

PATRIZIA AG

Der Hidden Champion für Immobilieninvestments

ISIN	DE000PAT1AG3
Datum	31.05.2022
Aktienanzahl	92.351.476
Aktienkurs	12,50 Euro
Marktkapitalisierung	1,2 Mrd. Euro

Investmentidee

Lukratives Geschäftsmodell. Zu den Kunden zählen Staats- und Pensionsfonds, Family Offices, Stiftungen, Versicherungen und Banken. 80 % der Verträge mit Kunden laufen mehr als 10 Jahre und bescheren PATRIZIA gut planbare und wiederkehrende Erlöse.

Weltweite Konsolidierung. Mit mehr als 55 Mrd. Euro Assets under Management gehört PATRIZIA bei Immobilien und Infrastruktur zu den größten unabhängigen Asset Managern weltweit. Die hohe Profitabilität ermöglicht Konsolidierung und Skalierung.

Korrektur Aktie. Allein die liquiden Mittel und Eigeninvestments decken die Marktkapitalisierung annähernd ab. Das komplette Fondsgeschäft mit jährlichem EBIT von über 100 Mio. Euro gibt es fast umsonst oben drauf. Die Aktie hat mittel- wie langfristig enormes Potenzial.

Inhaltsverzeichnis

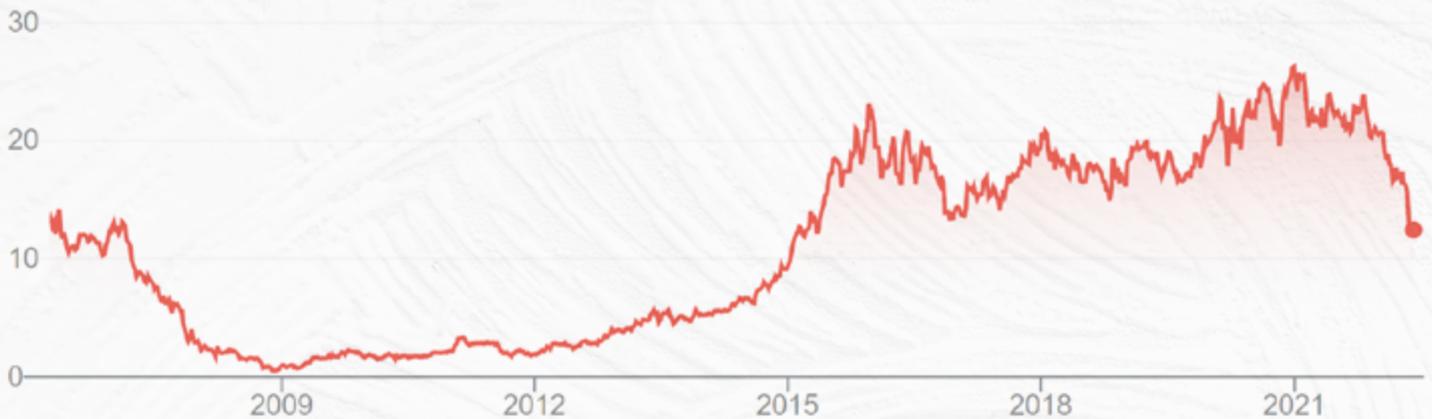
Steckbrief & Investmentidee	1
Inhaltsverzeichnis & Vision	2
Geschichte & Geschäftsmodell	3–6
Geschäftstätigkeit allgemein	7
Assets under Management	8
Eigenbestand & Liquidität	9
Finanzierung	10
Corporate Governance	11–12
Bewertung	13
Risiken / Kritik	14
Chancen / Fazit	15
Quellen & Haftungsausschluss & Autor	16

Vision

„Der führende Partner für globale Sachwerte.“

„Die Entwicklung von Gemeinschaften
und einer nachhaltigen Zukunft.“

Unternehmensgeschichte



Die ersten Schritte (1963–1984)

Mit 12 Jahren beginnt Wolfgang Egger neben der Schule auf dem Bau zu jobben. Die Luft von Stein und Beton packt ihn. Um noch mehr Zeit für sein neues Hobby zu haben, bricht er das Abitur ab, absolviert seiner Mutter zuliebe aber nebenher eine Ausbildung zum Zahntechniker.

Seine meiste Zeit und Kraft fließen jedoch woandershin. Von seinen Eltern bekommt er ein Grundstück geschenkt, worauf er ein Haus baut und anschließend verkauft. Mit 19 Jahren gründet Egger mit dem Verkaufserlös die Patrizia Immobilien AG als Einmannunternehmen und kauft ein Mehrfamilienhaus mit sechs Wohnungen. Der Grundstein ist gelegt.

Schneller Durchbruch & Stiftungsgründung (1984–1999)

In den ersten zehn Jahren nach Unternehmensgründung macht sich Egger in Augsburg und Umgebung einen Namen, indem er reihenweise Wohnimmobilien aufkauft und nach kurzer Zeit stets wieder verkauft.

Im Jahr 1999 gründet Egger die PATRIZIA Foundation und beginnt Schulen für Kinder in Afrika zu bauen.

Hedgefonds-Erfahrung USA (2000–2005)

Im Jahr 2004 ist die Patrizia Immobilien AG längst ein etablierter Bestandshalter im Markt für Wohnimmobilien. Egger beschließt, sich aus dem Tagesgeschäft zurückzuziehen, und absolviert in New York verschiedene Praktika bei Hedgefonds. Nach kurzer Zeit kehrt er wieder nach Augsburg zurück, sein Ziel: Den Markt zu konsolidieren.

Börsengang & Expansion (2006)

Im Jahr 2006 gelingt der Börsengang. US-amerikanische Investoren greifen zu und schicken den Aktienkurs noch am ersten Tag von 18,50 auf 21,50 Euro – eine Marktkapitalisierung von über 1 Mrd. Euro. In einem Interview mit einem Reporter fällt daraufhin eines der bis heute bekanntesten Zitate von Egger:

„Das geht mir am Arsch vorbei.“

Ich kann sowieso nicht mehr als dreimal am Tag essen!“

Mit dem Geld aus dem Börsengang startet PATRIZIA die Expansion nach Europa. Eigenständige Landesgesellschaften mit lokalen Teams werden gegründet und so eine umfassende Präsenz geschaffen.

Subprime-Krise (2007–2011)

Doch nur ein Jahr nach dem IPO bringt die US-Subprime- sowie Finanzkrise das Unternehmen in Existenzsorgen. 530 Mio. Euro werden zu der Zeit fällig und die Banken verweigern die Refinanzierung. In den Medien wird offen über eine mögliche Insolvenz spekuliert und der Aktienkurs bricht im Tief bis auf 0,50 Euro ein. Spitz auf Knopf schafft es Egger, die Kredite zu prolongieren und damit die Insolvenz abzuwenden.

Neuausrichtung (2012–2016)

Das Agieren der Banken in der Finanzkrise, die eigen gehaltenen Immobilien sozusagen von heute auf morgen nicht mehr als werthaltig anzuerkennen, bewirken einen fundamentalen Richtungswechsel. Egger beginnt die Immobilien auf eigene Rechnung sukzessive zu verkaufen und sich auf die Verwaltung vom Vermögen Dritter zu konzentrieren.

Im Jahr 2013 gelingt ein bahnbrechender Coup. Von der Bayern LB erhält PATRIZIA den Zuschlag für den Kauf der heutigen Dawonia, die einen Bestand an 32.000 Wohnungen umfasst. Gemeinsam mit Pensionskassen, Versicherern und Sparkassen stemmt PATRIZIA den Kaufpreis von 2,45 Mrd. Euro. PATRIZIA beteiligt sich selbst mit 58 Mio. Euro und übernimmt als Dienstleister die komplette Betreuung und Verwaltung. Daneben wird das Fondsgeschäft erstmalig auch für Privatanleger geöffnet.

Konsolidierung Asset Management (2017–2021)

Im Jahr 2018 beschleunigt PATRIZIA die Marktkonsolidierung mit einer Reihe von wegweisenden Akquisitionen. Die durch den Verkauf des Eigenbestands an Immobilien erzielten Erlöse werden unter anderem für die Übernahmen der Asset Manager SPI (2017), TRIUVA (2017), Rockspring (2017) und Whitehelm Capital (2021) verwendet.

Im Jahr 2019 wird die Umfirmierung von Patrizia Immobilien AG in die PATRIZIA AG vollzogen.

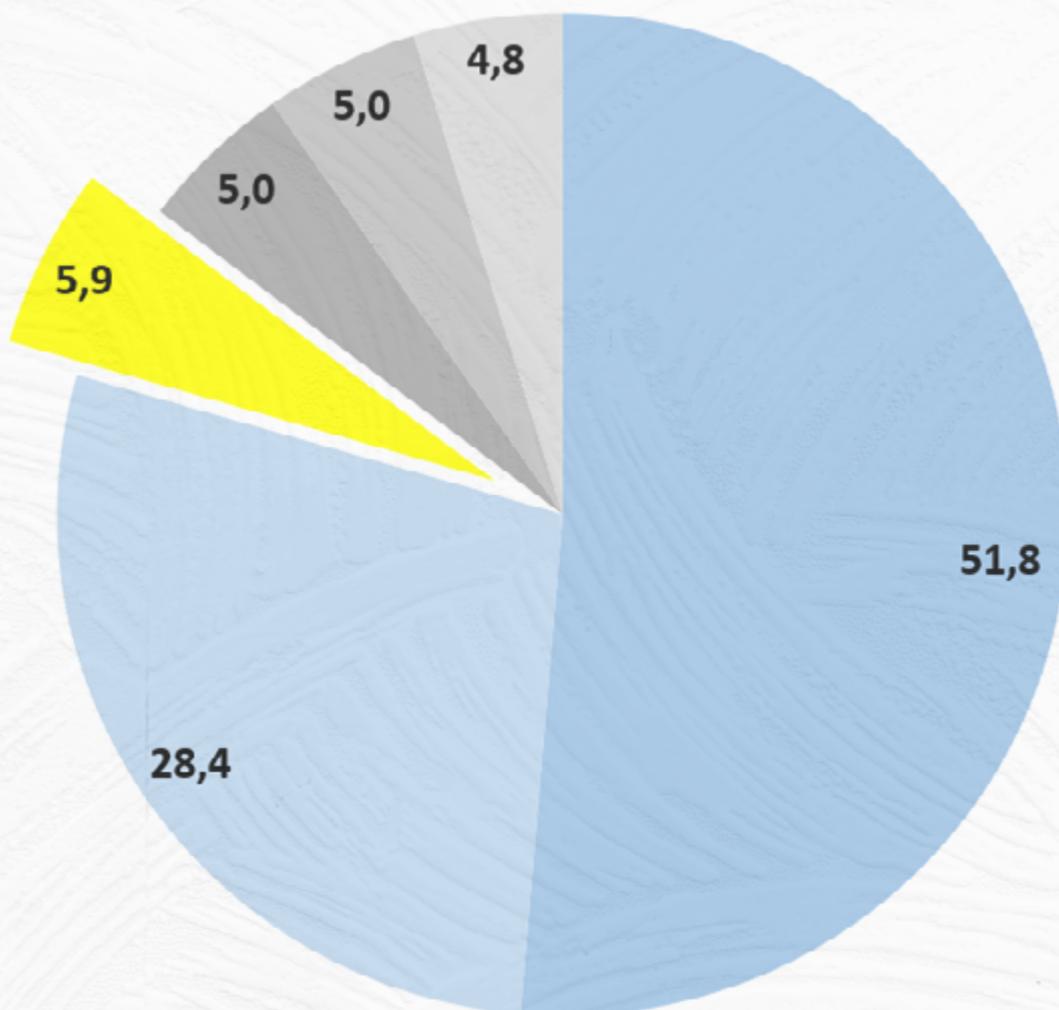
Nahezu zeitgleich mit den zahlreichen Übernahmen von Wettbewerbern beginnt PATRIZIA verstärkt in Technologieunternehmen der Immobilienwirtschaft zu investieren, darunter in die „PropTech“-Start-ups EVANA, Cognotekt, control IT und BrickVest. Zudem werden Partnerschaften mit WiredScore und dem Venture-Fonds PI Labs eingegangen.

Heute

Die PATRIZIA AG zählt mit 55 Mrd. Euro AuM zu den weltweit größten unabhängigen Investmenthäusern für Immobilien und Infrastruktur. Mit knapp 1.000 Mitarbeitern an weltweit 24 Standorten fungiert der Konzern als Fondsgesellschaft mit umfangreichem Dienstleistungsspektrum. Neben dem Asset- und Portfoliomanagement werden auch Transaktionen umgesetzt und Projekte selbst entwickelt.

Zu den Kunden zählen 500 institutionelle Investoren, darunter Staats- und Pensionsfonds, Versicherer, Banken und Family Offices. Ferner umfasst die Kundenbasis über 6.000 private- und (semi-)professionelle Investoren.

Aktionärsstruktur in %



■ FCP (Wolfgang Egger) (51,8)

■ Privataktionäre (5,9)

■ Allianz SE (5,0)

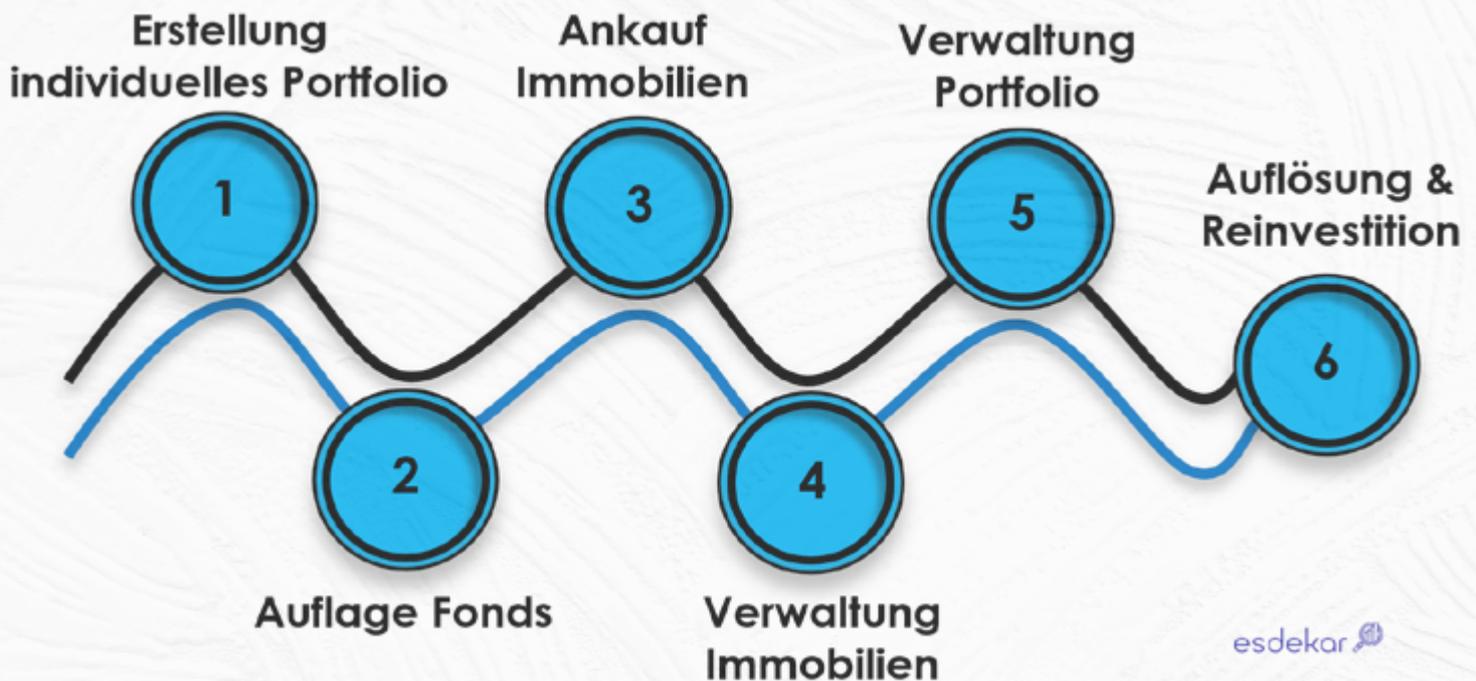
■ Institutionelle Investoren (28,4)

■ Union Investment (5,0)

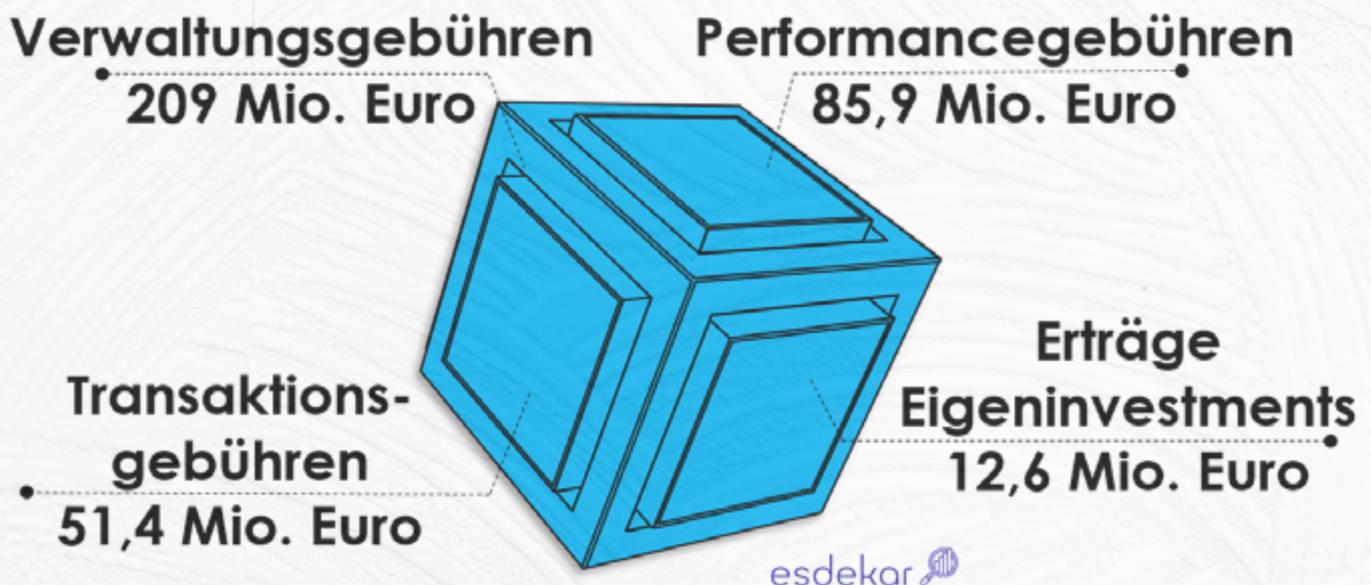
■ Eigene Aktien (4,8)

Geschäftstätigkeit

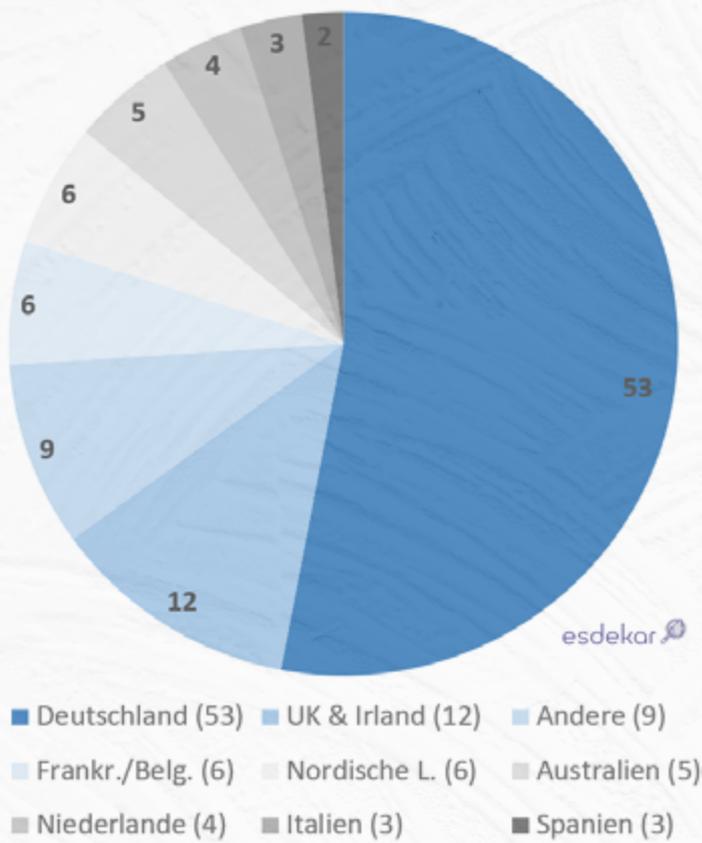
Herz und der Motor von PATRIZIA sind die rund 55 Mrd. Euro Assets under Management. Drumherum gewebt erbringt die Gesellschaft eine breite Palette von Dienstleistungen. Beispiel: Ein Pensionsfonds möchte 500 Mio. Euro in Immobilien investieren und mandatiert PATRIZIA:



Laut dem Management beträgt die Laufzeit der Kundenverträge zu 80 % mehr als 10 Jahre. Das Unternehmen betreut seine Kunden demnach stets über einen sehr langen Zeitraum, was eine breite Palette von Dienstleistungen und somit Gebühren ermöglicht. 2021 sah dies wie folgt aus:

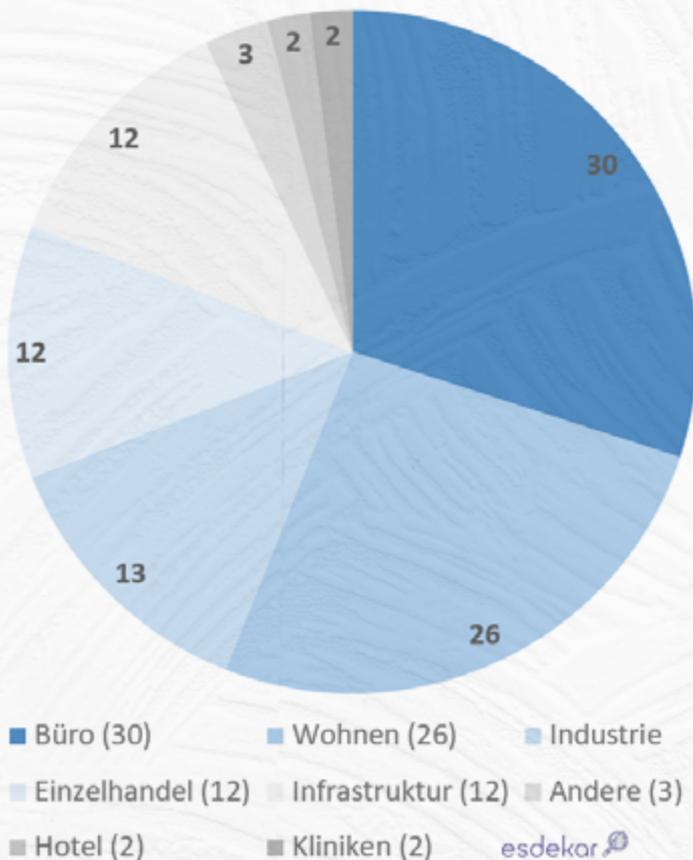


Assets under Management (AuM)



Das entscheidende Kriterium ist die Höhe der AuM. Je größer das verwaltete Vermögen, desto größer wiederum die Gebühreneinnahmen. Doch neben der Höhe der AuM spielt auch die Qualität eine Rolle.

Mit 53 % der AuM liegt eine große Gewichtung auf Deutschland. Dahinter folgt eine breite Verteilung auf Europa und den Rest der Welt. Durch die letzte Übernahme von Whitehelm Capital soll nun auch die Präsenz in Asien stark ausgebaut werden.



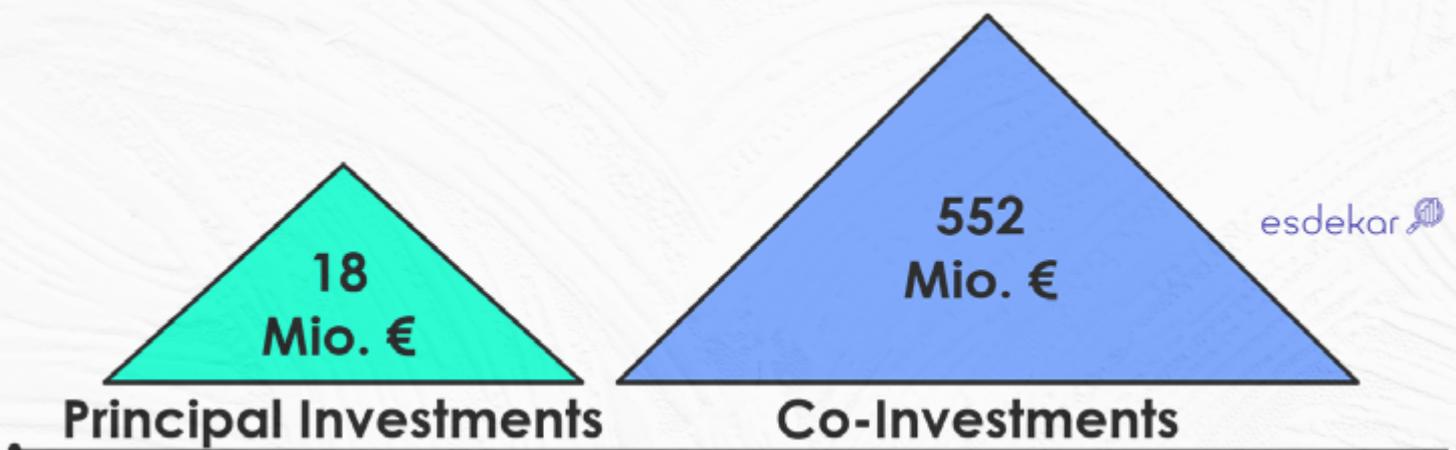
Die Sektorverteilung ist deutlich breiter gefächert. Der Schwerpunkt liegt auf Gewerbe- und Wohnimmobilien. Größtes Wachstumspotenzial sieht der Vorstand im Bereich Infrastruktur. Sowohl organisch als auch anorganisch soll der Anteil der Infrastruktur-Investments am Gesamtportfolio mittelfristig auf 20 bis 30 % gesteigert werden.

Ein weiteres Trendthema sind sogenannte „Smart Cities“. Ein Beispiel sind Investitionen in lokale Konnektivitätslösungen.

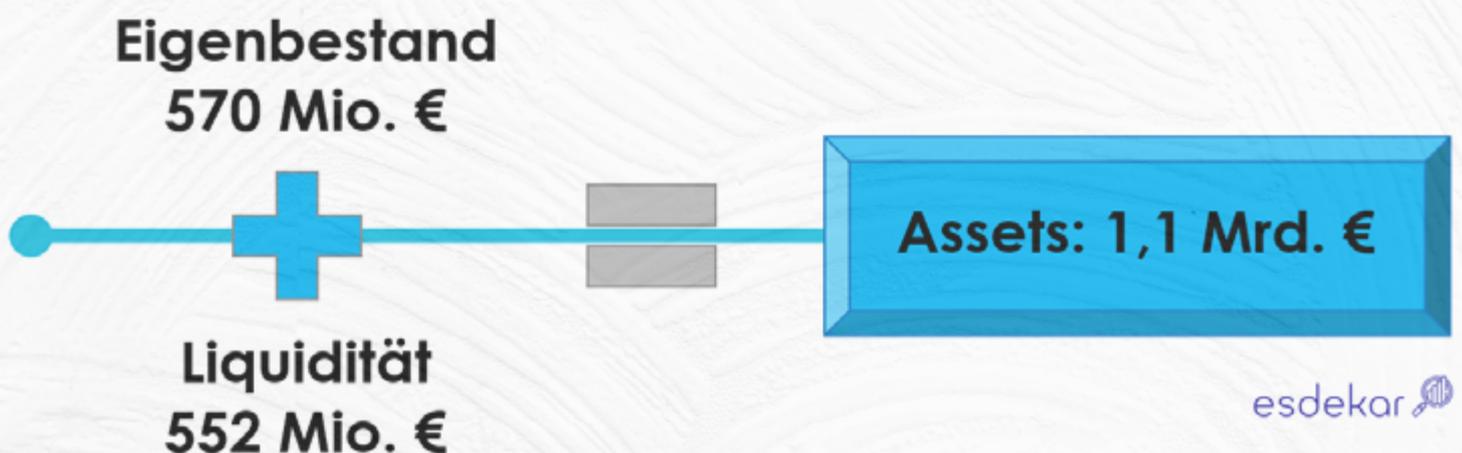
Eigenbestand & Liquidität

Seit mehr als einem Jahrzehnt wird der Eigenbestand sukzessive verkauft. Dies betrifft sowohl die gemeinsam mit Kunden eingegangenen Investitionen (Co-Investments) als auch die vollständig eigen im Besitz gehaltenen Immobilien (Principal Investments). Der Erlös aus dem Verkauf wurde für die zahlreichen Übernahmen von Asset Managern genutzt. Der Bestand auf eigene Rechnung sank somit bei gleichzeitig starkem Anstieg des für Dritte verwalteten Vermögens.

Ein gewisser Restbestand eigener Investments war zum Stichtag 2021 jedoch noch vorhanden und zwar mit gar keinem so geringen Marktwert:



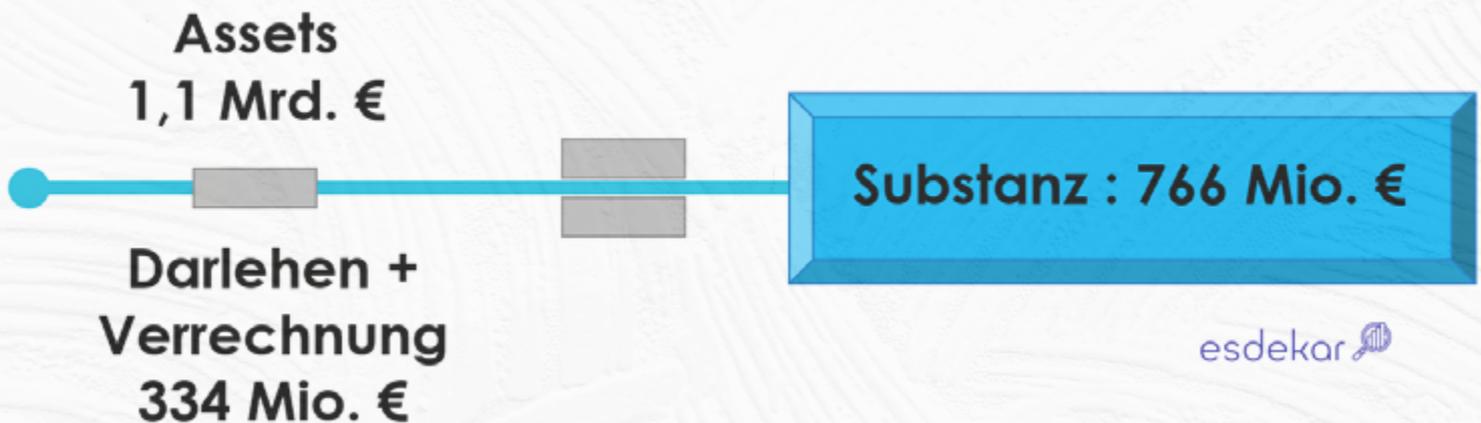
Hinzu kommt ein üppiger Bestand an liquiden Mitteln von 341 Mio. Euro an Bankguthaben und Kassenbestand sowie 211 Mio. Euro an Termingeldern. Folglich liegt der Wert der eigenen Assets bei insgesamt 1,1 Mrd. Euro und deckt somit die Marktkapitalisierung nahezu 1 zu 1 ab.



Finanzierung

Die Gesellschaft hat in den letzten zehn Jahren den Erlös aus dem Verkauf von Eigeninvestments nicht nur für Akquisitionen verwendet, sondern auch, um die Bilanz auf Vordermann zu bringen. In Relation zur Bilanzsumme zeigt sich eine hohe Eigenkapitalquote von 62 %.

Als einzige nennenswerte Finanzschulden ist das Schuldscheindarlehen im Volumen von 234 Mio. Euro zu nennen, was bei Weitem allein vom Bankguthaben gedeckt wird. Die in der Bilanz ausgewiesenen 171 Mio. Euro an kurzfristigen Bankdarlehen sind überwiegend auf den temporär starken Anstieg der Vorräte auf 170 Mio. Euro zurückzuführen. Hierbei handelt es sich um kurzfristig auf eigene Rechnung genommene Immobilien, die weitergereicht werden. Um äußerst konservativ zu kalkulieren, haben wir zur Errechnung des Substanzwertes nicht nur die Finanzschulden abgezogen, sondern sogar noch alle kurzfristigen sowie langfristigen Schulden mit den kurzfristigen Vermögenswerten verrechnet (Verrechnungsposten 334 Mio. Euro):



Zwischenfazit

Die Gesellschaft ist bilanziell stark aufgestellt. Trotz der zahlreichen Übernahmen deckt allein das Bankguthaben die Finanzschulden ab. Hinzu kommen die nach wie vor bestehenden Eigeninvestments mit einem Marktwert von 570 Mio. Euro sowie eigene Aktien im Wert von 47 Mio. Euro. Selbst wenn es zu einem Crash am Immobilienmarkt kommen sollte, scheint nach aktuellem Stand keine Insolvenzgefahr zu drohen.

Mit einem errechneten Substanzwert von 766 Mio. Euro bei einer Marktkapitalisierung von 1,2 Mrd. Euro werden die Geschäftsaktivitäten als Asset Manager lediglich mit grob 435 Mio. Euro bewertet.

Corporate Governance

a) Vorstand

Seit Jahren wird der Vorstand massiv erweitert – aktuell sieben Vorstandsmitglieder. Dies führt zu exotischen Vorstandsbezeichnungen:



Auch wenn nicht offen ausgesprochen, kann dieser Vorstandsexzess nur mit einer frühen Nachfolgerelegung für Egger erklärt werden. Als Einmannunternehmen hat alles begonnen, in 12 Hände von sechs Vorstandsmitgliedern möchte Egger wohl seine PATRIZIA gut aufgehoben sehen.

Ferner steht auf der kommenden Hauptversammlung Anfang Juni 2022 die Umwandlung der Rechtsform in eine SE auf der Tagesordnung. Egger soll den vorab veröffentlichten Informationen nach der einzige geschäftsführende Direktor des Verwaltungsrats werden.

Vergütung & Anteilsbesitz

Ein so großer Vorstand verursacht natürlich auch einen Haufen Kosten, im Geschäftsjahr 2021 rund 8,4 Mio. Euro.

Bis auf Egger mit seinem indirekten Anteilsbesitz von 51,8 % werden von den weiteren Vorstandsmitgliedern keine nennenswerten Aktienbestände gehalten.

b) Transparenz & Unabhängigkeit

Transparenz. Die PATRIZIA-Aktie ist im Prime Standard der Frankfurter Wertpapierbörse sowie in zahlreichen Indizes gelistet, darunter dem SDAX, dem MSCI World Small Cap Index, dem STOXX 600 Fin. Services sowie dem FTSE EPRA/NAREIT. Damit unterliegt die Gesellschaft den Veröffentlichungspflichten einer börsennotierten Gesellschaft im Sinne des Aktiengesetzes und so den in Deutschland höchsten Transparenzstandards.

Der Geschäftsbericht ist gut lesbar und vermittelt ein aussagekräftiges Bild von der Gesellschaft. Dies wird durch eine umfangreiche IR-Arbeit komplementiert. Neben vielen institutionellen Terminen und Calls wurden 2021 auch Veranstaltungen für Privataktionäre durchgeführt. Die Unternehmenspräsentation mit der SdK kann auf dem YouTube-Kanal „SdK – Die Anlegergemeinschaft“ kostenlos angesehen werden.

Gewinnverwendung Im Jahr 2018 wurde erstmalig nach der Finanzkrise wieder eine Dividende ausgeschüttet. Folgende Grafik zeigt die jeweilige Dividende mit der Dividendenrendite auf Basis des jeweiligen Ausschüttungsdatums:



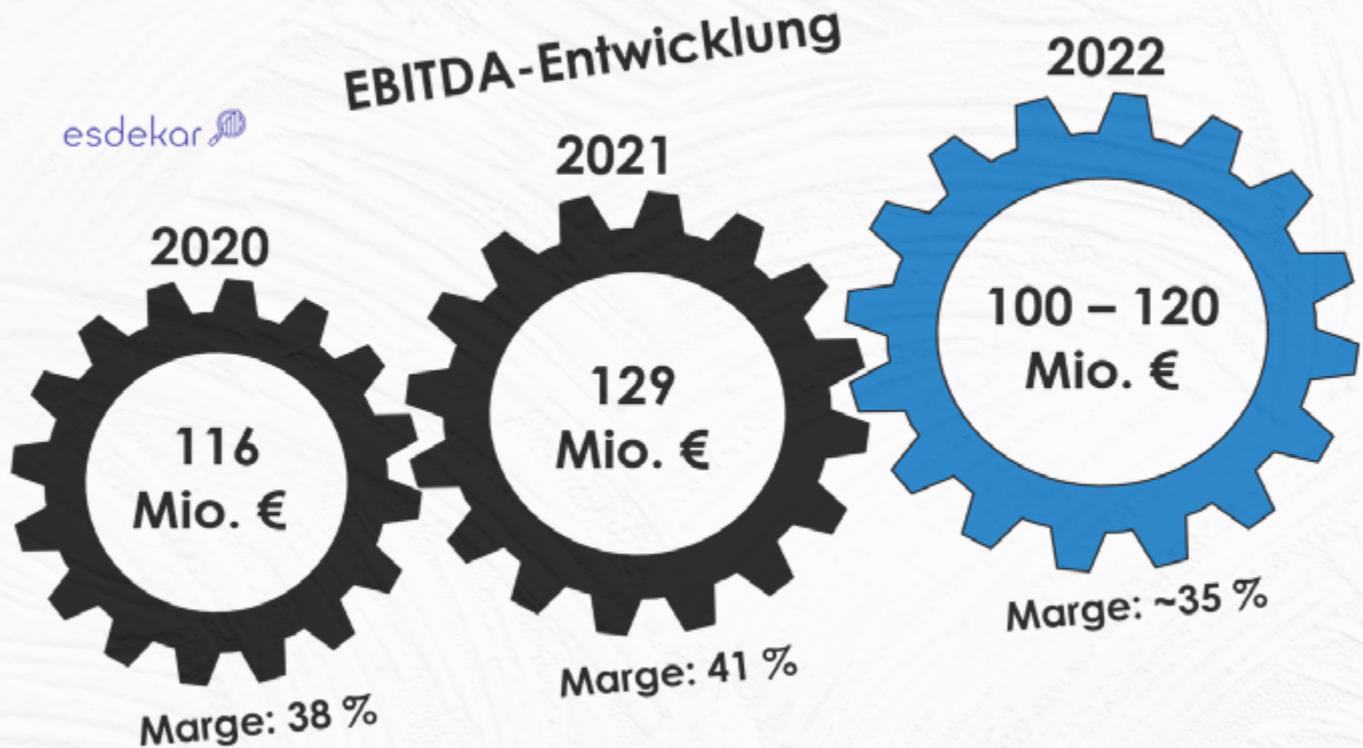
Abschlussprüfer

Seit über zehn Jahren prüft Deloitte die Berichte der Gesellschaft. Aus fachlicher Sicht gibt es keine Bedenken und auch die Nicht-Prüfungsleistungen halten sich in einem sehr geringen Umfang.

Um das Entstehen einer zu großen Vertrautheit zwischen der Gesellschaft und dem Abschlussprüfer und eine dadurch fehlende Distanz und Unabhängigkeit zu vermeiden, fordern wir jedoch einen zeitnahen Wechsel.

Bewertung

Die Bewertung ist aufgrund vieler Unwägbarkeiten sehr schwierig. Dies hängt mit dem aktuell angespannten Marktumfeld und der damit zusammenhängenden Prognoseanpassung vom 11. Mai 2022 zusammen. Nach zwei Jahren starken Gewinnwachstums geht der Vorstand aktuell von folgendem Wert für das laufende Geschäftsjahr 2022 aus:



Sollte 2022 ein EBITDA von 100 Mio. Euro erzielt werden, dann würde bezogen auf den errechneten Geschäftswert lediglich ein Multiple von 4x zu Buche stehen. Für die kommenden Jahre gehen wir konservativ von folgender Entwicklung aus, nach der erst 2024 wieder das EBITDA-Niveau von 2021 erreicht wird:



Laut den Plannahmen würde das EBITDA-Multiple gemessen am ermittelten Geschäftswert bis 2026 auf niedrigem einstelligen Niveau nahe 2x laufen. Die Annahmen unterliegen aber natürlich einer großen Unsicherheit. Es ist ebenfalls gut möglich, dass das Jahr 2022 vom schwierigen Marktumfeld zunächst einmal gekennzeichnet wird.

Risiken / Kritik

Steigende Zinsen. Nach über einem Jahrzehnt geprägt von Niedrigzinsen heben die Notenbanken aufgrund der zunehmenden Inflation erstmals spürbar die Zinsen an. Dies hat am Immobilienmarkt zu ersten Verwerfungen geführt. Sollte es zu einer mehrjährigen harten Korrektur am Immobilienmarkt kommen, würden vermutlich sowohl die Gebühreneinnahmen als auch der Wert der eigenen Immobilieninvestments sukzessive sinken.

Ungeklärter Abschreibungsbedarf. Für große Verwunderung im Rahmen der Prognoseanpassung von Mai 2022 haben die angekündigten Abschreibungen auf Technologieinvestitionen geführt. Bis jetzt herrscht große Unsicherheit über das Ausmaß und den Grund für diese außerordentliche Maßnahme. Das potenzielle Abschreibungsvolumen ist jedoch überschaubar.

Geopolitische Eskalation. Vom Angriffskrieg Russlands auf die Ukraine ist PATRIZIA direkt nicht betroffen. Weder bestehen Investments in Russland oder der Ukraine noch hat die Gesellschaft russische institutionelle Investoren. Dennoch könnte eine weitere Zuspitzung des Krieges das Investitionsverhalten der Kunden allgemein stark belasten. Auch die Expansion nach Asien droht sich zu verlangsamen oder gar ganz abzurechnen.

Einzelrisiken. Zu beachten ist der starke Investment-Fokus auf Deutschland sowie Büroimmobilien. Angesichts des zunehmenden Trends hin zu Homeoffice könnte es zu einem Angebotsüberhang kommen. Ferner besteht bei den Co-Investments ein erhebliches Klumpenrisiko. Rund 90 % der Co-Investments entfallen auf das Dawonia-Wohnungsportfolio.

Mängel Corporate Governance. Der Ausbau des Vorstands auf sieben Mitglieder scheint überzogen. Die Mehrkosten hierfür summieren sich pro Jahr auf einen niedrigeren einstelligen Millionenbetrag. Ebenfalls kostspielig ist die Umstellung der Rechtsform in eine SE mit monistischem Führungssystem. Dass Egger der einzige geschäftsführende Direktor im Verwaltungsrat sein soll, erzeugt weiter erhebliche Kosten. Unserer Auffassung nach soll dadurch die Cooling-off-Periode ausgehebelt werden. Neben den hohen Mehrkosten leidet zudem die Corporate Governance.

Chancen / Fazit

Exzellentes Geschäftsmodell. Cashflowstark, hoher Anteil wiederkehrender Umsatzerlöse, Vertragslaufzeiten von meist über 10 Jahren sowie hohe EBITDA-Marge..

Unterbewertung. Die steigenden Zinsen haben die Aktie vom Hoch um mehr als 50 % einbrechen lassen. Grund hierfür war auch die Gewinnwarnung vom Vorstand. Aufgrund der hohen Nettoliquidität und werthaltigen Eigeninvestments ist der Großteil der Marktkapitalisierung auf dem aktuellen Kursniveau bereits abgedeckt. Das Kerngeschäft mit einem für 2022 erwarteten EBITDA von 110 Mio. Euro gibt es derzeit für nur 435 Mio. Euro.

Opportunität Konsolidierung. Zahlreiche Wettbewerber wie Adler Group oder Corestate Capital geraten derzeit aufgrund ihrer immensen Schuldenlast in erhebliche Schwierigkeiten und müssen möglicherweise sogar gerettet werden. Aufgrund der soliden Bilanz und erheblichen Nettoliquidität ist PATRIZIA in genau der entgegengesetzten Lage. Eine gewisse Korrektur am Immobilienmarkt könnte sogar Opportunitäten bieten, entweder indem schwächelnde Wettbewerber geschluckt werden oder organisch, indem verstärkt Co-Investments eingegangen werden.

Trendthemen. Als führender Asset Manager im Bereich Immobilien und Infrastruktur bieten sich neben der Konsolidierung weitere Chancen. Auch wenn die Werthaltigkeit der Technologie-Investitionen derzeit im Feuer steht, bestehen hier auch große Chancen, sollte ein Start-up mal groß rauskommen. Zudem wächst der Bereich Infrastruktur stark zweistellig und ist somit ein Motor des gesamten AuM-Wachstums von PATRIZIA.

Starke Aktionärsstruktur. Lediglich 5,9 % der Aktien befinden sich bei Privatanlegern. Der Rest ist in Händen institutioneller Investoren mit meist strategischem und langfristigem Interesse. Neben Egger mit 51,8 % sind hier besonders die Großkonzerne Allianz und Union Investment mit jeweils 5 % anzuführen. Zudem werden vom Unternehmen seit Jahren immense Aktienrückkäufe getätigt, wodurch über die Dividenden hinaus eine indirekte Gewinnausschüttung stattfindet.

Quellen

Quelle	Informationen
Homepage PATRIZIA	Aktuelle Verteilung AuM
Google „PATRIZIA Aktie“	Aktienkurs
Geschäftsberichte PATRIZIA	Zahlenwerk, operative Entwicklung
DGAP-Meldungen PATRIZIA	Zahlenwerk, operative Entwicklung
AnlegerForum SdK	Strategie / Einordnung M&A
Alle Grafiken i. d. Analyse	Eigene Recherche und Darstellung
Bewertung Seite 9 und 10	Anhand Zahlen Abschluss 2021

Haftungsausschluss

Der Inhalt stellt eine journalistische Publikation dar. Sie dient ausschließlich Unterhaltungs- und Lernzwecken und stellt ausnahmslos zu jeder Zeit unsere persönliche Meinung und Einschätzung dar. Wir haben sorgfältig nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert, können jedoch keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Inhalte übernehmen. Zudem wird darauf verwiesen, dass ausschließlich Informationen berücksichtigt wurden, die dem Autor zum Stand der Veröffentlichung bekannt gewesen sind. Die Informationen stellen ausdrücklich keine Anlageberatung und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf irgendwelcher Finanzprodukte dar. Weiterhin handelt es sich zu keinem Zeitpunkt um eine Anlageberatung, Rechtsberatung, Steuerberatung oder irgendeine andere fachliche Beratung. Weder die SdK noch der Autor übernehmen eine Haftung für Schäden und Verluste, die auf fehlende oder falsche Informationen oder Nutzung bzw. Nichtnutzung der dargebotenen Informationen zurückzuführen sind. Jeder Anleger wird hiermit dazu aufgefordert, sich seine eigenen Gedanken zu machen, bevor eine Investitionsentscheidung getroffen wird. Risikohinweis: Die Investition in Finanzprodukte wie Wertpapiere, Anteile und Kredite ist mit hohen Risiken bis hin zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals verbunden. Der Inhalt richtet sich ausschließlich an Einwohner der Bundesrepublik Deutschland.

Autor: Paul Petzelberger.

Transparenzhinweis. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung des Artikels ist der Autor in folgender Aktie aus dem Artikel investiert: PATRIZIA AG.