, aber auch bundesweit stiegen die Eigentumspreise und Neuvertragsmieten seit 2009 mit durchschnittlich 7,2% bzw. 4,5% pro Jahr deutlich stärker als das allgemeine Preisniveau mit durchschnittlich 1,3% (Abb. 1)³.

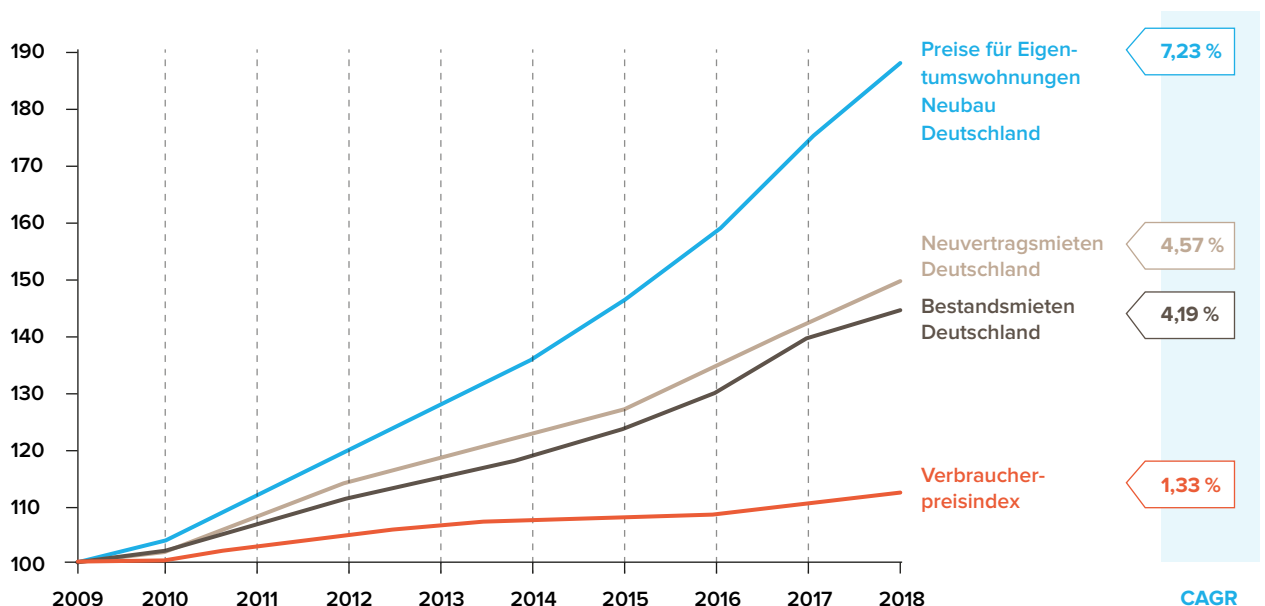


Abb. 1: Mieten- und Preisentwicklung 2009 = 100%

¹ Zentraler Immobilienausschuss Deutschland (2020)

² ebd.

³ Deutschland in Zahlen (2020)

Wie lange hält der Boom?

Unterdessen wachsen Zweifel an der Nachhaltigkeit des deutschen Immobilienbooms. Die Bundesbank warnt seit einigen Jahren vor regionalen Preisüberschätzungen, zuletzt von bis zu 30%⁴. Auch das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) trat im August 2019 mit der Aussage „die Signale stehen zumindest auf gelb“⁵ in den Chor der Mahnenden ein.

Als Warnzeichen gilt ebenso die wachsende Drift zwischen der Preisentwicklung für Eigentumswohnungen und den Angebotsmieten. Während sich die Preise für Eigentumswohnungen laut Statistischem Bundesamt im Jahr 2019 in den sieben größten deutschen Metropolen noch um 10%⁶ verteuerten, stiegen die Angebotsmieten kaum noch. In Berlin sanken sie sogar erstmals leicht um 0,7%⁷. Ob damit bereits die Trendwende am deutschen Wohnungsmarkt eingesetzt hat oder ob es sich um einen Ausreißer gehandelt hat, bleibt abzuwarten.

Doch auch der Zentrale Immobilien Ausschuss Deutschland verweist in seinem Frühjahrsgutachten 2020 auf die immer weiter absinkenden Nettoanfangsrenditen, die in den Top7⁸-Städten nunmehr unter 2,5%⁹ liegen.

Der wirtschaftliche Erfolg der privaten Wohnungskonzerne

Um zu verstehen, was den wirtschaftlichen Erfolg der privaten Wohnungskonzerne ausmacht, hat RITTERWALD Geschäftsberichte der börsennotierten, auf dem deutschen Markt agierenden Wohnungskonzerne aus den Jahren 2009 bis 2018 ausgewertet.

Kombiniert verwalten Vonovia SE¹⁰, Deutsche Wohnen SE, LEG Immobilien AG, TAG Immobilien AG, Grand City Properties S.A., Adler Real Estate AG und ADO Properties S.A. fast 1 Million der ca. 4 Millionen¹¹ Wohnungen, die im Bestand privatwirtschaftlicher Wohnungsunternehmen sind (Abb. 2).

Bemerkenswert ist die rasche Ausdehnung des Portfolios im Untersuchungszeitraum zwischen den Jahren 2009 bis 2018. Im gleichen Zeitraum wurden die Leerstandsquote (im Mittel um 30%) reduziert und die Durchschnittsmieten (im Mittel um 16%) gesteigert.

Schuldenfinanziertes Wachstum

Das schnelle Wachstum des Bestands der betrachteten Wohnungsunternehmen wurde durch Ankäufe, verbunden mit einer vermehrten Schuldenaufnahme, realisiert. Trotzdem sank die gewichtete durchschnittliche Fremdkapitalquote der Untersuchungsgruppe deutlich (Abb. 3).

Die betrachteten Wohnungsunternehmen bilanzieren allesamt nach dem international anerkannten Bilanzierungsstandard IFRS, der eine ertragsrelevante Verbuchung von Bewertungserlösen des sogenannten Investment Property vorsieht.

Diese Bewertungserlöse basieren auf turnusmäßig durchgeführten Werteschätzungen des Immobilienportfolios. Mit Hilfe dieser Bilanzierungsmöglichkeit konnten die Wohnungsunternehmen hohe Sondererträge bilanzieren, ihre Gewinne steigern und durch eine vermehrte Rücklageneinstellung die Fremdkapitalquote trotz gestiegener Nominalschulden senken.

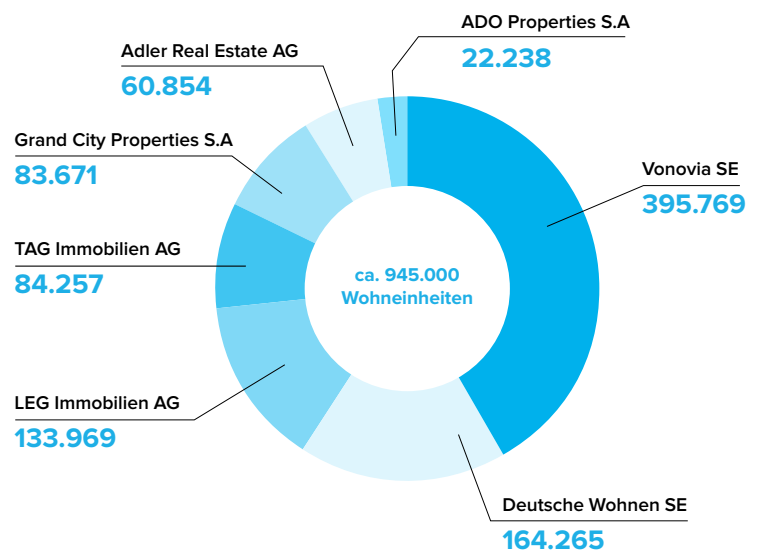


Abb. 2: Portfoliobestände der Unternehmen in der Untersuchungsgruppe nach Wohneinheiten

⁴ Bundesbank (2016) und Bundesbank (2019)

⁵ Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (2019)

⁶ Zentraler Immobilien Ausschuss (2020)

⁷ Zentraler Immobilien Ausschuss (2020)

⁸ Berlin, Hamburg, München, Köln, Frankfurt, Stuttgart, Düsseldorf

⁹ Zentraler Immobilien Ausschuss (2020)

¹⁰ Hier und im Folgenden wird nicht zwischen Beständen in Deutschland und im europäischen Ausland unterschieden / Bei Betrachtungen der Kennzahlen auf Wohneinheitsebene ist der außerordentlich hohe Anteil der Nicht-Wohneinheiten am Vonovia-Portfolio nicht berücksichtigt worden

¹¹ Bundeszentrale für politische Bildung (2018)

Kumuliert stieg bei den sieben betrachteten Unternehmen die Schuldenlast von ca. 14 Milliarden Euro im Jahr 2009 auf ca. 62 Milliarden Euro im Jahr 2018. Trotzdem fiel die durchschnittliche Fremdkapitalquote im selben Zeitraum von über 70% im Jahr 2009 auf unter 60% im Jahr 2018 (s. Abb. 3).

Bewertungserträge als wichtige Einnahmequelle

Die Untersuchungsgruppe konnte ihr kumuliertes ausgewiesenes Periodenergebnis im Untersuchungszeitraum von 2009–2018 von ca. 0,1 Milliarden Euro auf ca. 7 Milliarden Euro erheblich steigern (Abb. 4) – durchschnittlich um ca. 74% jährlich. Damit stieg das aggregierte Periodenergebnis deutlich stärker als die operativen Erlöse¹², die nur um 18% jährlich wuchsen, nominal von 2 Milliarden Euro auf ca. 9 Milliarden Euro im Jahr 2018.

Die deutliche Ausweitung der Gewinne ging mit einer grundlegenden Veränderung der Zusammensetzung der Erlösquellen der Unternehmen einher. Seit 2009 stieg der nominale Wert der Bewertungserlöse mit einer jährlichen Rate von ca. 69% überproportional. Gleichzeitig nahm der relative Anteil dieser Bewertungserlöse an den Gesamterlösen auf ca. 45% im Jahr 2018 ebenfalls zu. In absoluten Zahlen stiegen die Bewertungserlöse somit von 0,1 Milliarden Euro im Jahr 2010 auf über 8 Milliarden Euro im Jahr 2018.

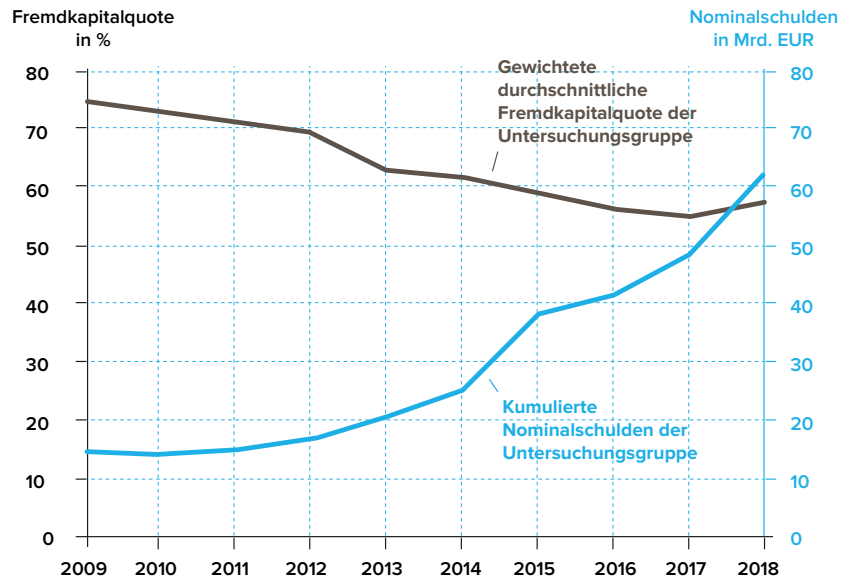


Abb. 3: Fremdkapitalquote und Höhe der Nominalschulden in der Untersuchungsgruppe

Mrd. EUR

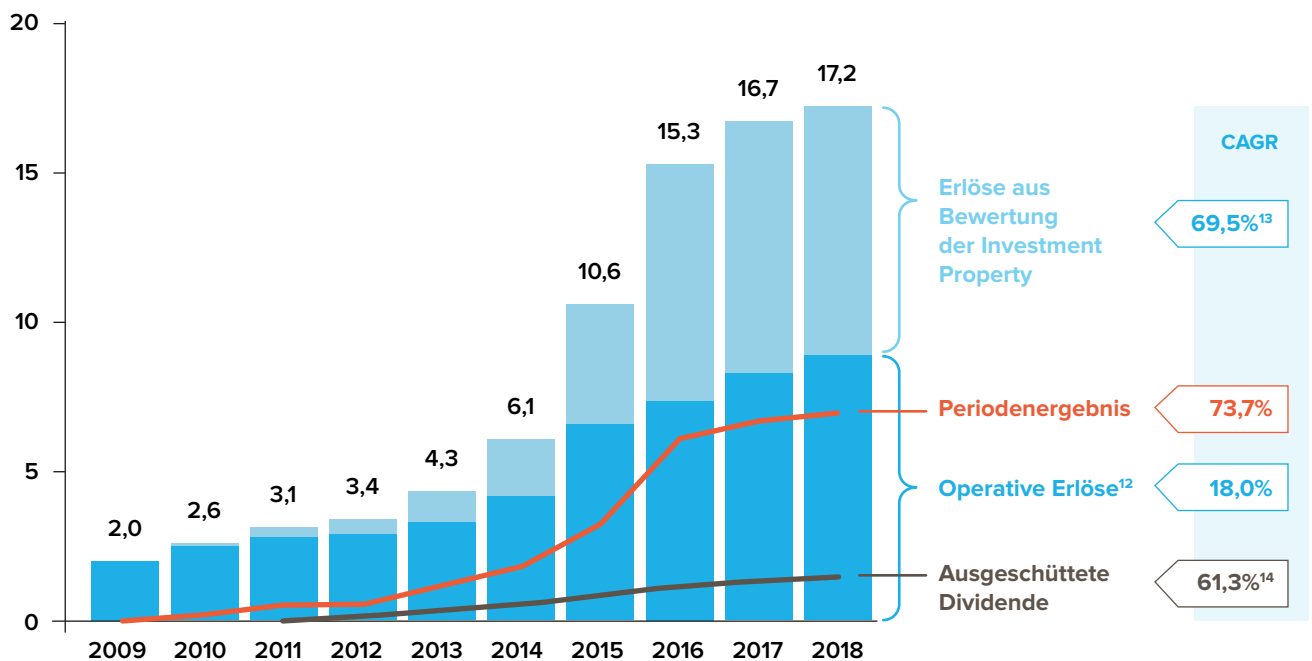


Abb. 4: Aggregierte Betrachtung der wirtschaftlichen Kenngrößen der Untersuchungsgruppe¹⁵

¹² inklusive Verkaufserlöse
¹³ CAGR 2010-2018
¹⁴ CAGR 2011-2018
¹⁵ Boerse.de (Februar 2020)

Dieser Trend bestätigte sich besonders in den Jahren 2012 bis 2016. Von 2016 an scheint die nominale Höhe der Bewertungserlöse sowie ihr Anteil an den Gesamterlösen ein konstantes Niveau erreicht zu haben. Die operativen Erlöse¹⁶ und die ausgeschütteten Dividenden weisen dagegen eine eher lineare positive Entwicklung auf.

Was passiert, wenn der Markt kippt?

Mit der deutlichen Zunahme der Bewertungserlöse ist ihre Relevanz für die Höhe der erzielten Periodenergebnisse entscheidend gestiegen.

In die Berechnung der Bewertungserlöse fließen sowohl zu erwartende Mieterlöse, Leerstandsquoten, Mieterfluktuation und Verkaufspreise ein, die genaue Gewichtung der einzelnen Parameter ist den Geschäftsberichten jedoch nicht zu entnehmen. Wie sich die Bewertungserlöse in Zukunft entwickeln werden, ist daher nicht genau vorauszuberechnen.

Um die möglichen Auswirkungen eines Ausbleibens weiterer Bewertungserlöse auf die Erlös- und Gewinnsituation der Untersuchungsgruppe aufzuzeigen, werfen wir einen Blick auf das Geschäftsjahr 2018: Die sieben Wohnungsunternehmen konnten im Geschäftsjahr 2018 Erträge in Höhe von zusammen 17,2 Milliarden Euro und ein EBT von 9,8 Milliarden Euro ausweisen (Abbildung 5). Diesen Vorsteuergewinn verwendeten sie maßgeblich für Kapitalrücklagen (4,4 Milliarden) Euro oder zur Begleichung von Steuerverbindlichkeiten (2,8 Milliarden Euro).

In einem Szenario, in dem wir für das Geschäftsjahr eine Abkühlung des Immobilienmarktes und damit das vollständige Ausbleiben von Bewertungserlösen annehmen, verringerte sich der Vorsteuergewinn um 80% von 9,8 Milliarden Euro auf 2,1 Milliarden Euro. Einen Verlust müssten die Wohnungsunternehmen in der aggregierten Betrachtung ohne Bewertungserlöse zwar voraussichtlich nicht fürchten, eine signifikante Verschlechterung ihrer Erlös- und Gewinnsituation aber schon.

in Mrd. EUR

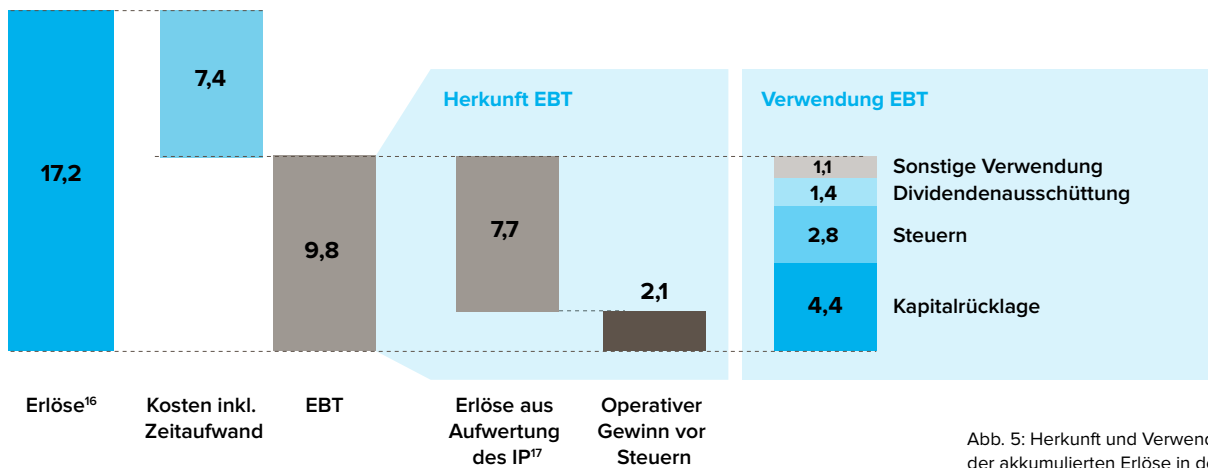


Abb. 5: Herkunft und Verwendung der akkumulierten Erlöse in der Untersuchungsgruppe

Effizienz und Kostenmanagement – The New Normal

Das hohe realisierte Gewinnniveau der Untersuchungsgruppe in den vergangenen Jahren ist maßgeblich auf das stetige Wachstum der Bewertungserlöse zurückzuführen. Der wirtschaftliche Erfolg der Unternehmen und ihre Position im Markt ist also sehr stark von einem weiter wachsenden Immobilienmarkt abhängig.

Diese Abhängigkeit (s. Abb. 4 und 5) ist riskant, vor allem in Bezug auf die Fremdkapitalquoten und die damit verbundene Marktbonität. Um von den Auswirkungen eines sich abkühlenden Immobilienmarktes nicht zu hart getroffen zu werden, sollten die klassischen betriebswirtschaftlichen Handlungsfelder – darunter auch das Effizienz- und das

¹⁶ inklusive Verkaufserlöse

¹⁷ Gesamte Erlöse inklusive Verkaufserlöse

¹⁸ Verrechnet wurden die Bewertungserlöse mit den direkt zurechenbaren Kosten

Kostenmanagement – wieder stärker in den Fokus der Betriebsführung rücken. Auch eine Diversifikation des Geschäftsmodells und weitere Optimierungsanstrengungen in Übereinstimmung mit den ökologischen und sozialen Zielen können die Abhängigkeit von Schwankungen auf dem Immobilienmarkt reduzieren.

Fazit

Die wirtschaftliche Situation der privaten Wohnungskonzerne ist maßgeblich auf die Sonderkonjunktur am deutschen Immobilienmarkt zurückzuführen, die seit Ende der Finanzkrise 2008/09 anhält. Niedrige Zinsen, ein stabiles wirtschaftliches Umfeld und der vermehrte Zuzug in Ballungsgebieten verhelfen zu Rekordgewinnen in Serie. Dabei nahm der Anteil von einmaligen Bewertungserlösen am Unternehmensgewinn stark zu. Gerade im Hinblick auf die jüngsten Entwicklungen im Zuge der Corona-Pandemie und deren Auswirkungen auf die Wirtschaft ist die Fortsetzung des Immobilienbooms in Deutschland zumindest unsicher. Doch auch schon vorher deuteten Anzeichen darauf hin, dass sich das Wachstum am Immobilienmarkt abschwächt. Von den Auswirkungen werden dann auch die Gewinne der großen deutschen Immobilienunternehmen betroffen sein.

Vor diesem Hintergrund ist es wichtig, dass Wohnungskonzerne ihre Abhängigkeit von Bewertungsgewinnen reduzieren, ihr Geschäftsmodell stärker diversifizieren und Anstrengungen im Effizienz- und Kostenmanagement fortführen und intensivieren. So können sie ihr Geschäftsmodell nachhaltig stabilisieren und den aktuellen Herausforderungen zukunftssicher begegnen.

Haben Sie Fragen? Wenden Sie sich an uns:



Johannes Hanusch
Project Manager
johannes.hanusch@ritterwald.de
+49 30 / 609 85 82 40



Simon Jurkat
Consultant
simon.jurkat@ritterwald.de
+49 30 / 609 85 82 40

Literatur

Ausgewertet wurden die Geschäftsberichte der benannten Unternehmen im Zeitraum von 2009 bis 2018 (Stand März 2020). Alle verlinkten Quellen wurden am 24.03.2020 abgerufen:

Zentraler Immobilienausschuss (2020), Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2020, <https://zia-cloud.de/data/public/d5a531>

Deutschland in Zahlen (2020), Immobilienpreisindex
https://www.deutschlandinzahlen.de/no_cache/tab/deutschland/finanzen/preise/immobilienpreisindex

Bundesbank (2016), Buch: Investoren sollten vorsichtig sein,
<https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/buch-investoren-sollten-vorsichtig-sein-665154>

Bundesbank (2019), Preise für Wohnimmobilien sind 2018 kräftig gestiegen,
<https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/preise-fuer-wohnimmobilien-sind-2018-kraeftig-gestiegen-778630>

DIW (2019), Immobilienpreisblase: Warnstufe Gelb für Deutschland,
https://www.diw.de/de/diw_01.c.671970.de/immobilienpreisblase_warnstufe_gelb_fuer_deutschland.html

Boerse.de (2020), Unternehmensdaten, www.boerse.de

BPB (2018), Die Etablierung großer Wohnungskonzerne und deren Folgen für die Stadtentwicklung,
<https://www.bpb.de/politik/innenpolitik/stadt-und-gesellschaft/216870/etablierung-grosser-wohnungskonzerne>