

Aktienanalyse

Vonovia SE (VNA)

ISIN DE000A1ML7J1

Erstellt am 04.05.2018, 15:00 Uhr,
von Thomas Senf, Betriebswirt



Urheberrechte

Die Analyse ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

© Thomas Senf 2018



Haftungsausschluss

- **Die Aktienanalyse stellt keine Anlageberatung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren im Sinne von § 85 WpHG dar. Es wird keine Anlageentscheidung zu einem Finanzinstrument vorgeschlagen.**
- Es gelten ergänzend die weiteren finanzsenf.de-Bestimmungen zu [Haftungsausschluss](#) und [Datenschutz](#).
- Die Analyse wurde von mir allein mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Alle wesentlichen Quellen werden angegeben und von mir als zuverlässig erachtet. Ein persönlicher Kontakt zwischen mir und dem analysierten Unternehmen bestand und besteht nicht. Die Analyse stellt meine persönliche Einschätzung dar.
- Eine Garantie, Gewährleistung oder Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Analyse und der zur Verfügung gestellten Inhalte und Informationen kann zu keiner Zeit übernommen werden.
- Die Analyse und die selbst ermittelten Kennzahlen basieren in der Regel auf Informationen aus den Jahresabschlüssen des Unternehmens (Bilanzanalyse) und/ oder auf Daten von morningstar.com. Die Daten können im Einzelfall fehlerhaft sein. Es wird mit Werten und Zahlen aus der Vergangenheit gearbeitet. Werte und Entwicklungen der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Entwicklungen und können daher als Grundlage einer Anlageentscheidung nicht geeignet sein.
- Stellen Sie vor dem Kauf oder Verkauf eines Wertpapiers stets eigene Recherchen und Überlegungen an.
- Sollten Sie sich die Analyse zu eigen machen, so handeln Sie eigenverantwortlich auf eigenes Risiko.
- Bitte beachten Sie, dass Wertpapiere grundsätzlich mit Risiko verbunden sind und im Wert schwanken können. Ein Totalverlust des eingesetzten Kapitals kann nicht ausgeschlossen werden. Die Dividende eines Unternehmens ist nicht garantiert, kann gekürzt oder ganz gestrichen werden.
- Die Analyse ersetzt nicht eine fachliche Beratung durch einen qualifizierten und zugelassenen Fachmann und richtet sich ausschließlich an Privatanleger mit Wohnsitz in der Bundesrepublik Deutschland.
- Eine Haftung, gleich aus welchem Rechtsgrund, wird nicht übernommen. Soweit es rechtlich möglich ist, sind Schadensersatzansprüche ausgeschlossen.
- Die Verwendung geschützter Markennamen, Handelsnamen, Gebrauchsmuster und Markenlogos stellt keine Urheberrechtsverletzung dar, sondern dient als illustrativer Hinweis. Auch wenn diese an den jeweiligen Stellen nicht als solche gekennzeichnet sind, gelten die entsprechenden gesetzlichen Bestimmungen. Die verwendeten Markennamen und -logos sind Eigentum der Hersteller und unterliegen deren Copyright Bestimmungen. Informationen hierzu entnehmen Sie bitte den Hinweisen der Hersteller auf deren Webseiten



Inhaltsverzeichnis

Hinweise zur Analyse

Unternehmen-
profil

Branchen- und
Konkurrenz-
analyse

Management- /
Shareholder-
analyse

Umsatz- und
Absatzanalyse

Vermögens- und
Finanzanalyse

Dividenden-
analyse

Wachstums-
analyse

Prognose und
Ausblick

Chancen und
Risiken

Historische
Bewertung der
Aktie

Fairer Wert vs.
aktueller Kurs

Fazit

Urheberrechte

Haftungsausschluß

Offenlegung von Interessenkonflikten

Abkürzungsverzeichnis

Quellen



Hinweise zur Analyse

Allgemeine Hinweise

- Die Aktienanalyse basiert auf den Prinzipien der Fundamentalanalyse und des Value Investing.
- Alle Kennzahlen sind, sofern nichts anderes angegeben ist, selbst berechnet und um Ausreißer bereinigt.
- Basis der Kennzahlen sind die Jahresgeschäftsberichte des Unternehmens. Quartalsberichte fließen in die Kennzahlenberechnung nicht mit ein.
- Die Kennzahlen KGV, KBV, KUV, KCV, Marktkapitalisierung und historische Dividendenrendite werden auf Basis des historischen Jahresdurchschnittskurses berechnet.
- Für die Berechnung der Wachstumsraten von Umsatz, Gewinn und Dividende wird das geometrische Mittel verwendet.
- Es werden grundsätzlich vorsichtige und konservative Annahmen bei Schätzungen getroffen („Margin of Safety“).

Fairer Wert der Aktie

- Es wird eine Bandbreite des fairen Wertes der Aktie auf Basis unterschiedlicher Bewertungsverfahren ermittelt.
- Die verwendeten Verfahren berücksichtigen nicht die individuellen Besonderheiten des analysierten Unternehmen und können daher einzeln oder insgesamt unzutreffende Ergebnisse liefern.
- Die Verfahren „GDF“, „PEG“, „GDF PEG 15“, „DDM“ und „DCF (Morningstar)“ sind zukunftsorientierte Verfahren und basieren zum Teil auf eigenen Schätzungen.
 - Das Verfahren „GDF“ (Graham Dodd Formel) kommt bei Unternehmen mit einem geschätzten Gewinnwachstum von kleiner gleich 5% zur Anwendung. Die Untergrenze bildet ein KGV von 8,5. Die Obergrenze ein KGV von 15.
 - Das Verfahren „GDF PEG 15“ kommt zur Anwendung bei einem geschätzten Gewinnwachstum von größer 5% und kleiner gleich 15%. Hier wird mit einem festen Gewinnmultiplikator von 15 gerechnet.
 - Das Verfahren „PEG“ (Price-Earnings-Growth-Formula) wird bei einem Gewinnwachstum von größer als 15% verwendet.
 - „DCF (Morningstar)“ ist der von morningstar.com ermittelte faire Wert auf Basis eines Discounted Cash-Flow-Verfahrens (DCF).
 - Das verwendete einstufige Dividend Discount Model („DDM“) ist eine vereinfachte Abwandlung des Discounted Cash-Flow (DCF) Verfahrens. Es wird unter Berücksichtigung, der aktuellen Dividende, einer geschätzten Wachstumsrate der Dividende und einer Renditeforderung, der Barwert der ewigen Rente ermittelt. Folgende Annahmen (DDM) werden getroffen: Diskontierungsrate/ Renditeforderung = 10%; Dividendenwachstumsrate wird individuell nach eigenem, konservativen Ermessen („Margin of Safety“) geschätzt. Mehr dazu [hier](#).
- Alle anderen Bewertungsverfahren sind vergangenheitsorientiert und basieren auf tatsächlichen Zahlen der Vergangenheit. Die vergangenheitsorientierten Verfahren sind in der Regel für Wachstumsunternehmen nicht geeignet.
- Die Verfahren „BW + Gewinn HD 3 J.“ und „BW + Gewinn HD 10 J.“ sind eine eigene Abwandlung der Benjamin Graham-Zahl. [Formel = Wurzel (22,5 x Gewinn je Aktie x Buchwert je Aktie)]. Der Faktor 22,5 wird durch den historischen Durchschnittswert von KGV*KBV des jeweiligen Betrachtungszeitraums ersetzt. Des Weiteren wird der Gewinn je Aktie des Betrachtungszeitraums sowie jeweils der Buchwert (BW) des letzten Geschäftsjahres zugrunde gelegt. Der Buchwert beinhaltet auch den Geschäfts- und Firmenwert (Goodwill). Die „Graham-Zahl HD 3 J.“ basiert auf der ursprünglichen Formel von Benjamin Graham. Es wird jedoch der durchschnittliche Gewinn der letzten 3 Jahre verwendet. Bei Unternehmen in zyklischen Branchen ist nur das Verfahren „BW + Gewinn HD 10 J.“ geeignet.
- Das Verfahren „Historische DivRendite“ basiert auf dem arithmetischen 10-Jahres-Mittel der Dividendenrenditen auf Basis von Jahresdurchschnittskursen. Mehr dazu [hier](#).
- Der Substanzwert ermittelt sich nach Abzug des Geschäfts- und Firmenwertes (Goodwill) vom Buchwert.



Unternehmensprofil

Website	https://www.vonovia.de
Firmensitz	Bochum (D)
Gründung	2001 (IPO 11.07.2013)
Sektor	Immobilien
Branche	Wohnimmobilien
Marktkapitalisierung	EUR 19,5 Mrd. (Large Cap)
Mitarbeiter	8.448
Geschäftsjahresende	31.12.
Analysewährung	EUR



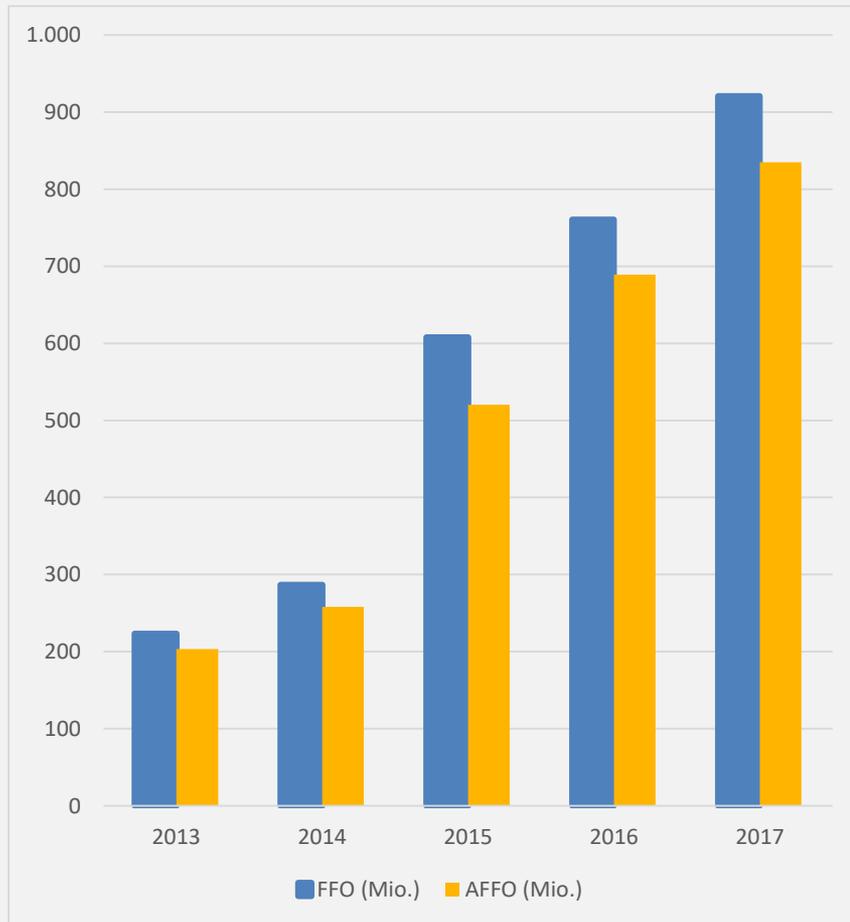
Unternehmensprofil

- Die Vonovia SE ist ein führendes bundesweit aufgestelltes Wohnungsunternehmen und zugleich der größte private Vermieter in Deutschland.
- Das Unternehmen wurde im Jahr 2001 als Deutsche Annington Immobilien AG gegründet. Die Umbenennung in Vonovia erfolgt im September 2015 im Rahmen des Zusammenschlusses mit dem Immobilienunternehmen GAGFAH.
- Seit Juli 2013 ist Vonovia börsennotiert und seit September 2015 ist das Unternehmen im DAX 30 gelistet.
- Vonovia bewirtschaftet rund 408.000 Wohnungen in allen attraktiven Städten und Regionen in Deutschland sowie 2.000 Wohnungen in Österreich (Stand 12/2017).
- Die Wohnungen befinden sich in der Regel in Mehrfamilienhäusern und in zusammenhängenden Siedlungen, verteilt auf etwa 650 Standorte in Deutschland.
- An allen Standorten kümmern sich eigene Objektbetreuer und die unternehmenseigene Handwerkerorganisation um die Anliegen der Mieter.



Unternehmensprofil

Gewinnentwicklung



Geschäftsjahr 2017

FFO	EUR 920,8 Mio.
AFFO	EUR 835,1 Mio.
Eigene Wohnungen	346.644
Wohnungen Dritter (in Verwaltung)	62.631
Verkehrswert Immobilien	EUR 33,5 Mrd.
LTV in %	39,8%
Dividende je Aktie	EUR 1,32
• zahlweise	jährlich
• Ausschüttungsquote	75% (AFFO)



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Branche: Wohnimmobilien Deutschland

- Wohnen ist ein fundamentales Grundbedürfnis des Menschen.
- Deutschland ist der größte Immobilienmarkt in Europa.
- Die Immobilienwirtschaft ist eine der größten und wichtigsten Branchen der deutschen Volkswirtschaft und ist mit einer Bruttowertschöpfung von jährlich über 500 Mrd. EUR größer als die Automobilwirtschaft oder der Einzelhandel.
- Von den 42 Mio. Wohnungen in Deutschland werden 23 Mio. vermietet.
- Die Eigentümerstruktur ist stark fragmentiert. Die Mehrheit der Eigentümer sind Privatpersonen.
- Die Wohneigentumsquote ist in den letzten Jahren leicht gestiegen, liegt aber im europäischen Vergleich mit 45,5% noch immer am unteren Rand.
- Nur 4% der Wohnungen stehen im Eigentum von börsennotierten Immobiliengesellschaften.
- Der deutsche Immobilienmarkt wird durch die Megatrends, Klimawandel, Urbanisierung und die demografische Entwicklung, beeinflusst.
- Insbesondere die jüngeren Altersgruppen zieht es verstärkt weg vom ländlichen Raum hin in Ballungszentren und Metropolregionen.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Branche: Wohnimmobilien Deutschland

- Die Zahl der Haushalte in Deutschland betrug im Jahr 2016 rd. 40,9 Millionen. Davon lebten in 30,7% der Haushalte nur eine oder zwei Personen. Der Anteil soll bis zum Jahr 2035 auf 34,4% weiter steigen, so dass sich die Nachfrage nach bedarfsgerechtem und bezahlbarem Wohnraum weiter erhöhen wird.
- Getragen und verstärkt wird die Nachfrage durch die demografische Entwicklung einer älter werdenden Gesellschaft sowie die Migration und den damit einhergehenden steigenden Anteil ausländischer Staatsbürger. Deutschland gilt weiterhin als Hauptzielland Asylsuchender in der Europäischen Union.
- Bundesweit fehlen nach Schätzungen derzeit ca. eine Million Wohnungen.
- Das mangelnde Angebot treibt die Preise für Wohnraum. Im Vergleich zum Jahr 2016 stiegen die durchschnittlichen Kaufpreise je Wohnung im Jahr 2017 um 27%. Die stärksten Preiszuwächse wiesen dabei A- und C-Städte auf. Die Zahl der verkauften Wohnungen ging jedoch zurück und ist ein Ausdruck der Angebotsknappheit.
- Die Bundesregierung aus CDU/CSU und SPD hat sich aufgrund des Mangels an bezahlbarem Wohnraum im Koalitionsvertrag 2018 umfangreich zum Thema „Schaffung von Wohnraum“ geäußert. Es soll eine „Wohnraumoffensive“ geben. Der soziale Wohnungsbau soll gestärkt werden



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Branche: Wohnimmobilien Deutschland

- In fast allen deutschen Großstädten (A-Städte) werden Mieten von über EUR 10 pro qm verlangt. Spitzenreiter ist München mit über EUR 17 pro qm. Die durchschnittliche Nettokaltmiete je qm beträgt für ganz Deutschland **EUR 6,54** (2016).
- Die durchschnittliche IST-Miete der Vonovia beträgt Ende Dezember 2017 **EUR 6,27** pro qm und liegt damit knapp unter dem Bundesdurchschnitt.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Deutsche Wohnimmo- bilingesellschaften	MK in Mrd. EUR	Wohn- ungen	Kurs/ FFO	Payout AFFO	eDiv. Rendite	EK- Quote	LTV	Credit Rating
Vonovia SE	20,0	347.000	21,7	76,7%	3,21%	35,7%	39,8%	BBB+ (→) (S&P)
Deutsche Wohnen SE	14,0	160.700	31,9	k.A.	2,04%	50,0%	34,5%	A- (→) (S&P)
LEG Immobilien AG	6,0	130.000	20,5	107,0%	3,18%	41,1%	42,3%	Baa1 (Moody's)
Grand City Properties SA	3,3	86.780	18,0	104,3%	3,62%	51,0%	36,0%	BBB+ (→) (S&P)
TAG Immobilien AG	2,6	83.000	20,4	112,1%	3,66%	35,1%	52,3%	Baa3 (→) (Moody's)

Quellen: Geschäftsberichte 2017 und Investor Relations des jeweiligen Unternehmens, finanzen.net, 03.05.18 (13:30) / Angaben ohne Gewähr.

- (+) Vonovia ist das führende börsennotierte Wohnimmobilienunternehmen in Deutschland im Bezug auf Anzahl der bewirtschafteten Wohnungen und die Marktkapitalisierung (MK).
- (+) Im Peer-Group-Vergleich ist es das einzige Unternehmen, bei dem die Dividende durch die wichtige Kennzahl AFFO abgedeckt ist.
- (-) Die substantielle Eigenkapitalquote (EK-Quote) ist aufgrund des hohen Goodwill in der Bilanz vergleichsweise niedrig.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Deutsche Wohnimmobiliengesellschaften	Leer- stands- quote (EPRA)	Netto- anfangs- rendite (EPRA)	Mietsteigerung (like-for-like)	Kostenquote inkl. Leerstand (EPRA)
Vonovia SE	2,3%	3,7%	4,2%	26,2%
Deutsche Wohnen SE	2,1%	3,1%	4,4%	29,0%
LEG Immobilien AG	3,5%	4,5%	4,1%	27,2%
Grand City Properties SA	7,0%	4,0%	k.A.	24,4%
TAG Immobilien AG	5,7%	6,3%	3,1%	32,4%

Quelle: Geschäftsberichte 2017. Angaben ohne Gewähr.

- (+) Vonovia hat eine sehr niedrige Leerstandsquote und praktisch Vollvermietung.
- (+) Die Kostenquote ist niedrig, was auf Skaleneffekte zurückgeführt werden kann.
- (+) Die erwartete Mietsteigerung für das Jahr 2018 soll bei 4,6-4,8% liegen. Ein im Peer-Group-Vergleich außergewöhnlich hoher Wert und das Ergebnis fortlaufender Investitionen in die Modernisierung des Wohnungsbestandes.



Branchen- und Konkurrenzanalyse

**Hat das Unternehmen einen langfristigen und dauerhaften Wettbewerbsvorteil?
(Buffett - Burggraben –Test)**

Es gibt keinen ähnlichen Ersatz für das Produkt/ die Dienstleistung?	Nein
Produkt/ Dienstleistung kann nicht leicht gewechselt werden?	Ja
Es besteht ein Monopol/ Oligopol?	Nein
Starke Marke(n)?	Nein
Bedeutsame Patente?	Nein
Netzwerkeffekte?	Nein
Skaleneffekte?	Ja
Preismacht?	Nein



Branchen- und Konkurrenzanalyse

Hat das Unternehmen einen langfristigen und dauerhaften Wettbewerbsvorteil? (Buffett - Burggraben –Test)

FAZIT

- Eine Wohnimmobilie ist grundsätzlich immer einmalig hinsichtlich ihrer Lage.
- Ein Wohnungswechsel (Umzug) ist in der Regel mit Kosten für den Mieter verbunden und wird durch die zunehmende Knappheit bezahlbarer Wohnungen erschwert. Die durchschnittliche Mieterdauer der Vonovia Mieter liegt bei 13,5 Jahren.
- Vonovia erzielt aufgrund der Unternehmensgröße Skaleneffekte im Einkauf und kann so Modernisierungs- und Instandhaltungsaufwendungen kostengünstiger durchführen als Mitbewerber. Durch Standardisierung und Harmonisierung können auch in der Verwaltung Skaleneffekte erzielt werden.
- Die Notierung im DAX30 sowie das gute Kreditrating (BBB+) ermöglichen einen im Vergleich zum Wettbewerb besseren Zugang zum Kapitalmarkt. Akquisitionen können so schneller durchgeführt werden.
- Die führende Marktstellung kann aufgrund mietvertraglicher Gesetzgebung („Mietpreisbremse“) und des insgesamt kleinen Marktanteils nicht ausgenutzt werden.
- **Zusammenfassend verfügt Vonovia m. E. über einen sehr schmalen Burggraben.**



Management- und Shareholderanalyse

CEO

Rolf Buch

Alter

53

Im Unternehmen seit:

01.04.2013

Im Amt seit:

01.04.2013

Beteiligungsquote am Unternehmen:

k. A.

Vita:

- 1986-1999 Studium Maschinenbau (RWTHA Aachen) und BWL
- 1991-2012 Verschiedene Funktionen im Bertelsmann Konzern, zuletzt Vorstandsmitglied und Vorstandsvorsitzender der Konzerngesellschaft Arvato AG (BPO-Dienstleister)

Einschätzung:

- Buch ist direkt als Vorstandsvorsitzender bei Vonovia eingestiegen, obwohl er über keine Erfahrung in der Immobilienbranche verfügte.
- Buch gilt als exzellent vernetzt und hatte bei Arvato umfangreiche Geschäftsbeziehungen mit öffentlichen Institutionen und Ministerien, Behörden und Verwaltungen.



Management- und Shareholderanalyse

Management

- (+) Das Vonovia-Management ist um eine transparente Berichterstattung bemüht.
- (+) Gewinnprognosen (FFO) werden seit dem Börsengang regelmäßig übertroffen.
- (+) Die Dividendenpolitik wird seit dem Börsengang konsistent und klar umgesetzt.
- (-) Akquisitionen sind wesentliches Strategieelement. Der hohe bilanzielle Goodwill deutet darauf hin, dass in der Vergangenheit zum Teil auch überhöhte Kaufpreise gezahlt wurden.
- (+/-) Jürgen Fitschen, der ehemalige Co-CEO der Deutschen Bank, soll am 9. Mai 2018 zum neuen Aufsichtsratsvorsitzenden der Vonovia gewählt werden. Fitschen ist in der Bankenwelt sehr gut vernetzt, hat sich mit seiner Tätigkeit bei der Deutschen Bank jedoch eher einen zweifelhaften Ruf erworben und hat auch keine ausgewiesene Expertise in der Immobilienbranche.



Management- und Shareholderanalyse

Management

- (+/-) Helene von Roeder wird ab Mai 2018 neue Finanzchefin der Vonovia SE, nachdem ihr Vorgänger Dr. Stefan Kirsten (FINANCE CFO des Jahres 2017) zurückgetreten ist. Über die Gründe des Rücktritts gibt es keine Angaben, er steht wohl jedoch im Zusammenhang mit der Internationalisierungsstrategie der Vonovia. Von Roeder kommt aus dem Bankenumfeld und war vorher die Deutschland-Chefin der Credit Suisse.
- (-) Der Vorstand der Vonovia SE besteht aus vier Mitgliedern. Nur Gerald Klinck, seit 2015 als CCO (Chief Customer Officer) im Vorstand bestellt, kann einen langjährigen Erfahrungsschatz in der Immobilienbranche vorweisen.

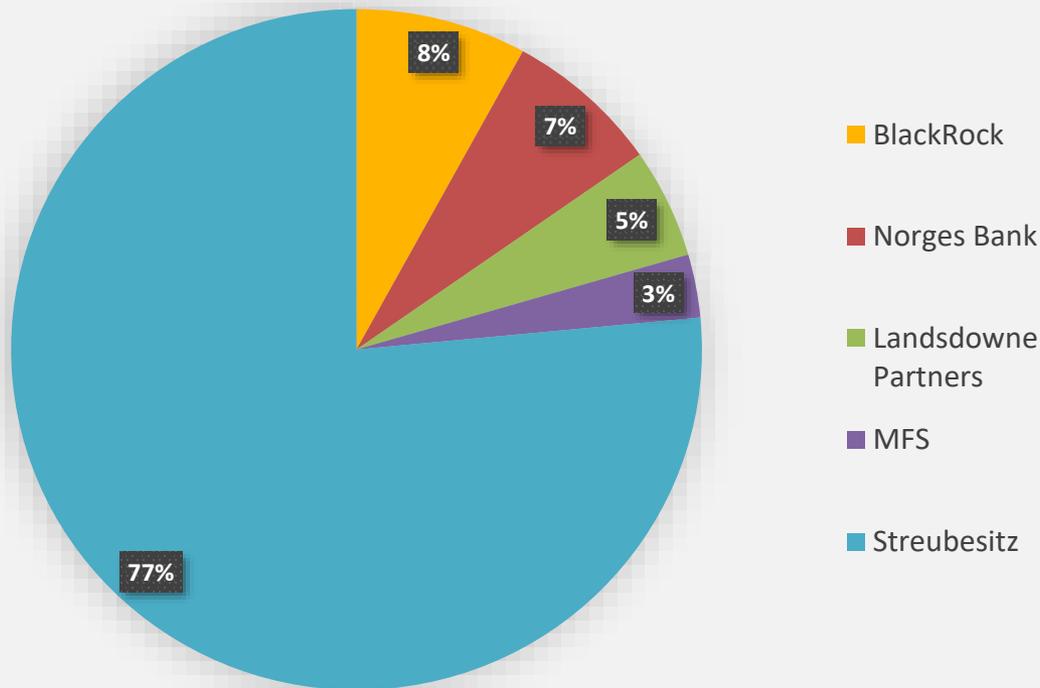
Fazit

- Das Management der Vonovia besteht überwiegend aus sehr guten Netzwerkern und Bankern.
- Insgesamt kann das Management als durchschnittlich bezeichnet werden.



Management- und Shareholderanalyse

Aktionärsstruktur



- Der Großteil (77%) der Vonovia Aktien befindetet sich in Streubesitz.
- Neben dem Vermögensverwalter BlackRock ist der norwegische Pensionsfonds (Norges Bank = Zentralbank von Norwegen) größter Einzelaktionär.
- (!) Die Aktien der Vonovia werden als **Namensaktien** geführt.



Umsatz- und Absatzanalyse

- Das Geschäftsmodell der Vonovia SE basiert auf den beiden Säulen Vermietung und wohnungsnahe Dienstleistungen.
- Vonovia gliedert diese beiden Säulen in die folgenden Segmente:
 1. **Bewirtschaftung**
 2. **Value-add Business**
 3. **Vertrieb**
- Die Bewirtschaftung (1) beinhaltet das wertsteigernde Management des Immobilienbestandes.
- Das Value-add Business (2) umfasst alle kundenorientierten Dienstleistungen, Handwerker- und Wohnumfeldorganisationen, Versicherungen, Neubauaktivitäten sowie die Wohneigentumsverwaltung (auch für Dritte).
- Der Vertrieb (2) umfasst den Verkauf von Immobilien.



Umsatz- und Absatzanalyse

- Die Wohnungen der Vonovia SE verteilen sich über das gesamte Bundesgebiet.
- Gemessen an den Verkehrswerten befinden sich 90% der Immobilien in insgesamt 15 strategischen Regionalmärkten, die als Kernstädte und deren Umland, im Wesentlichen Metropolregionen definiert sind.
- Die meisten Wohnungen (43.900 bzw. 13,2%) befinden sich im Regionalmarkt „südliches Ruhrgebiet“.
- Die knapp 39.000 Wohnungen im Regionalmarkt Berlin stehen für 16,2% des gesamten bilanzierten Verkehrswertes, jedoch nur für 11,6% aller Wohnungen des Vonovia-Bestandes an den strategischen Standorten.



Umsatz- und Absatzanalyse

Regionalmarkt	Verkehrswert*		Ist-Mieten-Multiplikator	Wohneinheiten	Wohnfläche (in Tsd. m ²)
	(in Mio. €)	(in €/m ²)			
Berlin	5.181,9	2.035	26,6	38.664	2.449
Rhein-Main-Gebiet	3.525,1	1.946	21,0	27.921	1.781
Rheinland	3.240,3	1.581	19,4	29.753	1.992
Südliches Ruhrgebiet	2.884,2	1.051	15,8	43.900	2.682
Dresden	2.875,2	1.230	18,1	38.563	2.193
Hamburg	1.940,1	1.795	21,6	16.534	1.048
München	1.820,2	2.771	29,1	9.708	639
Stuttgart	1.742,0	1.893	20,9	14.152	891
Nördliches Ruhrgebiet	1.417,5	854	13,4	26.532	1.640
Hannover	1.297,5	1.374	18,5	14.592	926
Kiel	992,3	1.192	17,2	13.801	802
Bremen	913,9	1.230	19,1	11.905	722
Leipzig	763,3	1.229	18,4	9.174	588
Westfalen	667,0	1.075	16,0	9.471	613
Freiburg	545,0	1.949	23,0	4.048	277
Sonstige strategische Standorte	2.102,8	1.404	18,4	23.172	1.464
Gesamt strategische Standorte Deutschland	31.908,2	1.495	19,8	331.890	20.705
Österreich	551,6	2.194	26,2	2.058	142

* Verkehrswert der bebauten Grundstücke inkl. 331,4 Mio. € für unbebaute Grundstücke, vergebene Erbbaurechte, Anlagen im Bau und Sonstige.

Quelle: Vonovia SE, Geschäftsbericht 2017, Seite 50 <http://investoren.vonovia.de/download/companies/deutscheanningtonimmo/Annual%20Reports/DE000A1ML7J1-JA-2017-EQ-D-00.pdf>



Umsatz- und Absatzanalyse

- Vonovia verfolgt eine **4+2 Strategie**, die sich aus den Elementen Property Management, Finanzierung, Portfolio-Management, Value-add ergänzt um die Elemente Akquisition und Internationalisierung zusammensetzt.
- Akquisitionen sollen auch zukünftig auf opportunistischer Basis erfolgen und zu weiterem Wachstum beitragen.
- Das Element „Internationalisierungsstrategie Europa“ ist im Geschäftsjahr 2017 neu hinzugekommen.
 - Die meisten Immobilienmärkte in Europa sind noch so organisiert, wie der Markt in Deutschland vor 20 Jahren. Vonovia möchte auf Basis eigener Erfahrung und Know-how als führendes deutsches Wohnimmobilienunternehmen auch andere europäische Märkte erschließen.
 - Im 4. Quartal 2017 wurde daher eine Partnerschaftvereinbarung mit der französischen CDC habitant (vormals Groupe SNI) abgeschlossen. CDC ist mit 348.000 Wohnungen der größter Vermieter in Frankreich.



Quelle: Vonovia SE, Geschäftsbericht 2017



Umsatz- und Absatzanalyse

- Kundenzufriedenheit hat für die Vonovia SE heute einen sehr hohen Stellenwert. Das Unternehmen überwacht diese permanent mit einem Kundenzufriedenheitsindikator (CSI). Zufriedene Mieter verursachen weniger Kosten und bleiben länger in den Wohnungen der Vonovia wohnen.
- Die Bedeutung des Kunden spielte in der Vergangenheit eher eine geringe Rolle.
- Die Vonovia SE wurde im Jahr 2001 als Deutsche Annington Immobilien AG von Private-Equity-Investoren mitbegründet und erwarb sich in der Folgezeit einen sehr zweifelhaften Ruf. Unerreichbare Hausverwaltungen, Schimmel und Sanierungsstau sorgten für zahlreiche Negativschlagzeilen, fortwährende Proteste der Mieter und letztlich zu einem schweren Reputationsschaden für das gesamte Unternehmen. Das kurzfristige und auf ausschließliche Gewinnmaximierung fokussierte Denken der Private-Equity-Investoren (umgangssprachlich auch als „Heuschrecken“ bekannt) führte fast zum finanziellen Kollaps des Unternehmens.
- Nur der Börsengang im Jahr 2013 konnte den finanziellen Zusammenbruch abwenden.



Umsatz- und Absatzanalyse

- Nach und mit dem Börsengang im Juli 2013 verließen die „Heuschrecken“ das Unternehmen und ein Neuanfang konnte gemacht werden. Bereits seit April 2013 war mit Rolf Buch ein neuer CEO (Vorstandsvorsitzender) installiert wurden.
- Die Umbenennung der Deutschen Annington in Vonovia SE im September 2015 sollte dann auch das sehr negative Image der Deutschen Annington beseitigen.
- Heute steht nicht mehr die einzelne Wohnung im Fokus, sondern der Mieter.
- Die Vonovia SE ist sehr darauf bedacht, ein positives Image des Unternehmens zu vermitteln, was nicht zuletzt aufgrund der Börsennotierung im DAX30 und dem damit einhergehenden wichtigen Zugang zum Kapitalmarkt eine absolute Notwendigkeit ist.
- Die Modernisierung von Wohnungen ist ein wesentliches Element der Unternehmensstrategie im Hinblick auf den Klimawandel. Vonovia setzt hier auch die gesetzlichen Vorgaben zu energischen Sanierungsmaßnahmen um.
- Auch der demografische Wandel mit einer zunehmend alternden Gesellschaft bei gleichzeitiger Knappheit von bezahlbarem Wohnraum stellt das Unternehmen vor Herausforderungen, die durch bauliche Verdichtung auf Bestandsflächen und Aufstockung bestehender Wohngebäude gelöst werden sollen.



Umsatz- und Absatzanalyse

- Energetische Modernisierung, Aufstockung und Verdichtung sind auf Seiten der Vonovia wichtige Treiber für Ertragssteigerungen.
- Modernisierungskosten dürfen bis zu 11% der Gesamtkosten auf die jährliche Miete umgelegt werden. Für das Jahr 2018 plant die Vonovia Investitionen von über EUR 1 Mrd. in den Immobilienbestand und verspricht sich daraus attraktive Renditen von 7-8%, wie ein Blick in die Vergangenheit zeigt (Quelle Vonovia SE):

Quelle: Vonovia SE, Geschäftsbericht 2017

Programmjahr ¹	Investitionssumme ² (in Mio. €)	Einheiten	Rendite ³ (in %)
Ø 2010-2013	49	3.257	6,9
2014	163	12.934	7,5
2015	343	17.690	7,8
2016 ⁴	483	30.544	7,7
2017 ⁵ (Forecast)	951	43.000	7,3

1- „Programmjahr“ ist im Regelfall definiert als das Kalenderjahr, in dem der Baubeginn der jeweiligen Maßnahme stattfand.
2- „Investitionssumme“ beinhaltet alle Kosten der durchgeführten Maßnahmen exkl. der intern anfallenden Personalkosten, z. B. für die Programmkoordination oder für die im Konzern beschäftigten Bauleiter.
3- „Rendite“ bezeichnet die statische Netto-Anfangsrendite und errechnet sich für den Bereich „Gebäudemodernisierung“ aus der Veränderung des Bewirtschaftungsertrags (d. h. Veränderungen der Miete und des Leerstands) zu den externen Planungs- und Baukosten der Maßnahme. Messpunkt ist der Dezember des auf das Programmjahr folgenden Kalenderjahres. Im Bereich „Wohnungsmodernisierung“ wird die Differenz aus der letzten Miete vor der Sanierungsmaßnahme und der nach erfolgter Sanierung erzielten Neuvermietungsmiete den Baukosten der Maßnahme gegenübergestellt. Messpunkt ist hier die Jahresmitte des auf das Programmjahr folgenden Kalenderjahres.
4- Durch die Komplexität der Maßnahmen lassen sich noch nicht für alle angestoßenen Projekte finale Erfolgsmessungen durchführen. Daher stellt der Wert für 2016 eine Hochrechnung dar. Diese basiert auf den bereits abgerechneten Projekten sowie auf dem aktuellsten Wissenstand zu Kosten, Mieten und Leerständen für die noch nicht abgerechneten Projekte.
5- Der „Forecast“-Charakter für das Programmjahr 2017 ergibt sich aus der Erfolgsmessung zur Mitte bzw. zum Ende des auf das Programmjahr folgenden Kalenderjahres und wird somit erst Mitte 2018 (Wohnungsmodernisierung) bzw. Ende 2018 (Gebäudemodernisierung) final ermittelt.



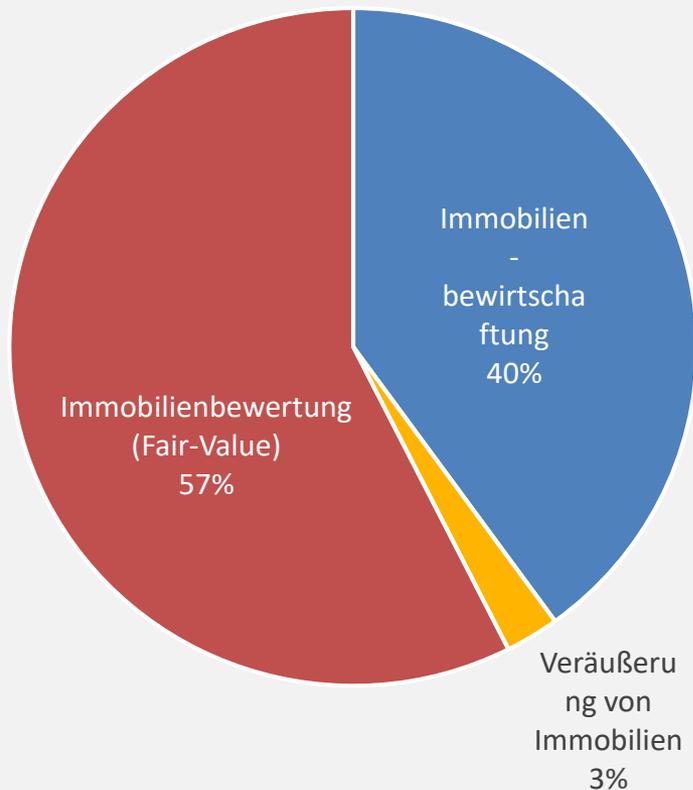
Umsatz- und Absatzanalyse

- Modernisierungsmaßnahmen verbessern die Wohnqualität der Mieter und sorgen teilweise für erhebliche Mietsteigerungen, die naturgemäß zu [Protest von Mietern](#) führen.
- Auch die nachträgliche Verdichtung von Bestandsflächen trifft vereinzelt nicht auf Gegenliebe bei den Mietern, wie ein [Artikel der Sächsischen Zeitung](#) zeigt.
- Mieter der Vonovia beklagen zuweilen auch undurchsichtige Betriebskostenabrechnungen, die Kosten enthalten, die eigentlich von der Vonovia als Vermieter getragen werden müssten. Ähnliche Ungereimtheiten sind bei der Weiterbelastung von Modernisierungsmaßnahmen insbesondere im Gebiet Bremen bekannt und [beschäftigen dort die Gerichte](#).
- Die Vonovia SE hat eine hohe soziale und gesellschaftliche Verantwortung. Der Spagat zwischen Interessen der Mieter und Interessen der Aktionäre führt immer wieder zu Konflikten. Vonovia muss aufpassen, den Bogen nicht zu Lasten der Mieter zu überspannen und in alte Zeiten zurück zu fallen. Als börsennotierte Gesellschaft können Reputationsschäden zu nachhaltigen finanziellen Verwerfungen führen.



Umsatz- und Absatzanalyse

Ertragsquellen 2017



- Vonovia erzielte im Jahr 2017 aus der Bewirtschaftung von Immobilien Erlöse in Höhe von EUR 2,4 Mrd. (Vorjahr: EUR 2,2 Mrd.)
- Aus der Bewertung des Immobilienportfolios wurden aufgrund internationaler Bilanzierungsstandards **Buchgewinne** in Höhe von EUR 3,4 Mrd. (Vorjahr: EUR 3,2 Mrd.) erzielt. Dies entspricht **57% der insgesamt erzielten Erträge!**

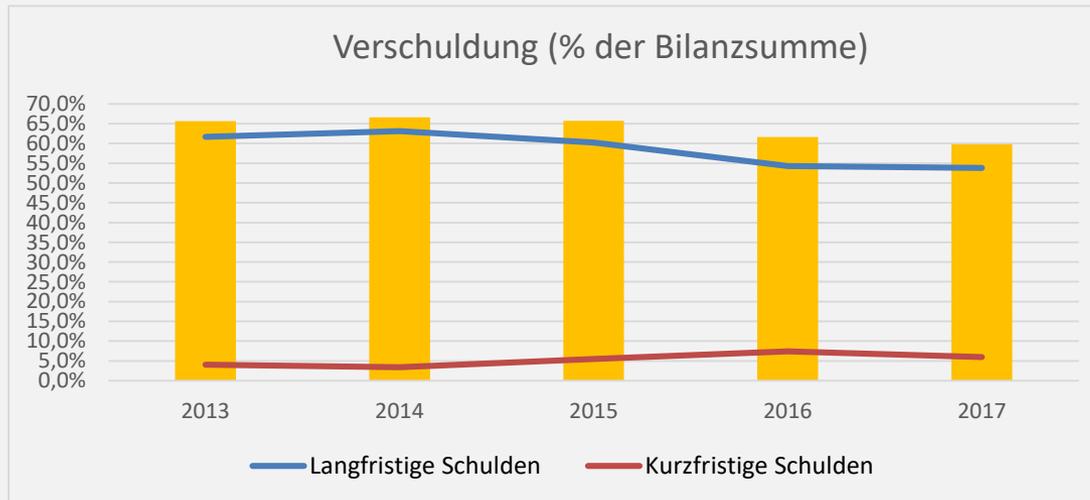
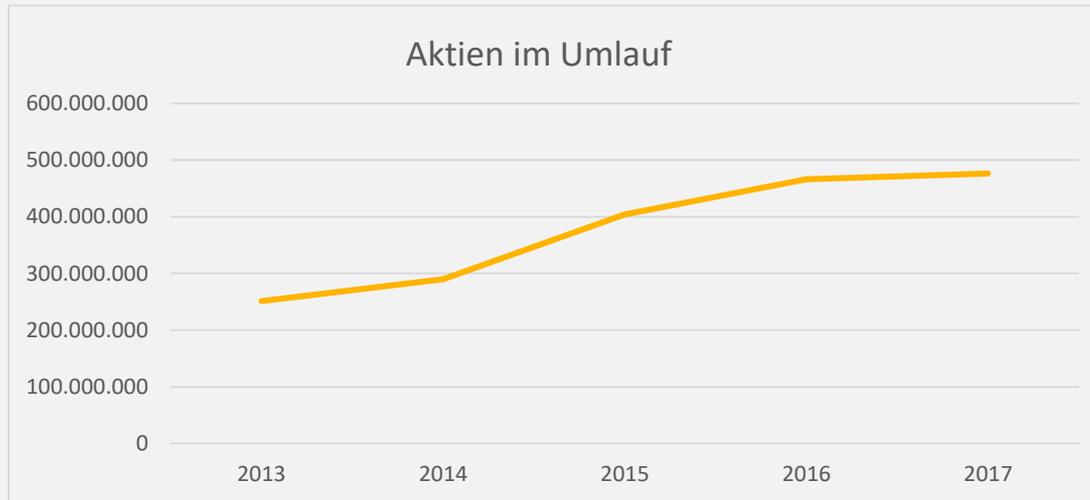


Vermögens- und Finanzanalyse

- Das Vermögen der Vonovia besteht zu 88,8% aus Immobilien, die nahezu vollständig als langfristiges Anlagevermögen zu qualifizieren sind.
 - Die Bewertung des Immobilienbestandes erfolgt erfolgswirksam über ein DCF-Verfahren (Discounted Cashflow-Verfahren). Die Parameter Inflation, Marktmietsteigerung Wohnen sowie der Diskontierungszinssatz haben wesentlichen Einfluss auf die Höhe der Verkehrswerte.
- Negativ auf der Aktivseite der Bilanz fällt die Position immaterielle Vermögenswerte mit einem Buchwert von EUR 2,6 Mrd. (7% der Bilanzsumme) auf.
 - Es handelt sich dabei um Geschäfts- und Firmenwerte (Goodwill) aus der Akquisition von Wohnimmobiliengesellschaften. Dieser Goodwill steht u.a. für geplante Synergieeffekte, die sich durch die Akquisitionen ergeben sollen. Ein hoher Goodwill ist für ein Immobilienunternehmen ungewöhnlich. Im Peer-Group-Vergleich findet sich in keiner Bilanz eines Wettbewerbers ein ähnlich signifikant hoher Goodwill.
 - Im Geschäftsjahr 2017 mussten bereits EUR 0,3 Mrd. auf den Geschäftsbereich Ost als Folge gestiegener Kapitalkosten und dem Effekt der Yield Compression (steigende Kaufpreise und sinkende Erträge) ergebniswirksam abgeschrieben werden.
 - Sollten die Kapitalkosten im **Geschäftsjahr 2018** wie im Geschäftsjahr 2017 um 0,65% steigen, **müssten laut Geschäftsbericht 2017 weitere Abschreibungen auf den Geschäfts- und Firmenwert in Höhe von EUR 1,2 Mrd.** vorgenommen werden! Aufgrund der Vorschriften der internationalen Rechnungslegung muss die Werthaltigkeit des Goodwill nur einmal im Jahr überprüft werden. Die Vonovia wird diesen Werthaltigkeitstest erst im 4. Quartal 2018 durchführen. Die Abschreibung würde zu einer erheblichen Ergebnisbelastung führen. Sie hat jedoch keinen Einfluss auf die Liquidität und die Dividende. Das Eigenkapital würde jedoch entsprechend gemindert werden.



Vermögens- und Finanzanalyse



- (-) Nach Abzug des Goodwill erreicht die Vonovia eine substantielle Eigenkapitalquote von 35,7%. Der Wettbewerber Deutsche Wohnen SE kommt hier auf einen Wert von 50%.
- (-) Zur Finanzierung von Akquisitionen werden u.a. neue Aktien in Umlauf gebracht. So führte die Vonovia SE im Jahr 2015 eine Kapitalerhöhung mit Erlösen von EUR 2,25 Mrd. durch. Die Erhöhung der Aktien im Umlauf führt zu einer Verwässerung der Anteile der Altaktionäre.
- (+/-) Die bilanzielle Verschuldung mit Fremdkapital liegt bei 60% und ist leicht rückläufig.



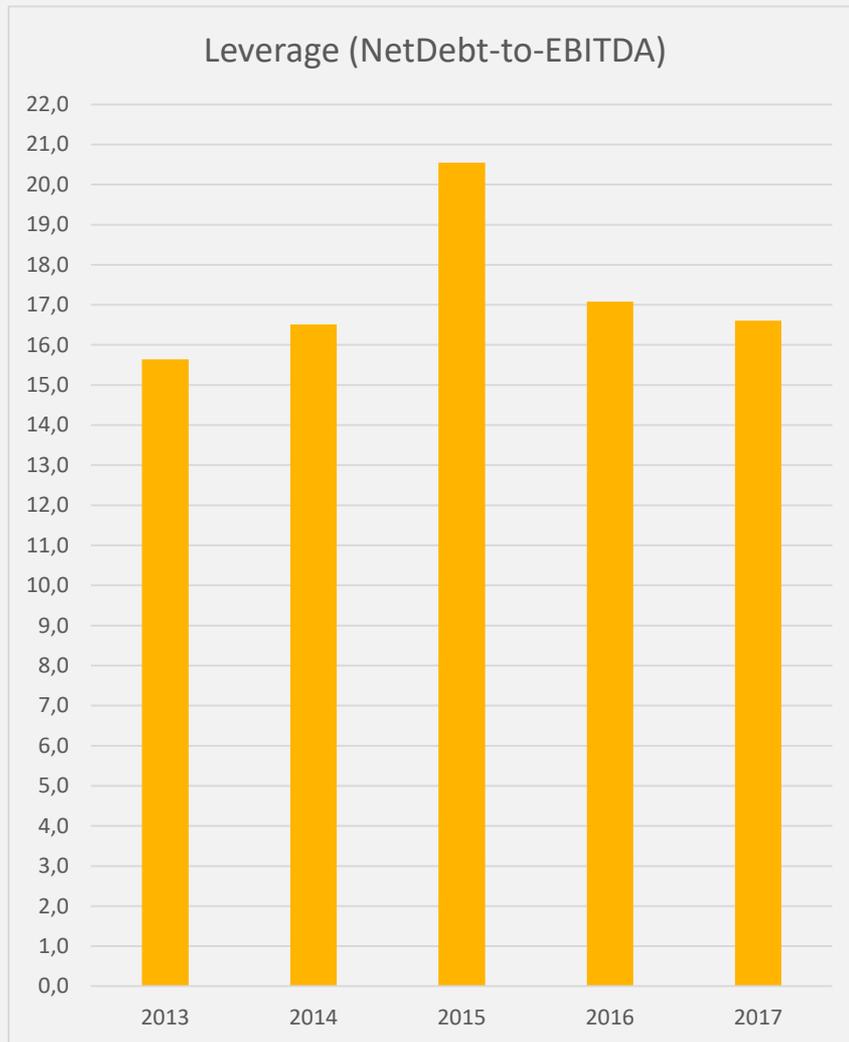
Vermögens- und Finanzanalyse



- (-) Die Fälligkeitsstruktur des Fremdkapitals zeigt einen ansteigenden Refinanzierungsbedarf in den nächsten 3 Jahren.
- (+) Die Fälligkeitsstruktur ab 2021 ergibt einen relativ gleichmäßigen Refinanzierungsbedarf.



Vermögens- und Finanzanalyse



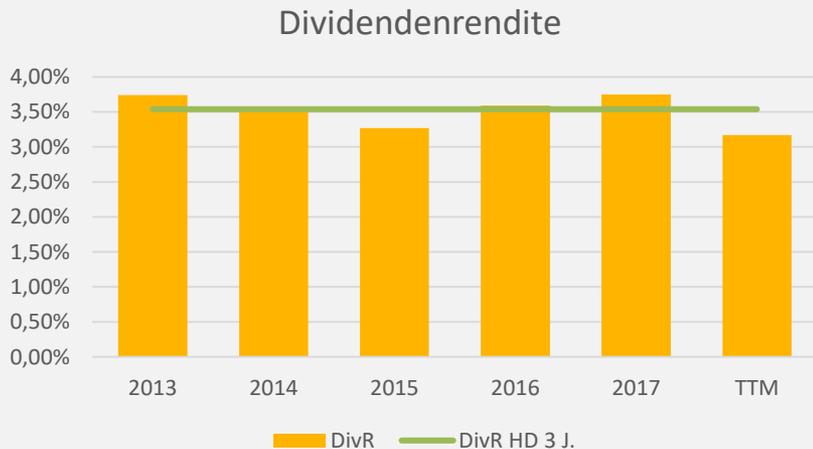
- Auf Basis des EBITDA (nach IFRS) des Geschäftsjahres 2017 würde es 16,6 Jahren dauern, bis die Nettofinanzschulden beglichen sind. Dieser hohe Wert ist branchenüblich und aufgrund des langfristig planbaren Geschäftsmodells nicht zwingend negativ zu beurteilen.
- (+) Vonovia geht davon aus, dass die Zinsentwicklung **nicht** direkt mit dem Ergebnis korreliert. Vielmehr hat die Nachfrage/-Angebots-Relation und damit die Mietentwicklung sehr viel stärkeren Einfluss auf das Ergebnis.



Dividendenanalyse

Dividendenpolitik

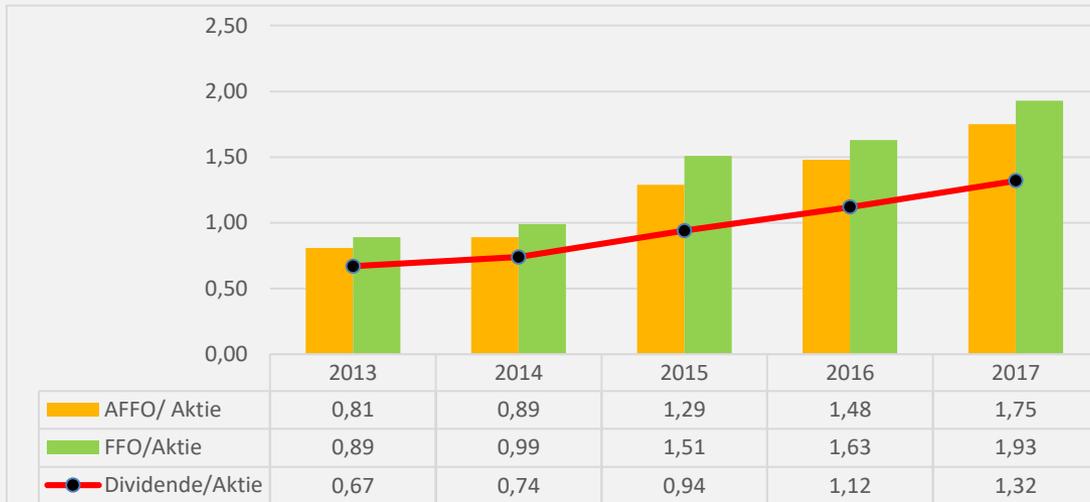
- Vonovia zahlt seit dem Börsengang im Jahr 2013 eine Dividende.
- Es wird eine Ausschüttung von ca. 70% der FFO angestrebt.
- Die Dividende wird für das Geschäftsjahr 2017 **steuerfrei** aus dem steuerlichen Einlagekonto gezahlt.
- Es besteht ein Wahlrecht für eine Aktiendividende.
- Die Dividende wird jährlich (in der Regel im Mai) gezahlt.



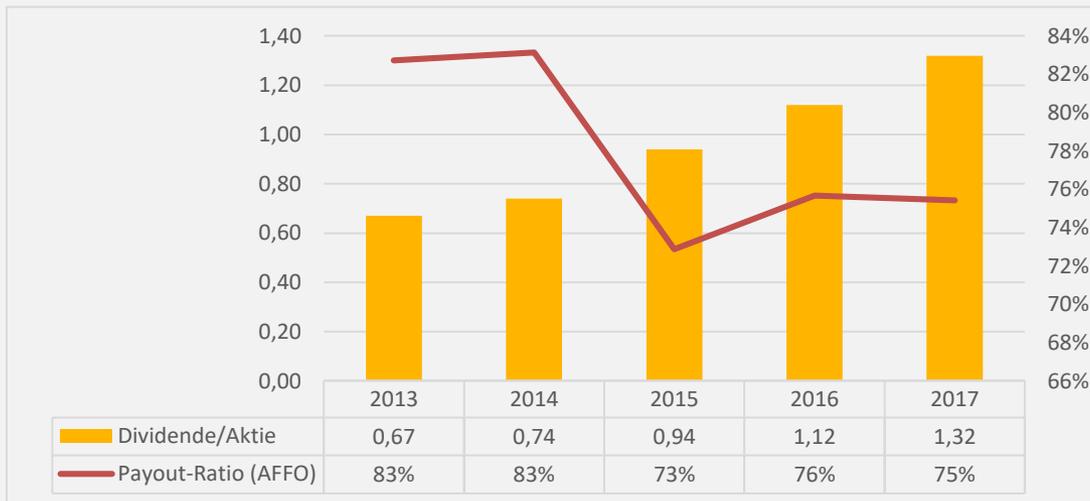
- Die durchschnittliche historische Dividendenrendite der letzten 3 Jahre liegt bei 3,54%.
- Die aktuelle Dividendenrendite liegt bei über 3,2%.



Dividendenanalyse



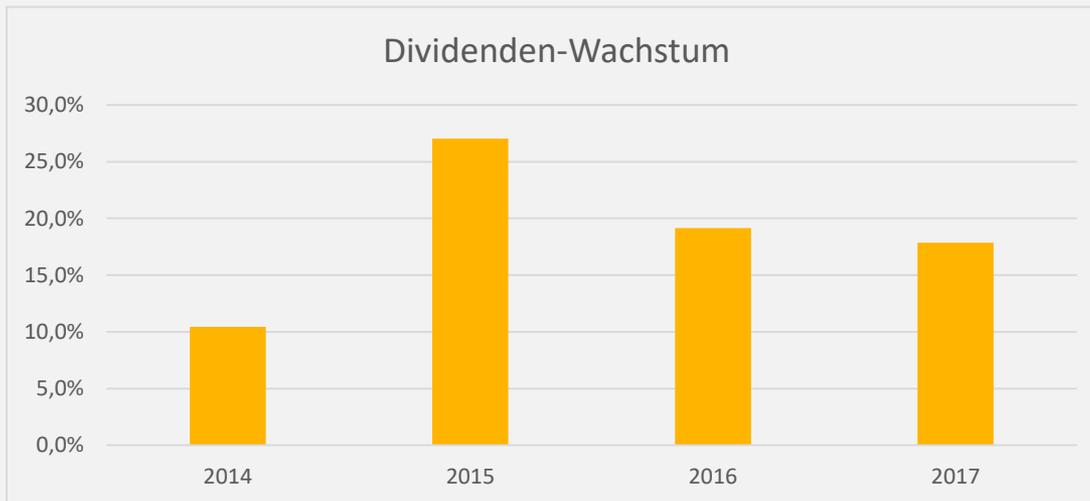
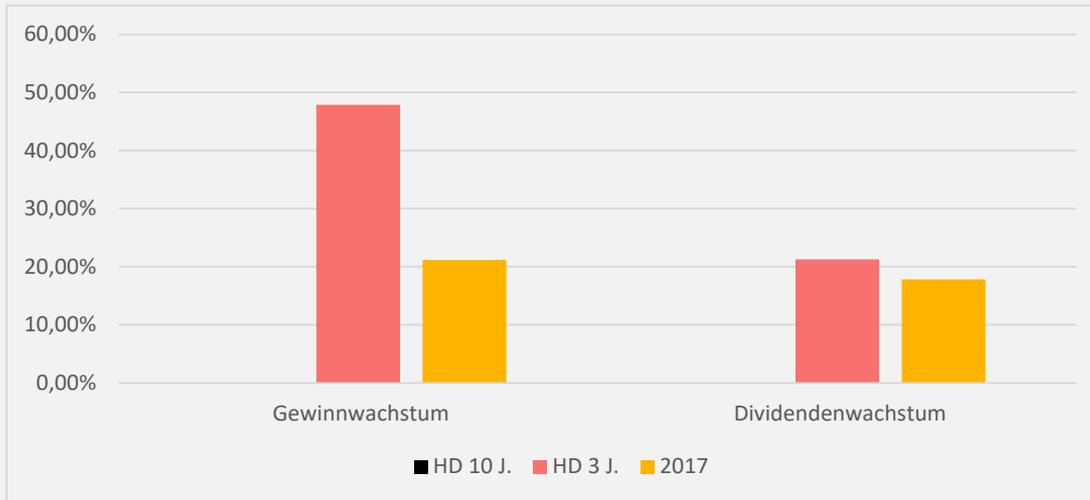
- (+) Die Dividende ist durch das operative Vermietungsergebnis (FFO) und noch wichtiger, durch das operative Vermietungsergebnis nach Abzug der aktivierten Instandhaltungsaufwendungen (AFFO) gut abgedeckt.



- (+) Die Ausschüttungsquote bezogen auf den Gewinn (AFFO) liegt bei 75%. Der **beste Wert im Peer-Group-Vergleich** der fünf führenden, deutschen börsennotierten Immobiliengesellschaften in Deutschland.



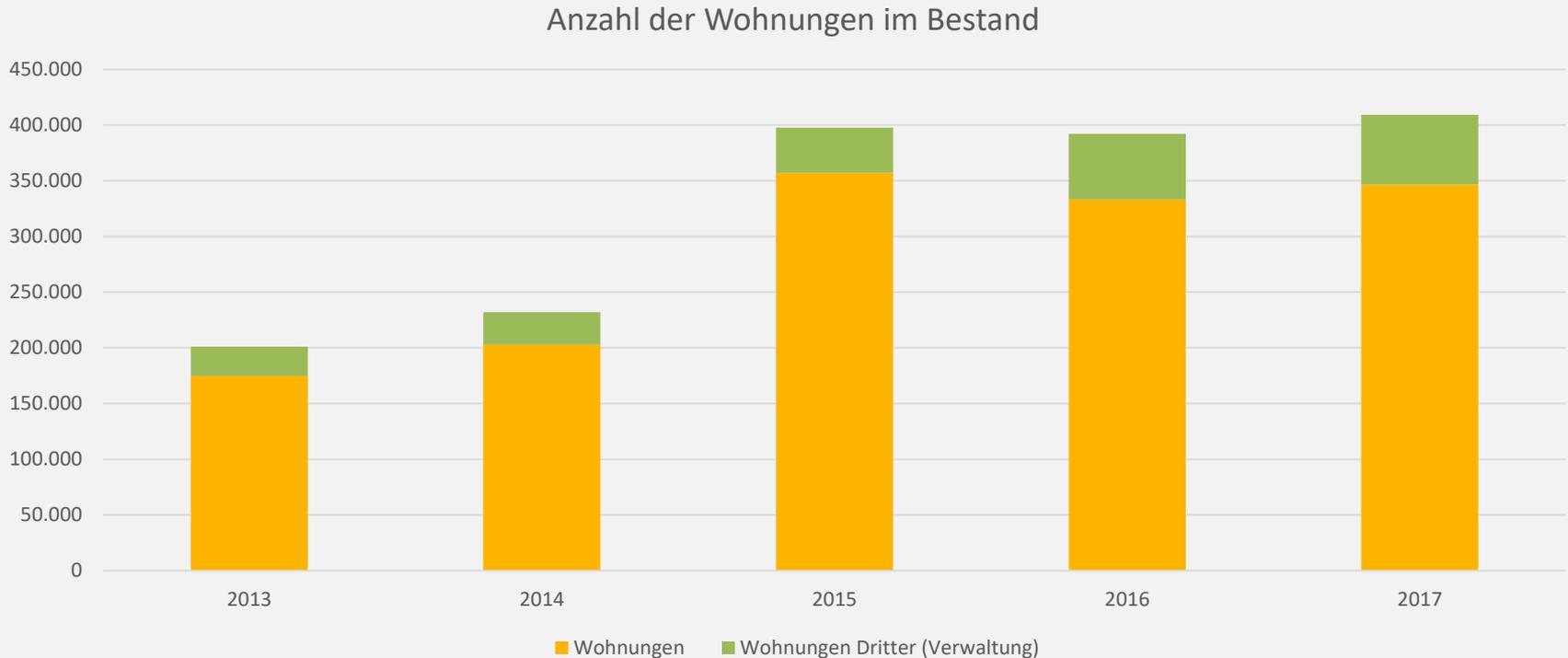
Wachstumsanalyse



- (+) Der Gewinn (AFFO) konnte seit dem Börsengang (2013) jedes Jahr um mindestens 20% gesteigert werden.
- (+) Die Dividende konnte dabei jedes Jahr um mindestens 10% erhöht werden.
- Gewinn- und Dividendensteigerungen sind das Ergebnis von organischem Wachstum und kontinuierlichem Zukauf von Immobilienportfolios.



Wachstumsanalyse



- Insbesondere die Übernahmen/ Zukäufe der GAGFAH und der SÜDEWO im Jahr 2015 haben den Wohnungsbestand auf ein höheres Level gehoben.
- Der Gewinn (AFFO) stieg dann im Jahr 2015 im Vergleich zum Vorjahr auch um über 100%.



Prognose und Ausblick

Prognose

- Im März 2018 konnte die Vonovia ein erfolgreiches Übernahmeangebot für den österreichischen Konkurrenten **BUWOG AG** in Höhe von EUR 5,2 Mrd. vermelden. Durch den Zukauf erhöht sich der Immobilienbestand um knapp 50.000 Wohnungen vor allem in den Hauptstädten Wien und Berlin.
- Am 3. Mai 2018 gab die Vonovia ein Übernahmeangebot für die schwedische **Victoria Park AB** in Höhe von EUR 900 Mio. ab. Victoria Park hat rund 14.000 Wohnungen in Stockholm, Göteborg und Malmö.
- Im selben Zusammenhang gab die Vonovia SE eine **Kapitalerhöhung** gegen Bareinlage in Höhe von rd. EUR 1,0 Mrd. bekannt. Die neuen Aktien wurden ausschließlich institutionellen Anlegern im Rahmen einer Privatplatzierung mittels eines beschleunigten Platzierungsverfahrens angeboten. Das Bezugsrecht für Altaktionäre wurde ausgeschlossen. Es wurden Aktien zu einem Platzierungspreis von **EUR 38,30** je Aktie zugeteilt.



Prognose und Ausblick

Prognose

- Die Übernahmen der BUWOG AG und die geplante Übernahme der schwedischen Victoria Park sind Teil der Internationalisierungsstrategie der Vonovia SE.
- (-) Der Ausschluss des Bezugsrechts für Altaktionäre im Rahmen der Kapitalerhöhung führt bei diesen zu einer **Verwässerung** der Anteile. Auf die Dividende 2017 hat die Kapitalerhöhung jedoch keine Auswirkung.
- Mit der Übernahme der BUWOG AG wurde das avisierte Jahresergebnis 2018 für die Kenngröße Funds from Operations (FFO) auf EUR 1,03-1,05 Mrd. angehoben (**+13% im Vergleich zum Vorjahr**). Die Übernahme der Victoria Park ist darin noch nicht enthalten, so dass eine weitere Anhebung des geplanten Jahresergebnisses zu erwarten ist.



Prognose und Ausblick

Ausblick

- Die Immobilienzeitung (IZ) geht nach einer Befragung von 13 Instituten bzw. Immobilienresearcher davon aus, dass der Immobilienboom in Deutschland noch bis zum Jahr 2019 anhalten wird. Einige wenige sehen den aktuellen Zyklus erst für das Jahr 2020 auf dem Höhepunkt.
- Ein steiler Absturz wird nicht erwartet, es sei denn, die Europäische Zentralbank (EZB) dreht kräftig an der Zinsschraube.



Chancen und Risiken

Chancen

- Megatrends Urbanisierung und der demografische Wandel
- Steigende Zuwanderung nach Deutschland
- Preisgünstiger Wohnraum ist knapp und begehrt
- Neubau von Wohnungen kann die Nachfrage aktuell nicht ausreichend bedienen
- Erweiterung und Ausbau des eigenen Dienstleistungsangebots („Insourcing“)
- Zusätzliche Akquisitionen verstärken die Skaleneffekte in der Bewirtschaftung bezogen auf die Kosten der einzelnen Wohnung

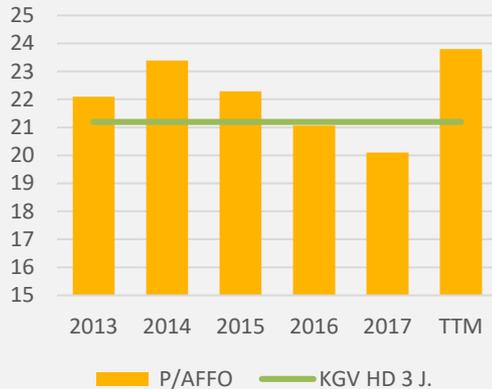
Risiken

- Werthaltigkeit des Goodwills
- Mietrechtlich relevante Gesetzesänderungen / regulatorische Rahmenbedingungen
- Falsche Annahmen bei der Verkehrswertermittlung des Immobilienbestandes
- Refinanzierbarkeit von Fremdkapital
- Schnelle Zinserhöhungen
- Falsche Akquisitionsentscheidungen (z.B. zu hohe Kaufpreise)
- Reputationsschäden

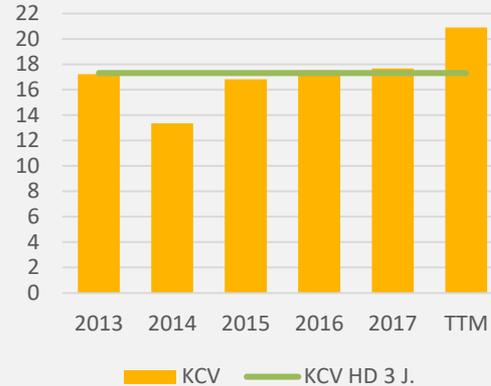


Historische Bewertung der Aktie

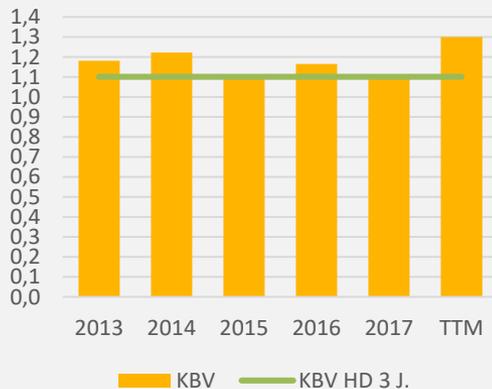
KGV (AFFO)



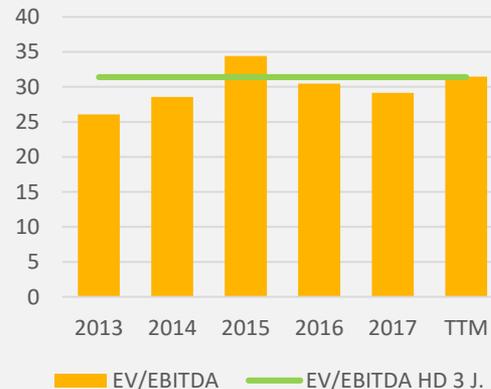
KCV



KBV



EV/EBITDA

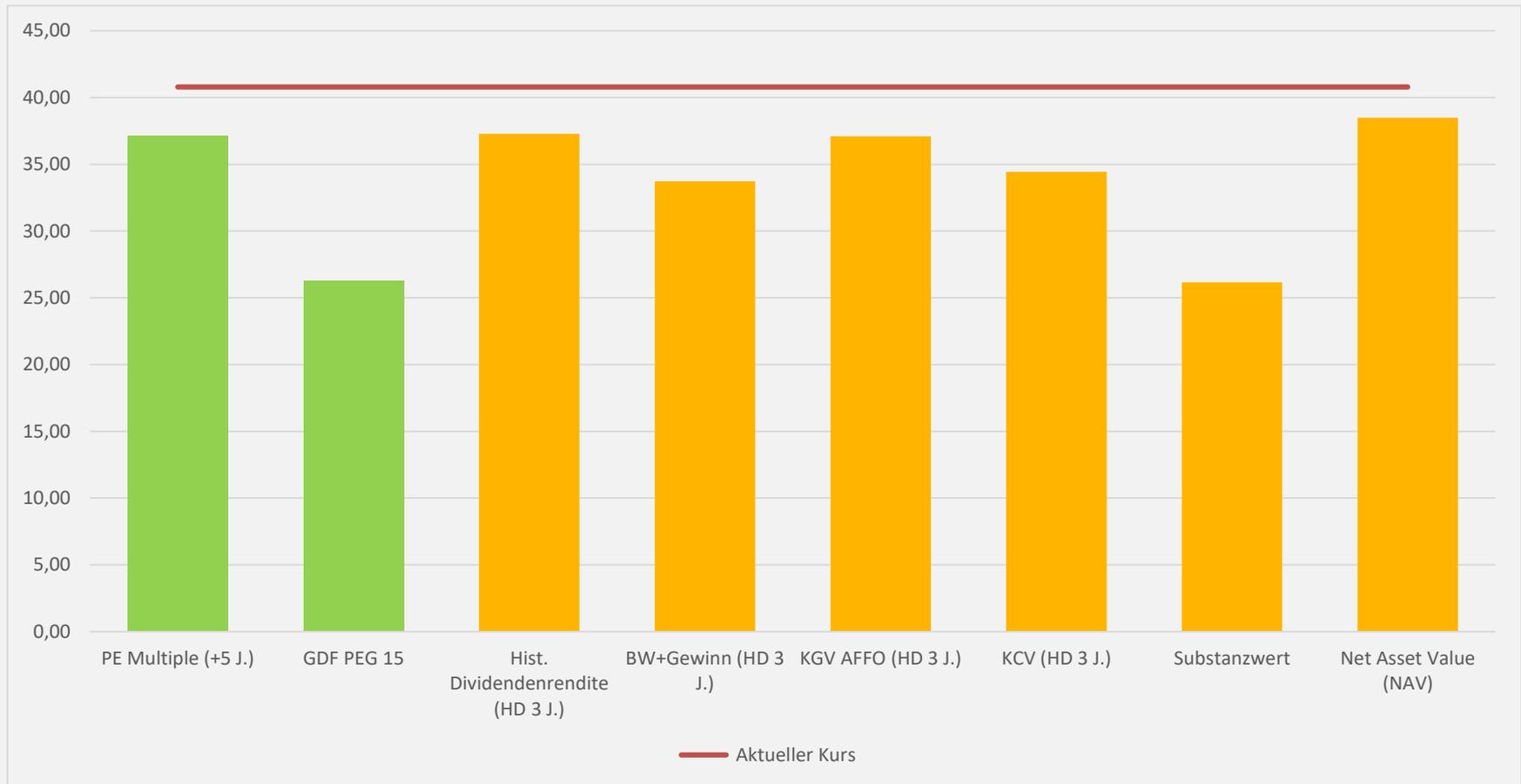


- Auf Basis des historischen Durchschnitts der letzten 3 Jahre erscheint die Aktie der Vonovia SE nach allen wesentlichen Kennzahlen (KGV, KCV, KBV und EV/EBITDA) aktuell (TTM*) überbewertet.
- Die Dividendenrendite liegt unterhalb des 3-Jahresdurchschnittes und deutet ebenfalls auf eine Überbewertung hin.

TTM* Basis: Zahlen 2017 ohne Übernahme BUWOG und Kapitalerhöhung.



Fairer Wert vs. aktueller Kurs



Dargestellt wird der aktuelle Kurs (rote Linie) im Zeitpunkt der Analyse. Die Säulen stellen mögliche faire Werte auf Basis des jeweiligen Bewertungsverfahrens dar. Bitte beachten Sie die weiteren [Hinweise](#) hierzu.



Fazit

- Die Vonovia SE ist Deutschlands führendes Wohnimmobilienunternehmen und zugleich der größte Immobilienverwalter.
- Das Unternehmen befindet sich auf einem aggressiven Wachstumspfad der mangels geeigneter Akquisitionsziele in Deutschland auf Europa ausgedehnt wird.
- Die Finanzierung des Wachstums erfolgt auch durch Kapitalerhöhungen (Eigenkapital), die eine Verwässerung der Anteile von Altaktionären zur Folge haben können.
- Die Industrialisierung des Immobiliengeschäfts ermöglicht der Vonovia mit zunehmender Unternehmensgröße stärker werdende Skaleneffekte, die sich positiv auf die Kostenquote des Unternehmens auswirken werden.
- Die Dividende kann im Peer-Group-Vergleich als sehr sicher eingestuft werden und wird in Folge der mit den Akquisitionen erhöhten operativen Vermietungsgewinnen (FFO) auch zukünftig weiter steigen.
- Es werden kontinuierlich hohe Investitionen in die Modernisierung des Immobilienbestandes getätigt, die zum einen die Wohnqualität der Mieter verbessert und dem Unternehmen zum anderen attraktive Mietsteigerungen ermöglichen.
- Mieterhöhungen stoßen naturgemäß auf wenig Gegenliebe bei Mietern, so dass auch zukünftig ein verantwortliches und faires Vorgehen der Vonovia gefordert ist, um keine Reputationsschäden für das Unternehmen zu riskieren.



Fazit

- Die Vonovia Aktie erscheint auf Basis eines geschätzten Gewinnwachstums von 10% p.a. aktuell leicht überbewertet.
- Der faire Wert liegt ohne Berücksichtigung der Verwässerungseffekte durch die im Mai 2018 durchgeführte Barkapitalerhöhung im Bereich des bereinigten NAV (Net asset value) von EUR 38,39 pro Aktie. Dieser Wert wurde durch den im Rahmen der Barkapitalerhöhung erzielten Platzierungspreis von EUR 38,30 je Aktie im Mai 2018 weitgehend bestätigt.
- Trotz kurzer Unternehmenshistorie kann die Bewertungssicherheit des fairen Wertes als recht hoch eingeschätzt werden, da auch die übrigen Bewertungsverfahren zu einem ähnlichen Ergebnis für den fairen Wert kommen.
- Die Werthaltigkeit des bilanzierten Goodwills ist m.E. im hohen Maße fraglich. Klarheit wird hier erst das 4. Quartal 2018 bringen, wenn das Unternehmen den Werthaltigkeitstest durchführt. Es ist mit Abschreibungsbedarf zu rechnen, der bis zu EUR 1,2 Mrd. betragen kann.
- Es ist daher m.E. nicht angezeigt, die Aktien der Vonovia SE aktuell deutlich über dem fairen Wert zu kaufen, zumal sich auch der Immobilienzyklus auf einem Höhepunkt befindet.



Offenlegung von Interessenkonflikten

- **Der Ersteller der Analyse oder ihm nahestehende Personen stehen in keiner vertraglichen Beziehung zu dem analysierten Unternehmen und sind auch nicht anderweitig für das Unternehmen tätig.**
- **Der Ersteller der Analyse hält keine Aktien des analysierten Unternehmens.**



Abkürzungsverzeichnis

- AFFO... Adjusted Funds from Operations
- BW ... Buchwert
- CF ... Cashflow
- DDM ... Dividend Discount Model
- Div ... Dividende
- eDiv ... erwartete Dividende
- EK ... Eigenkapital
- EPRA ... European Public Real Estate Association
- F&E ... Forschung & Entwicklung
- FFO ... Funds from Operations
- GDF... Graham-Dodd-Formular (Graham-Dodd-Formel)
- Gj. ... Geschäftsjahr
- GK ... Gesamtkapital
- HD ... Historischer Durchschnitt
- Histor. ... historisch
- J. ... Jahre
- KBV... Kurs-Buchwert-Verhältnis
- KCV ... Kurs-(operativer) Cashflow-Verhältnis
- KGV... Kurs-Gewinn-Verhältnis
- KUV ... Kurs-Umsatz-Verhältnis
- LTV ... Loan-to-Value
- MK ... Marktkapitalisierung
- PEG ... Kurs-Gewinn-Wachstums-Verhältnis
- ROA ... Return on Assets (Gesamtkapitalrendite)
- ROE ... Return on Equity (Eigenkapitalrendite)
- TTM .. Trailing Twelve Months
- WACC... Weighted Average Cost of Capital



Quellen

- <https://www.vonovia.de>
- http://investoren.vonovia.de/download/companies/deutscheanningtonimmo/Presentations/VNA_FY2017_EarningsCall.pdf
- <http://www.manager-magazin.de/unternehmen/artikel/a-886227.html>
- <https://www.boerse.de/nachrichten/Vonovia-erhoeht-nach-Buwog-Uebernahme-Gewinnziel/7900494>
- <http://www.handelsblatt.com/finanzen/immobilien/immobilienmarkt-vonovia-kann-konkurrenten-buwog-uebernehmen/21063500.html>
- <https://www.f-und-b.de/beitrag/fb-mietspiegelindex-2016-veroeffentlicht.html>
- <https://www.private-banking-magazin.de/weiteres-ressort-fuer-helene-von-roeder-juergen-fitschen-uebernimmt-aufsichtsratsvorsitz-bei-vonovia/>
- http://www.kleinezeitung.at/wirtschaft/5396799/Uebernahme-durch-Vonovia_Was-der-BuwogDeal-fuer-Mieter-bedeutet
- <https://www.mieterbund.de/startseite/news/article/39802-vonovia-hauptversammlung-2017.html?cHash=c042b8218cba3fd35a038cdc3836955a>
- <https://www.mieterbund-nrw.de/startseite/news-details/deutscher-mieterbund-nrw-kritisiert-grossvermieter/>
- <https://www.tag-ag.com/>
- <https://www.deutsche-wohnen.com/>
- <https://www.leg-wohnen.de/>
- <http://grandcityproperties.com/de/>
- Finanzen.net
- Morningstar.com
- Ariva.de (historische Kurse)
- Wikipedia
- pixabay.com (Fotos)

