

Kauf 350 PATRIZIA-Aktien / Kurs 8,00 €

Newsletter vom 25.05.2023

Liebe Investoren,

letzte Woche fand die Hauptversammlung der PATRIZIA AG (DE000PAT1AG3) statt. Im Nachgang haben wir unsere Realdepot-Position zu einem Kurs von 8,00 € nun um 350 Aktien auf insgesamt 1.000 Aktien und damit wieder grob 5 % Depotgewichtung aufgestockt.

Der SDAX-Wert kommt derzeit nur noch auf eine Marktkapitalisierung von rund 750 Mio. €. Allein die Nettoliquidität, das eigene Immobilienportfolio + zustehende Gewinnansprüche decken die Marktkapitalisierung in etwa ab. Quasi umsonst gibt es den globalen 58 Mrd. € Asset Manager. Die Ambitionen des neuen Vorstandsvorsitzenden, dem in (Greenwashing)-Ungnade gefallenen Ex-DWS-CEO Dr. Asoka Wöhrmann, sind unmissverständlich.

Von „Patrizia Immobilien“ zu „PATRIZIA“

Als im Jahr 2006 der IPO gelingt, ist Wolfgang Egger eine halbe Milliarde Euro schwer. Das Geschäftsmodell: der klassische Immobilienbestandhalter. Mit 12 Jahren Nebenjob auf dem Bau, mit 18 Jahren Abbruch Abitur, um sein erstes eigenes Haus zu bauen, mit 19 Jahren Kauf des ersten Mehrfamilienhauses und mit 21 Jahren der erste Häuserblock im Eigenbestand. Doch die Finanzkrise 2008 spornte den Augsburger an nochmal ein ganz neues Unternehmen zu formen: aus „Patrizia Immobilien“ wird „PATRIZIA“.

Von heute auf morgen erkennen die Banken mit Ausbruch der Finanzkrise das Immobilienportfolio nicht mehr als werthaltig an; 530 Mio. € müssen refinanziert werden, es steht Spitz auf Knopf. Mit Ach und Krach gelingt Egger die Prolongation und damit die Rettung. Aber vor allem ist es der Startschuss für den Wandel zur heutigen PATRIZIA. Egger beginnt sukzessive die eigenen Immobilien zu verkaufen und startet eine beispiellose Übernahmewelle von Asset Managern in den Bereichen Immobilien und Infrastruktur.

Das Ergebnis Stand 31. März 2023 sind 58 Mrd. € Assets under management (AuM). Damit zählt PATRIZIA zu den weltweit größten unabhängigen Investmenthäusern für Immobilien und Infrastruktur. Der erzielte Nebeneffekt: nur noch relativ wenig Immobilien, sprich Abwertungsrisiken, auf der eigenen Bilanz und dafür ein wiederkehrendes Gebührenmodell. Allein die Verwaltungsgebühren 2022 in Höhe von 241 Mio. € decken in etwa die Kosten des Konzerns – ein Paradebeispiel für Skalierung. Die Fixkosten wachsen nicht im selben Tempo mit den AuM mit. Upside bieten zudem die Leistungs- und Transaktionsgebühren.

Eine Ära geht zu Ende – eine neue startet?

Der Erfolg der heutigen PATRIZIA wird darin liegen, die AuM so schnell wie möglich in neue Sphären wachsen zu lassen. Und hier kommt der Name Wöhrmann ins Spiel. Auf der Hauptversammlung am Donnerstag wurde es gleich zu Beginn sehr emotional. Im Rahmen seiner Vorstellung nutzte der designierte Neu-CEO die Bühne für eine ausführliche Homage an Egger. Er selbst sei angetreten, um PATRIZIA in die AuM-Champions-League zu führen.

Wöhrmann könnte genau der richtige Mann zur richtigen Zeit am richtigen Ort sein – sofern er seine Skandalhistorie bei der DWS zurücklässt und hingegen nur seine AuM-Historie mit zu PATRIZIA bringt. Im Rahmen der Enthüllungen der einstigen Nachhaltigkeitschefin der DWS, Desirée Fixler, kam Wöhrmann gehörig unter die Räder, was letztlich auch zu seiner Kündigung geführt hat. Unbelastet kommt der Ex-DWS-CEO somit wahrlich nicht zu PATRIZIA.

Doch mit Blick auf Handwerk, Netzwerk und Ambitionen ist die Personalle für PATRIZIA die Crème de la Crème. Bereits vor der Finanzkrise galt Wöhrmann als der oberste Fondsmanager der DWS mit 110 Mrd. € an Kundengeldern unter seiner Regie. 2015 folgte dann die Leitung des Privat- und Firmenkundengeschäfts der Deutschen Bank und 2018 übernahm der in Sri Lanka geborene Manager dann das Ruder der damals soeben erst frisch an die Börse geführten DWS mit 841 Mrd. € verwalteten Vermögen. Kurzum: Der Mann weiß mit großen Zahlen umzugehen.

Der Antritt bei PATRIZIA hätte nun auch kaum noch lautstärker vonstattengehen können. Vier Tage vor der HV verkündete das Unternehmen ein speziell für den Neu-CEO designtes Vergütungsmodell. Demnach nimmt Wöhrmann 3 Mio. € seines eigenen Vermögens in die Hand und kauft dafür „in den nächsten Monaten“ PATRIZIA-Aktien. Keine kleine Stange Geld, die auf den sehr geringen Streubesitz des SDAX-Unternehmens prallt. Laut dem Management liegen lediglich 6,44 % der Aktien bei Privatanlegern, der Rest bei Wolfgang Egger (51,81 %) und "langfristig orientierten" institutionellen Investoren. Demnach stellen die 3 Mio. € Eigeninvestment von Wöhrmann schonmal 6 % des in Privathand befindlichen Streubesitzes dar.

Keine großen Zweifel an den Ambitionen lässt die Ausgestaltung des neuen Vergütungsprogramms. Im Falle einer exorbitanten Entwicklung beim EBITDA und vor allem des Aktienkurses bekommt Wöhrmann sein Eigeninvestment von 3 Mio. € ordentlich gehebelt zurück. Die Mindestschwelle beim Aktienkurs liegt bei 26,25 € (bereits mehr als das dreifache des jetzigen Aktienkurses) und geht bis zur Auszahlungshöchstschwelle bei einem Aktienkurs von 80 € („Tenbagger“) hoch. Hier würden dem Neu-CEO satte 42 Mio. € an Boni winken.

Sind solche Kurse realistisch?

Bewertungstechnisch Rückenwind scheint Wöhrmann definitiv bei einem Aktienkurs von 8 € und damit einer Marktkapitalisierung von nur noch 750 Mio. € zu haben. Trotz der zahlreichen Übernahmen der letzten Jahre kommt PATRIZIA aktuell immer noch auf ein Nettoliquidität von 156 Mio. €. Demnach liegt der Enterprise Value mit rund 600 Mio. € ein gutes Stück unter der Marktkapitalisierung.

Immobilien in 100 % Eigenhand, die sogenannten Principal Investments, hat PATRIZIA im Verlauf der letzten Jahre auf nunmehr nahe 0 € (konkret 1,6 Mio. €) abverkauft. Hingegen bestehen jedoch noch Co-Investments in nicht geringer Höhe. Da wäre zum einen das Dawonia-Immobilienportfolio.

Dawonia ist mit 27.000 Wohnungen die größte Wohnungsgesellschaft Bayerns. Gut 80 % der Wohnungen liegen in besten Lagen in Nürnberg, Erlangen, Regensburg, Würzburg und vor allem in München. Den Wert beziffert das Management Ende März auf 5,4 Mrd. €, davon hält PATRIZIA 5,1 %, sprich 275 Mio. €. Nach Steuern wird ein Wert von 178 Mio. € taxiert. Die Investitionssumme 2013 lag bei lediglich 58 Mio. €.

Doch dem nicht genug. Weit über der Vervielfachung des Eigeninvestments in Dawonia liegt der variable Gewinnanteil. Angesichts des enormen Wertzuwachses haben sich hier mittlerweile Gewinnansprüche nach Steuern von 344 Mio. € zusammengehäuft.

Neben dem Dawonia-Portfolioanteil gibt es zudem noch weitere Co-Investments in einem Volumen von grob 70 Mio. €, überwiegend viele kleine Anteile an Mischfonds. Alles in allem sieht die Substanz-Rechnung demnach wie folgt aus: Netto-Cash 156 Mio. € + Co-Investments 247 Mio. € + Dawonia-Gewinnansprüche 344 Mio. € = 747 Mio. € – und das bei einer Marktkapitalisierung von 750 Mio. €.

(Angemerkt werden muss dabei natürlich die Bewertungsunsicherheit im Rahmen der Dawonia-Zahlen. Bisherige Planungen sahen einen Verkauf des Dawonia-Portfolios in 2023 vor. Dieser wurde nun aber von PATRIZIA und dem Konsortium nach hinten verschoben. Dies hat selbstverständlich gute und nachvollziehbare Gründe, siehe derzeit vorherrschendes Marktumfeld. Zwar handelt es sich bei dem Portfolio überwiegend um Top-Lage-Wohnungen, dennoch würde ein sofortiger Verkauf sicherlich einen nicht unerheblichen Discount bedingen.)

Viel wichtiger als die Substanz-Rechnung ist mittel- und langfristig aber ohnehin die AuM-Rechnung.

Zündet Wöhrmann den AuM-Turbo?

Rechnungen und Darstellungen, inwiefern die Börsenbewertung durch die Assets in einem Unternehmen gedeckt ist, sind immer angenehm und schön. Im Fall von PATRIZIA spielt die Zukunftsfantasie aber ganz woanders, nämlich in der Ausrichtung als Asset Manager für Dritte. Schafft es Wöhrmann die AuM zu neuen Gestirnen zu schießen, so dürfte auch der Gewinn aufgrund der Skalierbarkeit in ganz neue Höhen vorstoßen.

Der Ausgangspunkt ist gut, PATRIZIA bilanziell äußerst solide aufgestellt und mit Blick auf die AuM bereits in einer exzellenten Ausgangsposition. Ob nun tatsächlich innerhalb von 5 Jahren Kurse, wie im CEO-Boni-Modell anvisiert, möglich sind, steht in den Sternen. Doch das Potenzial für deutlich höhere Kurse scheint allemal vorhanden. Mit nunmehr 1.000 Aktien ist das Realdepot mit 5 % Depotgewichtung dabei.

Die hier im Newsletter bereits formulierten Gedanken sind auch nochmal in einem offiziellen Update zur Erstanalyse aus 2022 auf der SdK-Homepage im Bereich Realdepot veröffentlicht.

Fragen / Anmerkungen / Feedback?

Her damit – gerne auch im direkten Austausch auf Twitter! Und abschließend wie immer ganz wichtig: Jegliche Ausführungen stellen keine Anlageberatung dar. Bitte immer selbst umfassend anhand unterschiedlicher Quellen prüfen und sich eine eigene Meinung bilden.

Beste Grüße

Paul Petzelberger
Vorstandsmitglied SdK

SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.
Hackenstr. 7b
80331 München
Fon: +49 / 89 / 2020846-0
E-Mail: petzelberger@sdk.org