

PATRIZIA SE

Der Hidden Champion unter den Immobilien- & Infrastruktur-Asset-Managern

Datum	25.05.2023
ISIN	DE000PAT1AG3
Aktienkurs / Index	8 € / SDAX
Aktienanzahl	92.351.476
Eigene Aktien	6.831.498
Marktkapitalisierung	739 Mio. €
Nettofinanzliquidität	156 Mio. €
Enterprise Value	583 Mio. €
Bilanzsumme	2.049 Mio. €
Eigenkapital	1.326 Mio. €
Goodwill	479 Mio. €
Umsatz	346 Mio. €
EBITDA	79 Mio. €
Konzernergebnis	7 Mio. €
Free Cashflow	198 Mio. €
Dividende	0,33 €
Dividendenrendite	4,12 %

Finanzkennzahlen

KGV	106x
EV/EBITDA	7,38x
EV/FCF	2,94x
KUV	2,14x
EV/Umsatz	1,68x
EKQ	65 %
Goodwill/EK	23 %



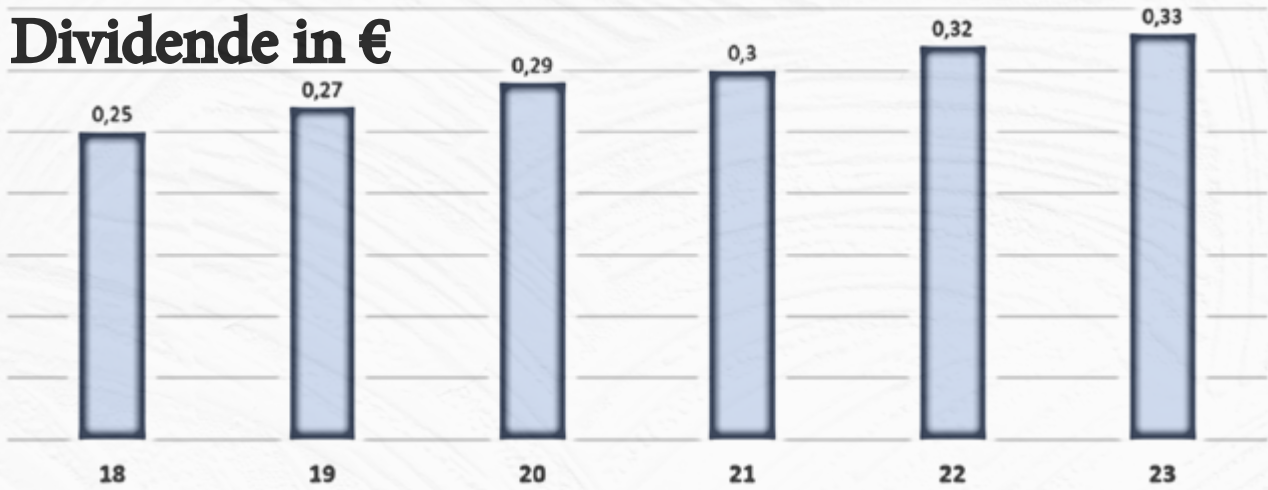
esG-Kennzahlen

Vorstandsvergütung	7,47 Mio. €
/Umsatz	2,16 %
Aufsichtsratsvergütung	0,63 Mio. €
/Vorstandsvergütung	8,42 %
Abschlussprüfer	Deloitte
a) Honorar Prüfung	0,54 Mio. €
b) Honorar Nicht-Prüfung	0,076 Mio. €
b) / a)	14 %

Geschäftsmodell

Die PATRIZIA SE zählt mit 58 Mrd. € AuM zu den weltweit größten unabhängigen Investmenthäusern für Immobilien und Infrastruktur mit rund 1.000 Mitarbeitern an 24 Standorten. Zu den Kunden zählen Staats- und Pensionsfonds, Versicherer, Banken, Family Offices sowie Privatkunden.

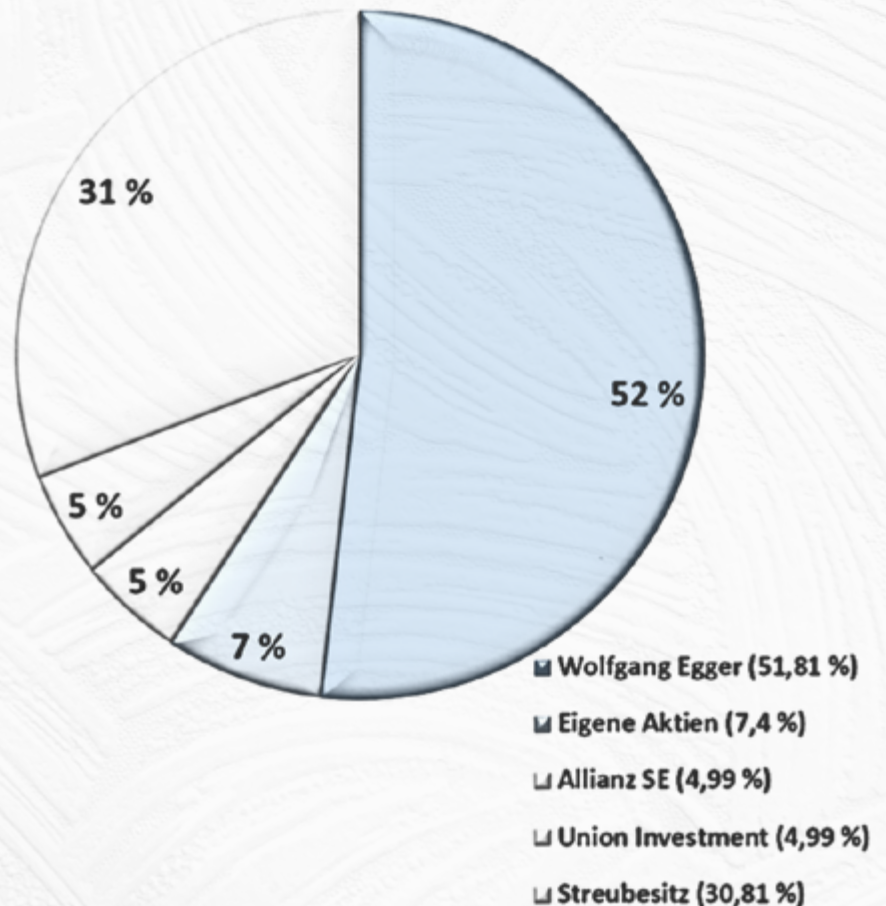
Dividende in €



Vor dem Börsengang in 2006 hatte PATRIZIA bereits Dividenden ausgeschüttet. Neu aufgenommen wurde dies erst wieder 2018. Seitdem erfolgt jedes Jahr eine kleine Erhöhung.

Aktionärsstruktur

Wolfgang Egger hält mit 52 % die Mehrheit. Bemerkenswert ist, dass neben der Union I. die Allianz nicht mittels eines Investmentfonds, sondern selbst als Konzern engagiert ist. Laut dem Unternehmen liegt mit 24 % der Großteil des Streubesitzes bei institutionellen Anlegern. Auf Privatanleger entfallen lediglich 6 %.

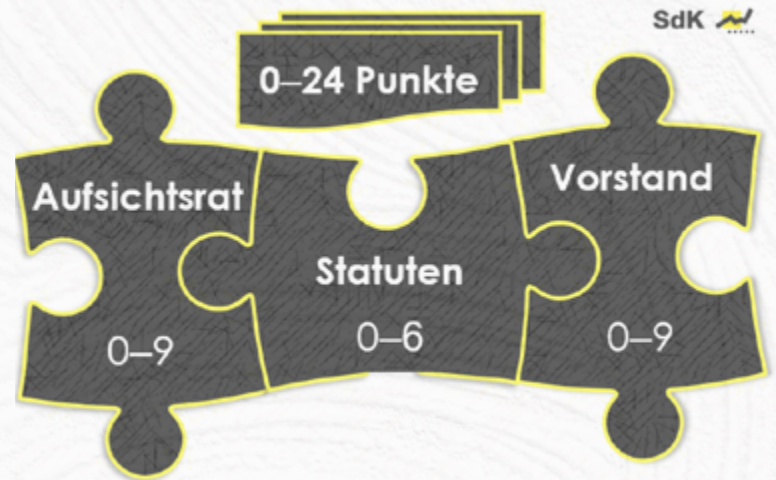


Corporate-Governance-Score

„Aufsichtsrat und Vorstand sind Gutsverwalter, nicht Gutsherren.“
(Prof. Dr. Klaus Tolksdorf)

Die Analyse der Unternehmensführung ist eng orientiert an den Abstimmungsrichtlinien der SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger, eine der größten Aktionärsvereinigungen in Deutschland. Bewertet wird die Fachlichkeit, Unabhängigkeit und Angemessenheit von Vorstand, Aufsichtsrat & Statut.

Ausgehend von 24 Punkten gibt es je Mängel einen Punkt Abzug. Daraus ergibt sich folgendes Punkte- und Notensystem.



a) Statuten

In der Kategorie Statuten werden strukturelle Aspekte bewertet, die ihren Ursprung in der Vergangenheit haben und auf die Vorstand und Aufsichtsrat nicht oder nur im geringen Umfang mittels HV-Beschluss eine Veränderung bewirken können. Mit einer Notierung im SDAX, nur einer Aktiengattung sowie keinen Sonderrechten für einzelne Aktionäre erfüllt die PATRIZIA SE die meisten der Kriterien.

Zwei Punkte Abzug gibt es jedoch für die Rechtsform der SE und das damit verbundene monistische Führungssystem. Im Rahmen der Umfirmierung wurde das dualistische Modell einer Machtteilung zwischen Vorstand und Aufsichtsrat eingestampft. Hintergrund war die Umgehung der Cooling-off-Periode für Wolfgang Egger sowie eine konzentriertere Macht für diesen.

Statuten	6
→ Rechtsform	-1
→ Führungssystem	-1
→ Aktiengattungen	
→ Börsennotierung	
→ Sonderrechte	
→ Großaktionäre	
Gesamt	4

b) Geschäftsführende Direktoren

Fachlichkeit. Die geschäftsführenden Direktoren wurden jüngst einmal komplett neu zusammengewürfelt. Kurzfristig ist geplant, dass Egger das Zepter an Dr. Wöhrmann abgibt. Als ehemaliger Leiter der Privat- und

Firmenkunden der Deutschen Bank und Ex-CEO der DWS spielt Dr. Wöhrmann fachlich in der Champions League. Auf der anderen Seite ist der neue CEO bei der DWS im Zuge des Greenwashing-Skandals ordentlich unter die Räder gekommen, was letztlich auch zu seiner Kündigung geführt hat. Konkrete persönliche Verfehlungen sind aber nur schwer auszumachen.

Unabhängigkeit. Stand Mai 2023 fungiert Wolfgang Egger noch sowohl als geschäftsführender Direktor als auch Mitglied des Verwaltungsrats. Dem soll kurzfristig mit der Nachfolge in Persona Dr. Wöhrmann Abhilfe geschaffen werden. Die Stand jetzt noch eingeschränkte Unabhängigkeit wird beim Verwaltungsrat berücksichtigt. Weitere die Unabhängigkeit einschränkende Handlungen des Führungsgremiums sind nicht bekannt.

Angemessenheit. Die Berichterstattung und Kommunikation des Vorstands ist seit Jahren auf einem guten Niveau. Positiv hervorzuheben ist zudem die sehr intensive Arbeit des vierköpfigen IR-Teams. Es werden beispielsweise regelmäßig Unternehmenspräsentation inklusive Fragenbeantwortung durchgeführt. Auch die Kapitalallokation ist exzellent. Seit 2018 wurde wieder mit Dividendenzahlungen begonnen und seitdem die Dividende jedes Jahr erhöht. Klares Ziel ist es, ein Dividendenaristokrat zu werden. Ferner werden ergänzend voluminöse Aktienrückkäufe getätigt. Aktuell hält der Konzern 7,4 % der eigenen Aktien im Bestand. Die Verwendung soll sowohl im Rahmen von Kaufpreiszahlungen bei Übernahmen als auch zur Einziehung verwendet werden.

Name	Verantwortung
Wolfgang Egger	CEO
Dr. Asoka Wöhrmann	des. CEO
Christoph Glaser	CFO
Slava Shafir	COO

Vorstand	9
a) Fachlichkeit	
→ Kompetenzprofil	
→ Zusammensetzung	
→ Beratungskosten	
b) Unabhängigkeit	
→ Abhängigkeiten	
→ Handlungen	
→ Verfahren	
c) Angemessenheit	
→ Transparenz	
→ Kapitalallokation	
→ Testat	
Gesamt	9

c) Verwaltungsrat

Fachlichkeit. Die notwendige Expertise im Verwaltungsrat ist vorhanden. Die Mitglieder bringen eine gute Mischung aus Erfahrungen in den Bereichen Asset Management sowie Technologie

mit sich. Die Größe scheint für ein SDAX-Unternehmen wie PATRIZIA stimmig und es gibt keinen einzigen Fall von Overboarding.

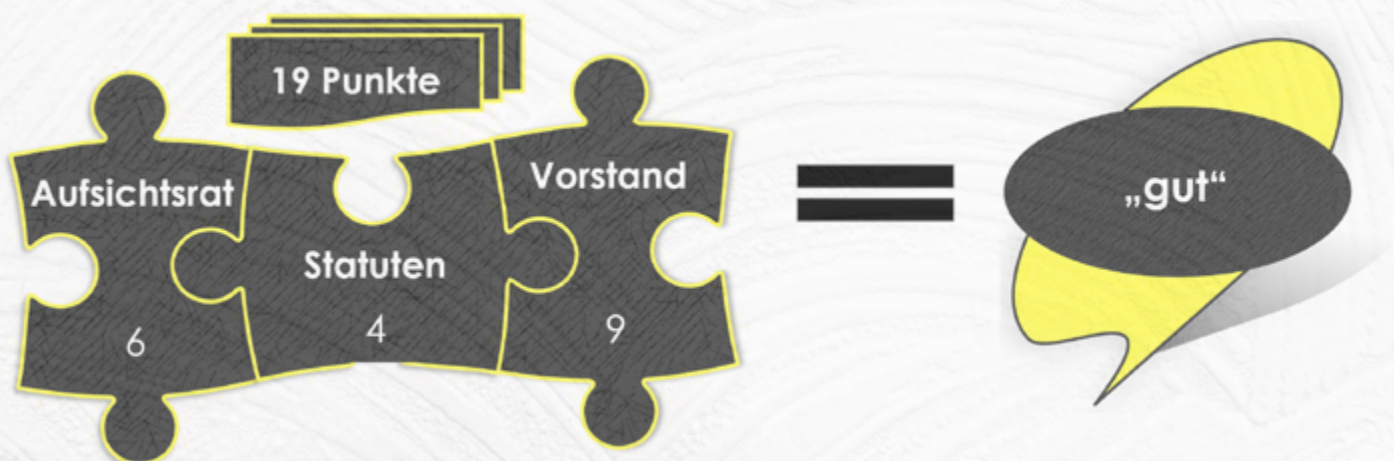
Name	Abhängig	Overboarding
Uwe H. Reuter (V)		
Jonathan Feuer (stv.)		
Wolfgang Egger	✓	
Axel Hefer		
Marie Lalleman		
Saba Nazar		
Philippe Vimard		

Unabhängigkeit. Die Unabhängigkeit ist in Persona Wolfgang Egger doppelt eingeschränkt. Zum einen fungiert der Großaktionär noch als geschäftsführender Direktor, zum anderen wird durch das monistische Führungssystem die Cooling-off-Periode ausgehebelt.

Angemessenheit. Über die angeführten Kritikpunkte hinaus wurde die Corporate Governance zuletzt deutlich verbessert. Der langjährige Abschlussprüfer wurde ausgetauscht und das Vergütungssystem für den Verwaltungsrat angemessen angepasst. Nur das für die geschäftsführenden Direktoren weist noch Mängel auf.

Aufsichtsrat	9
a) Fachlichkeit	
→ Kompetenzprofil	
→ Zusammensetzung	
→ Verfügbarkeit	
b) Unabhängigkeit	
→ Abhängigkeiten	-1
→ Handlungen	-1
→ Abschlussprüfer	
c) Angemessenheit	
→ Transparenz	
→ Vergütung V	-1
→ Vergütung AR	
Gesamt	6

d) Fazit



Sonderupdate Mai 2023

Operativ hat die PATRIZIA SE ihre Stellung und klare Ausrichtung als globaler Asset Manager in den Bereichen Immobilien & Infrastruktur seit der Erstanalyse in 2022 weiter ausgebaut. Bis Ende März stiegen die AuM auf 58 Mrd. € an. Die Principal Investments – Immobilien zu 100 % in Eigenhand – wurden weiter abgebaut und weisen nur noch einen Wert von 1,6 Mio. € auf.

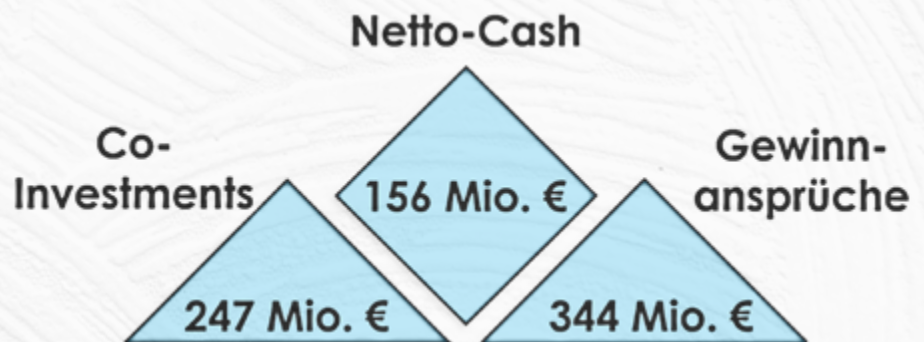
Was hingegen noch besteht ist ein Restbestand an Co-Investments. Insgesamt sind es 9,7 Mrd. € AuM, bei denen PATRIZIA mit jeweils kleinen Quoten gemeinsam mit seinen Kunden in Fonds und einzelnen Großprojekten investiert hat. Vor allem handelt es sich hier um das Dawonia-Portfolio, welches im Jahr 2013 gemeinsam mit einem Konsortium von Pensionskassen, Versicherern und Sparkassen erworben wurde.

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. Im Jahr 2013 übernahm PATRIZIA einen Anteil von 5,1 % für 58 Mio. €. Stand Ende März 2023 wird das Portfolio mit einem Wert von 5,4 Mrd. € angesetzt, der PATRIZIA-Anteil liegt demnach bei 275 Mio. €, nach Steuern (n.S.) 178 Mio. €. Daneben bestehen noch weitere Co-Investments im Wert von 70 Mio. € n.S.

Noch stärker ins Gewicht fallen die PATRIZIA zustehenden Gewinnansprüche, was zugleich auch die Lukrativität des Geschäftsmodells als Asset Manager im Vergleich zu dem als Bestandhalter auf eigener Rechnung unterstreicht. Aufgrund der exzellenten Dawonia-Wertentwicklung in den letzten zehn Jahren haben sich Gewinnansprüche von 344 Mio. € n.S. angehäuft.

Ebenfalls sehr respektabel ist der Umstand, dass PATRIZIA trotz der zahlreichen Übernahmen in den letzten Jahren sowie der üppigen Aktienrückkäufe

immer noch über eine Netto-Liquidität von 156 Mio. € verfügt. Kumuliert decken diese drei Positionen (747 Mio. €) den Börsenwert (739 Mio. €) ab.



Warum ist der Aktienkurs dennoch seit Erstanalyse stark gefallen? Auch wenn PATRIZIA relativ nur noch wenig Immobilien auf eigener Rechnung hat, trifft das schwierige Marktumfeld den Asset Manager auf dem eingeschlagenen Wachstumskurs ohne Frage auf dem falschen (Wachstums)-Fuß.

Bestes Beispiel hierfür ist das Transaktionsgeschäft. Dass dieses in 2022 dermaßen einbricht und mittlerweile beinahe zum Erliegen gekommen ist, war in dem Ausmaß schwer zu antizipieren. Die auf Wachstum gepolte Transaktionsabteilung bei PATRIZIA hat dies umso stärker getroffen. Während laut einer Marktstudie von Jones Lang LaSalle das Transaktionsvolumen in Deutschland um 41 % zurückging, brach es bei PATRIZIA um 56 % ein.

Waren es in 2021 Sonderabschreibungen auf Technologieinvestments, so war es in 2022 nun der Einbruch des Transaktionsgeschäfts sowie der damit einhergehende Reorganisationsaufwand. Kurzum: Die Abteilung war einfach zu groß, es mussten personelle Anpassungen vorgenommen werden.

Nichtsdestotrotz strahlt das Zahlenwerk von PATRIZIA gerade in diesem schwierigen Marktumfeld erstaunlich viel Kraft & Stärke aus. Entscheidend ist bei PATRIZIA als Asset Manager der Blick auf das EBITDA, was auch dem operativen Cashflow in der Regel sehr nahe kommt. Trotz der negativen Sondereffekte konnte immer noch ein EBITDA von 79 Mio. € erzielt werden.

Sogar komplett ohne Berücksichtigung der Co-Investments und Gewinnansprüche stellt dies beim aktuellen Aktienkurs von 8 € nur ein EV/EBITDA-Multiple von 7,4x dar.

Die Kursfantasie rührt von dem Namen **Dr. Asoka Wöhrmann** her. Bei der DWS hatte dieser 841 Mrd. € AuM – gut das 14-fache wie PATRIZIA Stand heute. Der Ex-DWS-CEO könnte nun genau der richtige Mann zur richtigen Zeit am richtigen Ort sein – sofern er seine Skandalhistorie zurücklässt und nur seine Historie als erfolgreichster Asset Manager mitbringt.



Sein Vergütungssystem sieht vor, dass er "in den nächsten Monaten" PATRIZIA-Aktien im Wert von 3 Mio. € kauft. Sollten innerhalb der nächsten 5 Jahre Kurse zwischen 26,25 € und 80 € erreicht werden, gibt es bis zu 42 Mio. € Boni. Die Ambition könnte nicht klarer sein.

Quellenangaben

Quelle	Informationen
IR-Seite PATRIZIA (Aktionärsstruktur, Zahlen Geschäftsbericht, Mitteilungen)	https://www.patrizia.ag/de/aktionaere/news-publicationen/investor-relations-meldungen/
Marktstudie JLL	https://www.jll.de/de/trends-and-insights/research/neugeschaeftsreport-immobilienfinanzierung
Person Dr. Asoka Wöhrmann	https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/deutsche-bank-ein-quantum-gelassenheit-1.3417873
Boni-Programm Dr. Wöhrmann	https://www.eqs-news.com/de/news/adhoc/patrizia-se-asoka-woehrmann-designierter-vorstandsvorsitzender-der-patrizia-se-plant-unternehmerische-beteiligung-ander-patrizia-se-aktionaere-werden-ueber-angepasstes-verguetungssystem-beschlie/1822337

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. Der Autor sowie die SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. halten unmittelbar und mittelbar Aktien der PATRIZIA SE.