

Frühjahrstagung AGW  
Arbeitskreis  
Betriebswirtschaft am 26.  
und 27. Juni 2008 in Halle

degewo Vorstand  
Christoph Beck

## Wertorientierte Unternehmensführung

Ganzheitliche Bewertung von  
Wohnungsunternehmen mit Hilfe des  
Total-Return-Ansatzes

## Agenda

- ▶ **Vorstellung degewo**
- ▶ **Definition „Assetmanagement“**
- ▶ **Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung**
- ▶ **Werttreiber und Stellschrauben**
- ▶ **Kennziffernentwicklung**
- ▶ **Zusammenfassung**



### Die degewo

Die degewo besteht aus der degewo, degewo 1. Wohnungsverwaltungs GmbH, KÖWOGE, WBG Marzahn und der GEWOBE. Anteilseigner ist zu 100% das Land Berlin.

Der Konzern ist mit seiner mehr als 80-jährigen Geschichte das größte kommunale Wohnungsunternehmen der Hauptstadt.

Die degewo hat 59.974 Wohneinheiten im wirtschaftlichen Risiko (eigene und angepachtete Objekte).

Die degewo verfügt über Wohnungen in fast allen Berliner Bezirken (außer Lichtenberg und Spandau) und über Objekte in Potsdam und Falkensee.

		degewo
<b>Wohnungsbestand</b>	WE	59.974
<b>Sollmieten</b>	Mio. €	234,9
<b>Erlösschmälerungen</b>	Prozent	7,6
<b>Mitarbeiter</b>	Anzahl	640
<b>Bilanzsumme</b>	Mio. €	2.415
<b>Umsatzerlöse</b>	Mio. €	396,8
<b>Kreditverbindlichkeiten</b>	Mio. €	1.683,2
<b>Eigenkapital</b>	Mio. €	402,1
<b>Eigenkapitalquote</b>	Prozent	16,4
<b>Jahresüberschuss</b>	Mio. €	12,8

Stand 31.12.2007

### Begrifflichkeiten

Wenn man den Begriff Assetmanagement bei [www.google.de](http://www.google.de) eingibt, so erhält man keine klare Begriffsdefinition für **Assetmanagement**.

Übersetzt heißt **Asset** = Aktivwert = Vermögensgegenstand = Wert und **Management** = Verwaltung.

Der Assetmanager ist also ein **Vermögensverwalter**.

### Rechtliche Rahmenbedingungen

Der Geschäftsführer oder Vorstand ist gem. § 93 AktG/§ 34 GrnG/ § 43 GmbHG verpflichtet, die Sorgfalt eines ordentlichen Kaufmannes und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden.

D.h. das dem Verantwortlichen überlassene Vermögen ist zu erhalten und zu mehren und die Entscheidungen sind an Vermögenserhalt und Vermögensmehrung zu messen.

Daraus folgt, der Geschäftsführer oder der Vorstand ist per gesetzlicher Definition "Assetmanager" des ihm anvertrauten Vermögens.

### Definition Assetmanagement

Assetmanagement ist die an Vermögensmehrung und Vermögenserhaltung orientierte Vorbereitung und Umsetzung von Eigentümerentscheidungen im Hinblick auf Assetallokation, Investition und Desinvestitionsentscheidungen.

## Definition Assetmanagement



### Abgrenzung zum "Property-Management"

Wenn das Assetmanagement die an der Vermögensmehrung- und Erhaltung orientierte Vorbereitung und Umsetzung von Entscheidungen für Assetallokation ist, ist es unbedingt vom Property-Management abzugrenzen.

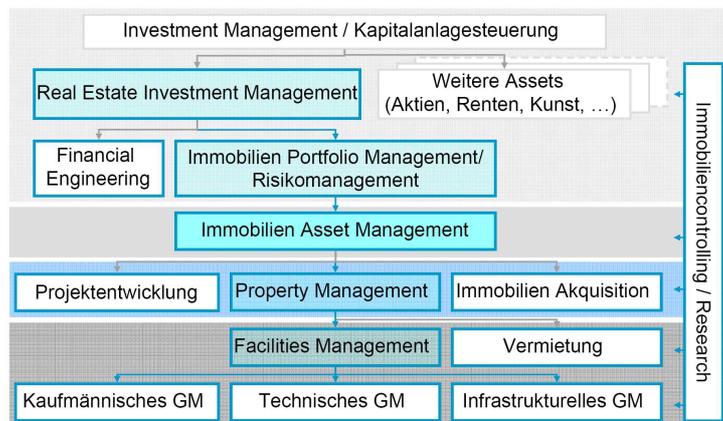
Property-Management ist die Hausverwaltung, welche sich mit Vermietung, Vermarktung, Instandhaltung, Instandsetzung, Mieterbetreuung, Forderungsverfolgung und Betriebskosten und deren Abrechnung beschäftigt.

Und somit die Vorgaben des Asstmanagements operativ umsetzen muss.

## Definition Assetmanagement



### Abgrenzung zum "Property-Management"

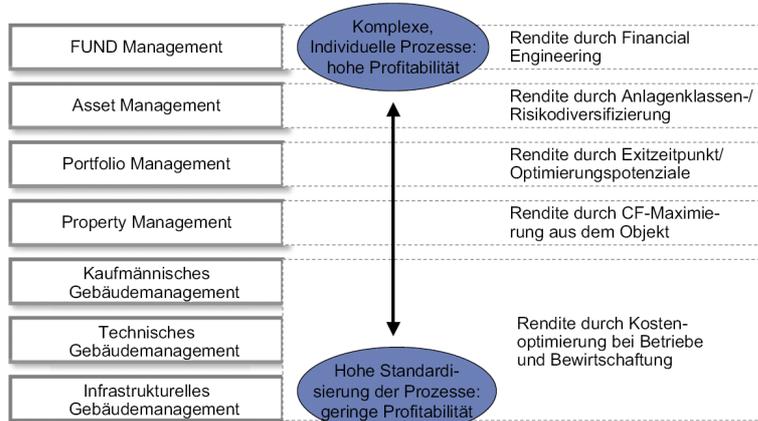


Quelle: Prof. Dr. rer. pol. Kristin Wellner – Rendite und Wert steigern: Assetmanagement in der Wohnungs- und Immobilienwirtschaft nutzen; Mittheida, 2007, S. 13

## Definition Assetmanagement



### Abgrenzung zum "Property-Management und Portfoliomanagement"



Quelle: Marko Bussat - Immobilien Asset Management in der Praxis, Wiesbaden, 2007, S. 4

## Zielsetzungen



### Sicherstellung eines nachhaltigen Propertymanagements

**Wertsteigerung** z.B. Kurs einer Aktie/ Verkehrswert einer Immobilie ist gestiegen

→ temporären Schwankungen unterworfen

**birgt Verlustrisiken**

**Ausschüttungen (Ifd. Einnahmen)** z.B. Vereinnahmung von Dividenden bzw. Überschüssen aus der Objektbewirtschaftung

→ unabhängig vom temporären Marktpreis

**schafft Nachhaltigkeit**

## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung



### Der Total Return-Ansatz

Der Total Return-Ansatz kommt ursprünglich aus dem Rentenfondsbereich und kombiniert die beiden Ertragsquellen des Anleihemarktes, nämlich **Zinskupon** und **Kursgewinn**.

Dieser Ansatz lässt sich problemlos auf die Immobilienwirtschaft übertragen und ist ein Teil der Erfolgsstrategie von vielen Private-Equity-Fonds.

## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung



### Der immobilienwirtschaftliche Total Return-Ansatz

Der **immobilienwirtschaftliche Total Return-Ansatz** kombiniert Erträge aus

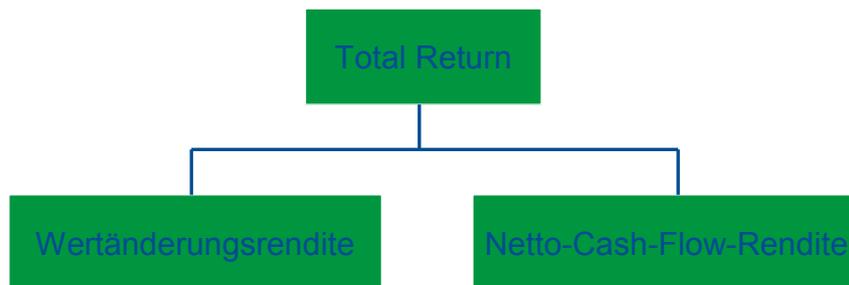
→ **Wertsteigerung** (Bilanzierungsgewinne bei IFRS-Bilanzierung, Überschüsse aus Verkauf)  
mit

→ **Erträgen aus der Objektbewirtschaftung.**

Auf diese Weise lassen sich bei effizienter Bewirtschaftung und erfolgreichem Abverkauf zweistellige Renditen erwirtschaften. Wesentlicher Bestandteil ist auch die hohe Fremdkapitalquote (Leverage-Effekt).

## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung

### Der immobilienwirtschaftliche Total Return-Ansatz



## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung

### Wie veränderbar?

**Wertänderungsrendite**

Der Wert des Immobilienportfolios verändert sich bei cp-Bedingungen durch die Erhöhung der zukünftigen Überschüsse, da die Überschüsse der Zukunft kapitalisiert als Verkehrswert dargestellt werden (Erträge $\uparrow$ , Kosten $\downarrow$ ).

## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung



Wie veränderbar?

Wertänderungsrendite

Eine gewinnbringendere Variante ist der Transport der rein betriebswirtschaftlichen Kennzahlen in eine emotionale Ebene. Dies gelingt häufig bei der Mieterprivatisierung. Für den Mieter steht die Renditeerwartung nicht im Vordergrund, sondern das Sicherheitsbedürfnis ("Das eigene Heim") und die Finanzierbarkeit.

Auf diese Weise erzielen Einzelprivatisierer zum Teil deutlich höhere Kaufpreise wenn die Bewohnerstruktur dies hergibt.

## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung



Wie veränderbar?

Wertänderungsrendite

Auch der Gang an die Börse ist stark emotionalisiert, da sich die Unternehmen nicht immer nur auf ihre betriebswirtschaftlichen Kennzahlen berufen, sondern auch eine "Story" verkaufen wollen.

Besonders anschaulich lässt sich dies am Beispiel des Börsenganges der Gagfah aufzeigen:

## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung



Wie veränderbar?

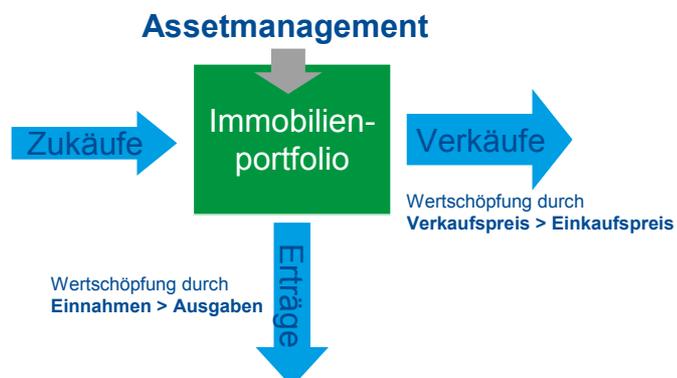
Netto-Cash-Flow-Rendite

Die Netto-Cashflow-Rendite wird durch die Optimierung betriebswirtschaftlicher Abläufe im Unternehmen erzielt. Hier gibt es folgende Hebel:

## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung



Der immobilienwirtschaftliche Total Return-Ansatz



## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung



- ▶ Der fiktive Wert des Eigenkapitals ermittelt sich wie folgt:

**Ist-Miete nach Leerstand, Mietminderung, Forderungsausfall \* 13**  
**./. Kreditverbindlichkeiten inkl. Barwert nicht passivierter Verbindlichkeiten**  
**Netto Vermögenswert**

Das Renditeziel ist dann X % p.a. auf diesen Nettoverkaufserlös gemessen im EBTDA (Earnings before Taxes and Depreciation and Amortization) zuzüglich einer angemessenen Steigerung des Netto Vermögenswertes.

## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung



### Diskussionspunkte zu diesem Renditeziel

Fragen sind:

- ▶ Ist der Vervielfältiger der richtige bei einem bestandshaltenden Geschäftsmodell?
- ▶ Ist der geforderte Zinssatz der richtige?
- ▶ Ist diese Cashflow-Rendite-Forderung unter Berücksichtigung der Zielbilder des Gesellschafters richtig oder der müssen aus diesem Renditeziel die Teilziele bedient werden?

## Definition der Wertorientierung vs. Ausschüttungsorientierung



Wertsteigerung und Rendite sind keine unüblichen Zielsetzungen von Gesellschaftern.

Besonders deutlich wird dies an den transparentesten Märkten nämlich den Aktienbörsen.

Bei Aktieninvestments erwartet man Dividenden und Kurssteigerungen was nichts anderes als Ausschüttungsrenditen und Unternehmenswertsteigerungen sind.

## Vergleich dieser Ziele mit anderen Gesellschafterformen



Bei einem Direktinvestment in eine Immobilie spielt der Mietenvervielfältiger eine bedeutende Rolle bei der Preisfindung. Wie erwähnt, veranschlagt der Gesellschafter für den Verkaufserlös der degewo den Faktor 13 (das 13fache der Nettomieterlöse) abzüglich der Verbindlichkeiten.

Diese Betrachtungsweise lässt sich mit Aktienkursen von Immobilienunternehmen (indirektes Immobilieninvestment) vergleichen. Hierzu unterstellt man, dass sich der am Markt gebildete Wert aller Aktien (Marktkapitalisierung) als „Nettovermögenswert“ definiert.

Um den Mietenvervielfältiger der Gagfah zu ermitteln müssen die Marktkapitalisierung (€ 4,228 Mrd.) und die Verbindlichkeiten (€ 6,241 Mrd.) addiert und ins Verhältnis zu den Nettomieterlösen gesetzt werden (per 31.12.2006 € 512 Mio.).

Als Ergebnis stellt man fest, dass man durch den Erwerb einer Aktie der Gagfah die dahinterstehenden Immobilien zum 20,45 fachen der aktuellen Nettomieterlöse erwirbt.

## Vergleich dieser Ziele mit anderen Gesellschafterformen



Betrachtet man den Emissionsprospekt der Gagfah so verspricht sie:

„As a result, the Company is targeting a dividend per Share of € 0.17 for the quarter ending December 31, 2006 and € 0.71 for the full Year ending 2007“

Bei einem Ausgabepreis von € 19,-- und einem ersten Kurs von € 22,-- bedeutet dies eine Dividendenrendite von 3,22 % p.a.

Auf Basis des heutigen Kurses von € 11,20 bedeutet diese eine Dividendenrendite von 6,34 %

Als Performance sind aber die Kursentwicklung und die Dividende zu betrachten.

## Vergleich dieser Ziele mit anderen Gesellschafterformen



Hat ein Anleger die Gagfah zum Kurs der Erstnotiz (€ 22,--) erworben so hat er bis heute (€ 11,50) € 10,50 je Aktie an Vermögenswert verloren.

Dieser Verlust wird durch eine Dividendenzahlung von € 0,71 je Aktie reduziert.

Für den Anleger bedeutet dies eine Rendite von -44,5 %.



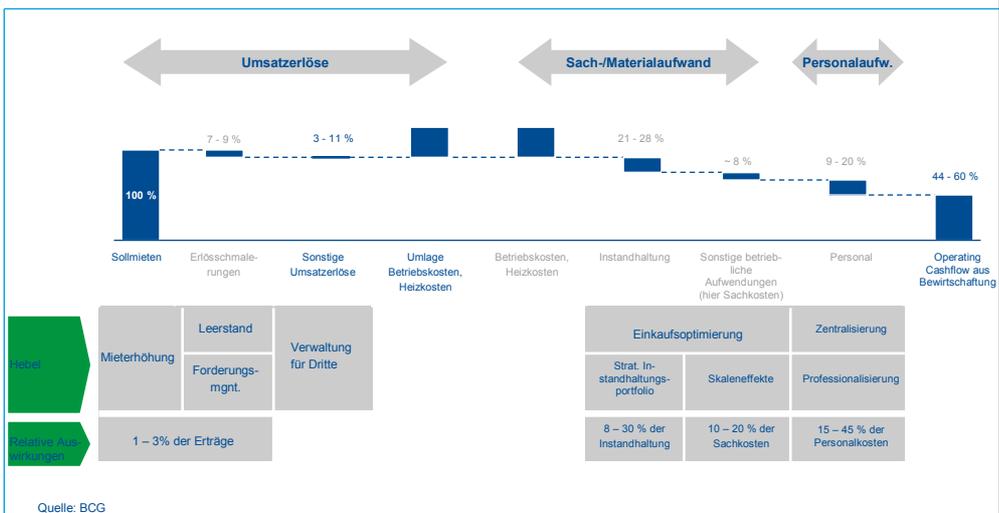
## Identifikation der Werttreiber



Wenn die Maßzahl der „fiktive Nettovermögenswertes“ oder „Börsenkurs“ ist und eine Rendite von z. B. 5 % auf diesen als Ziel vorgegeben ist, muss man diese Kennziffern in die Einzelteile aufgliedern.

Auf diese Weise kann man die Werttreiber identifizieren, welche es zu optimieren gilt. Dann gilt es die richtigen Maßnahmen einzuleiten und die Kräfte zielgerichtet zu kanalisieren.

## Identifikation der Werttreiber



## Identifikation der Werttreiber



### Steigerung der **Umsatzerlöse:**



- ▶ **Sollmieten:** Ausnutzung der Mietsteigerungspotenziale steigern
- ▶ **Leerstand:** Betriebswirtschaftliche Abwägung zwischen Miethöhe und Leerstandsquote
- ▶ **Forderungsmanagement:** standardisiertes, weitgehend automatisiertes konsequentes Forderungsmanagement mit Beratung (Hilfe bei Wohngeldanträgen u.a.) und zeitnahes Mahn- und Klagewesen
- ▶ **Sonstige Umsatzerlöse:** Geschäftsfelder mit Bezug zum Kerngeschäft: Verwaltung für Dritte, Heizkostenabrechnung, Ferienwohnungen u.a.
- ▶ **Umlagen:** Maßnahmen zur Senkung der Heiz- und Betriebskosten, damit die Gesamtbelastung für die Mieter bei steigender Nettokaltmiete gleich bleibt

## Identifikation der Werttreiber



### Senkung der **Aufwendungen:**



- ▶ **Instandhaltung:** langfristige Glättung der Investitionen für Großinstandsetzung und Modernisierung durch Budgetierung. Gezielte, renditeorientierte Instandhaltung (Strategisches Instandhaltungsportfolio)
- ▶ **Einkaufsoptimierung:** Bündelung (z.B. durch VERA-Verfahren)
- ▶ **Zentralisierung der Vergabe:** Skalen- und Lerneffekte durch konzentriertes Know-how an einer Stelle
- ▶ **Umlagen:** Ausweitung der Einspareffekte auch auf den umlagefähigen Bereich, damit sich Spielräume zur Anhebung der Nettokaltmiete eröffnen

## Identifikation der Werttreiber



Wenn die Maßzahl der „fiktive Nettovermögenswert“ ist und eine Rendite von 5 % auf diesen als Ziel vorgegeben ist, muss man diese Kennziffern in die Einzelteile aufgliedern.

Auf diese Weise kann man die Werttreiber identifizieren, welche es zu optimieren gilt. Dann gilt es die richtigen Maßnahmen einzuleiten und die Kräfte zielgerichtet zu kanalisieren.

## Identifikation der Werttreiber



Alle Faktoren welche diesen Nettovermögenswert steigern sind demnach Werttreiber im Hinblick auf die Wertsteigerung des Unternehmens.

Die Effekte welche Stellschrauben zu den größten Wertzuwächsen führen und somit die Gesamtperformance beeinflussen sollen an einem Beispielunternehmen c.p. analysiert werden.

Hierzu sollen Mietsteigerungen, Senkung der Instandhaltungsausgaben, Leerstands-beseitigung, Erhöhung des Verkaufsfaktors untersucht werden.

→ Sollmiete	100.000
→ Leerstand	-5.000
Mietausfall	-2.000
CF I (Nettomiete)	93.000
→ Instandhaltung	-15.000
CF II	78.000
Personalkosten	-10.000
Sachkosten	-2.000
CF III (EBITDA)	66.000
Tilgung	-10.000
CF IV (EBIT)	56.000
Zinsen	-50.000
CF V (EBT)	6.000
Verbindlichkeiten	900.000
→ Nettoverkaufserlös	309.000
EBTDA	16.000
EBDTDA-Rendite	
Wertsteigerung	
Gesamtperformance	5,18%

## Analyse der Werttreiber



### Erhöhung der Sollmieten

	1	2	3	4
+ 5 % p. a. Sollmiete	100.000	105.000	110.250	115.763
Leerstand	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
Mietausfall	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
CF I (Nettomiete)	93.000	98.000	103.250	108.763
Instandhaltung	-15.000	-15.000	-15.000	-15.000
CF II	78.000	83.000	88.250	93.763
Personalkosten	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Sachkosten	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
CF III (EBITDA)	66.000	71.000	76.250	81.763
Tilgung	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
CF IV (EBIT)	56.000	61.000	66.250	71.763
Zinsen	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
CF V (EBT)	6.000	11.000	16.250	21.763
Verbindlichkeiten	900.000	890.000	880.000	870.000
Nettoverkaufserlös	309.000	384.000	462.250	543.913
EBTDA	16.000	21.000	26.250	31.763
EBDTDA-Rendite	5,18%	5,47%	5,68%	5,84%
Wertsteigerung p.a.		24,27%	20,38%	17,67%
Gesamtpformance	5,18%	36,25%	70,06%	106,77%

## Analyse der Werttreiber



### Erhöhung des Bewertungs-/Verkaufsfaktors

	1	2	3	4
Sollmiete	100.000	100.000	100.000	100.000
Leerstand	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
Mietausfall	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
CF I (Nettomiete)	93.000	93.000	93.000	93.000
Instandhaltung	-15.000	-15.000	-15.000	-15.000
CF II	78.000	78.000	78.000	78.000
Personalkosten	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Sachkosten	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
CF III (EBITDA)	66.000	66.000	66.000	66.000
Tilgung	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
CF IV (EBIT)	56.000	56.000	56.000	56.000
Zinsen	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
CF V (EBT)	6.000	6.000	6.000	6.000
Verbindlichkeiten	900.000	890.000	880.000	870.000
Nettoverkaufserlös	309.000	412.000	422.000	432.000
EBTDA	16.000	16.000	16.000	16.000
EBDTDA-Rendite	5,18%	3,88%	3,79%	3,70%
Wertsteigerung p.a.		33,33%	2,43%	2,37%
Gesamtpformance	5,18%	43,69%	52,10%	60,52%

## Analyse der Werttreiber



### Senkung des Leerstands

	1	2	3	4
<b>Sollmiete</b>	100.000	100.000	100.000	100.000
<b>Leerstand</b>	-5.000	-4.500	-4.050	-3.645
<b>Mietausfall</b>	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
<b>CF I (Nettomiete)</b>	93.000	93.500	93.950	94.355
<b>Instandhaltung</b>	-15.000	-15.000	-15.000	-15.000
<b>CF II</b>	78.000	78.500	78.950	79.355
<b>Personalkosten</b>	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
<b>Sachkosten</b>	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
<b>CF III (EBITDA)</b>	66.000	66.500	66.950	67.355
<b>Tilgung</b>	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
<b>CF IV (EBIT)</b>	56.000	56.500	56.950	57.355
<b>Zinsen</b>	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
<b>CF V (EBT)</b>	6.000	6.500	6.950	7.355
<b>Verbindlichkeiten</b>	900.000	890.000	880.000	870.000
<b>Nettoverkaufserlös</b>	309.000	325.500	341.350	356.615
<b>EBTDA</b>	16.000	16.500	16.950	17.355
<b>EBDTDA-Rendite</b>		5,07%	4,97%	4,87%
<b>Wertsteigerung</b>		5,34%	4,87%	4,47%
<b>Gesamtpformance</b>	5,18%	15,86%	26,47%	37,03%

## Analyse der Werttreiber



### Senkung des Instandhaltungsaufwandes

	1	2	3	4
<b>Sollmiete</b>	100.000	100.000	100.000	100.000
<b>Leerstand</b>	-5.000	-5.000	-5.000	-5.000
<b>Mietausfall</b>	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
<b>CF I (Nettomiete)</b>	93.000	93.000	93.000	93.000
<b>Instandhaltung</b>	-15.000	-13.500	-12.150	-10.935
<b>CF II</b>	78.000	79.500	80.850	82.065
<b>Personalkosten</b>	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
<b>Sachkosten</b>	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
<b>CF III (EBITDA)</b>	66.000	67.500	68.850	70.065
<b>Tilgung</b>	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
<b>CF IV (EBIT)</b>	56.000	57.500	58.850	60.065
<b>Zinsen</b>	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
<b>CF V (EBT)</b>	6.000	7.500	8.850	10.065
<b>Verbindlichkeiten</b>	900.000	890.000	880.000	870.000
<b>Nettoverkaufserlös</b>	309.000	319.000	329.000	339.000
<b>EBTDA</b>	16.000	17.500	18.850	20.065
<b>EBDTDA-Rendite</b>		5,49%	5,73%	5,92%
<b>Wertsteigerung</b>		3,24%	3,13%	3,04%
<b>Gesamtpformance</b>	5,18%	14,08%	23,41%	33,14%

## Analyse der Werttreiber



### Umsetzung aller Maßnahmen

	1	2	3	4
+ 5 % p. a. Sollmiete	100.000	105.000	110.250	115.763
./. 10 % p. a. Leerstand	-5.000	-4.500	-4.050	-3.645
Mietausfall	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
CF I (Nettomiete)	93.000	98.500	104.200	110.118
./. 10 % p. a. Instandhaltung	-15.000	-13.500	-12.150	-10.935
CF II	78.000	85.000	92.050	99.183
Personalkosten	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
Sachkosten	-2.000	-2.000	-2.000	-2.000
CF III (EBITDA)	66.000	73.000	80.050	87.183
Tilgung	-10.000	-10.000	-10.000	-10.000
CF IV (EBIT)	56.000	63.000	70.050	77.183
Zinsen	-50.000	-50.000	-50.000	-50.000
CF V (EBT)	6.000	13.000	20.050	27.183
Verbindlichkeiten	900.000	890.000	880.000	870.000
Nettoverkaufserlös	309.000	489.000	578.800	671.645
EBTDA	16.000	23.000	30.050	37.183
EBDTDA-Rendite		4,70%	5,19%	5,54%
Wertsteigerung		58,25%	18,36%	16,04%
Gesamtpformance	5,18%	70,87%	109,66%	151,74%

## Zusammenfassung



Wer in der Immobilienwirtschaft zweistellige Renditen erwirtschaften will, erreicht dies nicht durch die Bestandsbewirtschaftung allein. Weitere Voraussetzung ist die Wertsteigerung des Immobilienportfolios. Diese Wertzuwächse lassen sich über Veräußerungsstrategien oder IFRS-Bilanzierung darstellen.

Die degewo scheut nicht den Wettbewerb mit Unternehmen, die ein anderes Geschäftsmodell betreiben kann sich jedoch mit ihnen nur im Geschäftsfeld der Bestandsbewirtschaftung messen, da die Handelskomponente vom Gesellschafter nicht erwünscht wird.

Die degewo erfüllt aber nicht ausschließlich finanzwirtschaftliche Ziele, sondern engagiert sich auch städtebaulich und erbringt soziale Leistungen. Dies bleibt natürlich nicht ohne Auswirkung auf das Finanzergebnis.

Im Gegensatz zu Wettbewerbern, die ihre teilweise zweistelligen Jahresrenditen über den Immobilienhandel erwirtschaften, bekennt sich die degewo zu ihren Standorten und führt nur mäßigen Handel überwiegend zur Portfoliooptimierung und als Mieterprivatisierung durch. Insofern liegt dem Geschäftsmodell der degewo eine auf endlose Dauer konzipierte Immobilienbewirtschaftung zugrunde.

**Vielen Dank für Ihre Aufmerksamkeit**