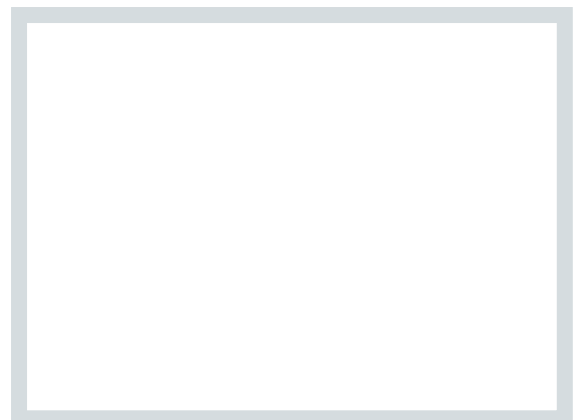
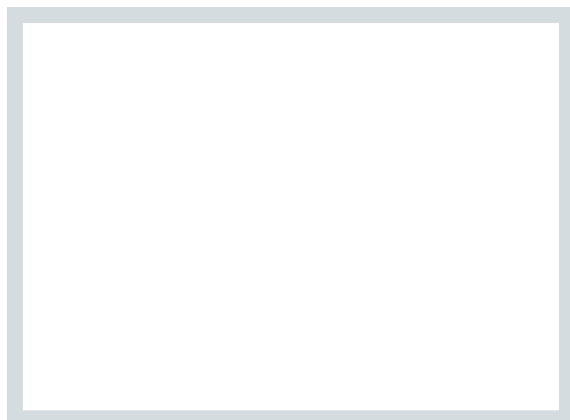


Marktdaten im Überblick	2
.....	2
Unternehmenskommentare	3
Vonovia SE.....	3
Rechtliche Hinweise	5



Marktdaten im Überblick

	Schlusskurs	Vortag	Änderung
Deutschland			
DAX	25.374,26	25.410,63	-0,14%
MDAX	31.027,47	31.215,77	-0,60%
TecDAX	3.986,15	4.011,82	-0,64%
Bund-Future	120,24	120,28	-0,03%
10j. Bund in %	3,55	3,56	-0,01
3M-Zins in %	2,62	2,61	0,01
Europa			
Euro Stoxx 50	6.300,11	6.299,82	0,00%
FTSE 100	10.721,31	10.705,26	0,15%
SMI	13.927,11	13.921,72	0,04%
Welt			
Dow Jones	51.511,59	51.863,69	-0,68%
Nasdaq	26.936,04	27.244,28	-1,13%
Nikkei	65.513,99	65.018,95	0,76%
Rohstoffe und Devisen			
Gold (US-Dollar je Feinunze)	4.283,58	4.287,65	-0,09%
Brent-Öl (US-Dollar je Barrel)	119,86	116,45	2,92%
Euro in US-Dollar	1,1397	1,1382	0,13%



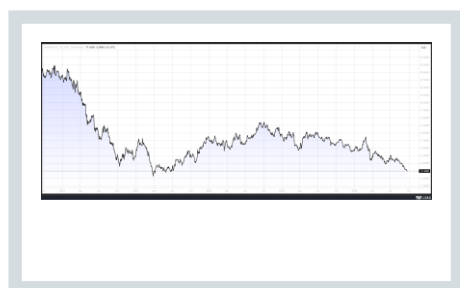
Unternehmenskommentare

Vonovia SE

Kaufen (Kaufen)

Kurs am	23.09.26 um 17:35 h:	17,34 EUR
Kursziel:		26,00 EUR
Erstellung abgeschlossen		24.09.2026/11:00
Erstmals weitergegeben		24.09.2026/11:30
Marktkap.:		14,69 Mrd. EUR
Branche:		Immobilien
Land:		Deutschland
WKN:		A1ML7J
Reuters:		/VNAn.DE

Kennzahlen	12/25	12/26e	12/27e
Gewinn	2,22	1,87	1,97
Kurs/Gewinn	9,5	9,2	8,8
Dividende	1,26	1,28	1,33
Div.-Rendite	5,9%	7,4%	7,7%
Kurs/Umsatz	3,8	3,3	3,1
Kurs/EBIT	5,7	4,7	4,6



Performance	3 Mon.	6 Mon.	12 Mon.
Absolut	-16,9%	-17,5%	-34,1%
Relativ z. DAX	-18,6%	-26,1%	-38,3%

Erstempfehlung 07.07.2015

:

Historie der Umstufungen (12 Monate): -

Anlass: Vergesellschaftungsdebatte und Zinsanstieg belasten

Einschätzung:

Der Wahlsieg der Partei „Die Linke“ zur Abgeordnetenhauswahl in Berlin sorgt für Verunsicherung im Immobiliensektor, denn die Wahlsiegerin Elif Eralp hatte die Wahl vor allem dadurch gewonnen, weil sie das Thema Wohnen fokussiert hatte. Dabei will sie u.a. große Wohnungskonzerne vergesellschaften. Die Linke könnten mit den Grünen, die Mietkontrollen unterstützen und auch der Vergesellschaftung offen gegenüberstehen, sowie der SPD eine Koalition bilden, wobei die SPD Enteignungen bisher klar ablehnt. Möglich wäre auch ein Bündnis aus CDU, SPD und Grünen, das eine kleine Mehrheit im Abgeordnetenhaus hätte. Dann wären Enteignungen vom Tisch. Politisches Momentum und Programme deuten aber eher auf ein Linksbündnis. Entscheidend dürfte die SPD sein. Ihre Unterstützung ist notwendig für eine linke Koalition und sie trägt die Enteignungsagenda bisher nicht mit. In Koalitionsverhandlungen könnte die Linke zu einer weicheren Linie - ohne Enteignungen - gebracht werden. Aber ob es tatsächlich zu einer Linke-Grüne-SPD-Regierung kommt, ist sehr unsicher. Zudem sprach sich in einer Nachwahlumfrage am Sonntag eine Mehrheit der Berlinerinnen und Berliner dagegen aus, private Wohnungsunternehmen zu enteignen und sie dafür zu entschädigen. 51% lehnten dies ab, 37% befürworteten es. Es gibt weitere Fragezeichen, ob es in Berlin tatsächlich zu Enteignungen kommen wird. So ist fraglich, ob diese rechtlich zulässig sind und wie die Enteignungen bezahlt bzw. finanziert werden sollen. Der Berliner Rechnungshof hatte das Projekt als unverhältnismäßig bezeichnet, da es den Berliner Haushalt belastet und keinen neuen Wohnraum schafft.

Im Vorfeld der Berlin-Wahl hatte die Bundesregierung im Juli angekündigt, per Bundesgesetz zu regeln, dass die Verstaatlichung privater Mietwohnungsbestände durch Vergesellschaftungsgesetze auf Landesebene zukünftig nicht mehr möglich sein soll. Immobiliengesetze in Deutschland sind im wesentlichen Bundessache. So wurde etwa der Berliner Mietendeckel im Jahr 2021 vom Bundesverfassungsgericht gekippt. Mit dem Gesetz will Kanzler Merz klarstellen, dass es in Deutschland keine Enteignungen gibt und dass weiter investiert werden kann, denn ohne Investitionen entstehen keine neuen Wohnungen.

Fortsetzung folgte nächste Seite!

Berlin ist für Vonovia nach der Übernahme von Deutsche Wohnen die wichtigste Region. Vonovia besitzt dort 138.200 Wohnungen mit einem Verkehrswert von 23,53 Milliarden €. Bei einem Selbstbehalt von 3.000 Wohnungen wären dann rund 135.000 Wohnungen betroffen. Unter der Annahme, dass die 3.000 Wohnungen dem Berliner Durchschnitt entsprechen, entfielen auf den betroffenen Bestand ein Verkehrswert von rund 22,74 Milliarden € und entspricht damit rund 25% der insgesamt etwa 528.000 Wohnungen des Konzerns. Die Durchschnittsmiete beträgt 8,26 €/m² und die Neuvertragsmiete liegt bei relativ moderaten 10,80 €/m².

Das Damoklesschwert der Vergesellschaftungsdebatte lastete bereits auf dem Aktienkurs, obwohl es unsicher ist, ob es dazu tatsächlich kommen wird. Gleichwohl könnten Berliner Wohnimmobilienunternehmen durch andere Vorgaben getroffen werden - etwa durch neue Mietpreismechanismen und eine stärkere Regulierung. Diese Unsicherheiten werden fortbestehen.

Zinsanstieg belastet

Trotz positiver Fundamentaldaten (siehe Kommentierung der Halbjahreszahlen) bleibt die Aktienkursentwicklung (YTD -29%) enttäuschend. Neben der Vergesellschaftungsdebatte in Berlin belastet hier vor allem der Anstieg der Anleiherenditen zinsensensible Immobilienaktien, u.a. da er Refinanzierungen verteuert und Anleihen attraktiver macht. So stieg die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen aufgrund von Inflationsängsten und EZB-Zinserhöhungen seit Jahresbeginn von 2,85% auf 3,51%. Vonovia kann sich problemlos refinanzieren (Begebung einer Wandelanleihe im Mai), der durchschnittliche Refinanzierungssatz liegt bei 2,1%! Dieser wird zukünftig steigen, doch sehen wir das Unternehmen finanziell gut aufgestellt. Die Aktienkursentwicklung der Immobilienaktien hängt sehr stark an der Zinsentwicklung. Sinken dort die Renditen, steigen Immobilienaktien und umgekehrt.

Trotz Vergesellschaftungsdebatte und Zinsanstieg ist die Vonovia-Aktie u.E. für mittelfristig orientierte Anleger ein attraktives Investment. Entsprechend halten wir die Unterbewertung (62%-Abschlag ggü. dem Vermögenswert) der Aktie weiterhin für zu hoch. Nach dem Kursrückgang bietet die Aktie zudem eine attraktive Dividendenrendite. Trotz bestehender Unsicherheiten bestätigen wir unsere Kauf-Empfehlung, reduzieren jedoch das Kursziel von 32,00 € auf 26.00€. Die Aktienkursentwicklung dürfte vorerst von der Entwicklung der Anleiherenditen und Vergesellschaftungsneugigkeiten bestimmt bleiben!

Analyst: Markus Glockenmeier, CFA
Tel. +49 201 8115-565
markus.glockenmeier@national-bank.de

Rechtliche Hinweise: WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN !

Die in dieser Ausgabe enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsen-Zeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswire, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt) die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Diese Ausgabe stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und selbständige Anlageentscheidung zu bieten. Die Meinungsäußerungen der Autoren geben deren aktuelle Einschätzung wieder, die sich ohne Ankündigung ändern kann, und stimmen nicht notwendigerweise mit der Auffassung der NATIONAL-BANK AG überein. Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für eine vergleichbare künftige Entwicklung. Die NATIONAL-BANK AG übernimmt keinerlei Haftung für den Fall der Verwendung der veröffentlichten Informationen oder deren Inhalt.

Aufsichtsbehörde:

Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn.

Mögliche Interessenkonflikte:

Diese Ausgabe wurde in Übereinstimmung mit den internen Regeln der NATIONAL-BANK AG zum Umgang von möglichen Interessenkonflikten erstellt. Danach sind in einer Anlageempfehlung - falls zutreffend - mögliche Interessenkonflikte der NATIONAL-BANK AG zur Information der Anleger offenzulegen. Im Einzelnen sind dies folgende Umstände:

- 1) Die NATIONAL-BANK, der Verfasser einer Anlageempfehlung, eine an der Erstellung beteiligte Personen oder eine solche, die vor der Weitergabe Zugang zu der Empfehlung hatte,
 - a) hält Anteile von mehr als 5% des gesamten emittierten Aktienkapitals oder
 - b) ist im Besitz einer Nettoverkaufs- oder Kaufposition, welche die Schwelle von 0,5% des gesamten Aktienkapitals des Emittenten überschreitet und die nach Art. 3 der Verordnung (EU) Nr. 236/2012 und den Kapiteln III und IV der Delegierten Verordnung (EU) Nr. 918/2012 berechnet wurde.
- 2) Die NATIONAL-BANK AG war in den vergangenen zwölf Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten der bewerteten Gesellschaft federführend oder mitführend beteiligt.
- 3) Die NATIONAL-BANK hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erbringung von Wertpapierdienstleistungen gemäß Anhang I Abschnitte A und B der Richtlinie 2014/65/EU getroffen.
- 4) Die NATIONAL-BANK AG hat mit dem Emittenten eine Vereinbarung über die Erstellung von Anlageempfehlungen getroffen.

Die Überwachung der korrekten Handhabung möglicher Interessenkonflikte obliegt dem Compliance Beauftragten der NATIONAL-BANK AG.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Discounted-Cash-Flow-Methode (DCF-Methode), Peer-Group-Analyse) verwandt. In der DCF-Methode wird der Ertragswert der Emittenten berechnet, der die Summe der abgezinsten Unternehmenserfolge, d.h. des Barwertes der zukünftigen Nettoausschüttungen des Emittenten, darstellt. Der Ertragswert wird somit durch die erwarteten künftigen Unternehmenserfolge und durch den angewandten Kapitalisierungszinsfuß bestimmt. In der Peer-Group-Analyse werden an der Börse notierte Emittenten durch den Vergleich von Verhältnisskennzahlen (z.B. Kurs-/Gewinnverhältnis, Kurs-/Buchwert-Verhältnis, Enterprise Value/Umsatz, Enterprise Value/EBITDA, Enterprise Value/EBIT) bewertet. Die Vergleichbarkeit der Verhältnisskennzahlen wird in erster Linie durch die Geschäftstätigkeit und die wirtschaftlichen Aussichten bestimmt.

Bei der Einstufung von Anlageempfehlungen stellen die Analysten (gültig ab 01.07.2020) auf den von ihnen erwarteten Gesamtertrag (Kursentwicklung zzgl. Dividendenzahlung(en)) des bewerteten Finanzinstruments des folgenden 12-Monatszeitraums ab. Dabei bedeutet die Einstufung "Kaufen", dass ein Gesamtertrag von mindestens 10% erwartet wird. Die Einstufung "Halten" bedeutet, dass ein Gesamtertrag von 0% bis 10% erwartet wird. Die Einstufung "Verkaufen" bedeutet, dass ein negativer Gesamtertrag erwartet wird. Weitere Informationen zu den geschützten Bewertungsmodellen finden sich auf der Homepage der NATIONAL-BANK AG unter

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/Kapitalmarkt/Verordnung_2016-958.pdf

sowie eine Übersicht der Empfehlungen unter

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/Kapitalmarkt/Uebersicht_Empfehlungen.pdf.

Sensitivität der Bewertungsparameter

Die zur Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen aus der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalabflussberechnung und Bilanz sind datumsbezogene Schätzungen und somit mit Risiken behaftet. Diese können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Unabhängig von der verwendeten Bewertungsmethode besteht ein deutliches Risiko, dass das Kursziel nicht innerhalb des erwarteten Zeitrahmens erreicht wird. Zu den Risiken gehören unvorhergesehene Änderungen im Hinblick auf den Wettbewerbsdruck oder bei der Nachfrage nach den Produkten eines Emittenten. Solche Nachfrageschwankungen können sich durch Veränderungen technologischer Art, der gesamtkonjunkturellen Aktivität oder in einigen Fällen durch Änderungen bei gesellschaftlichen Wertvorstellungen ergeben. Veränderungen im Steuerrecht, beim Wechselkurs und, in bestimmten Branchen, auch bei Regulierungen können sich gleichfalls auf die Bewertung auswirken. Diese Erörterung von Bewertungsmethoden und Risikofaktoren erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Zeitliche Bedingungen vorgesehener Aktualisierungen:

Es existiert keine zeitliche Bedingung für die Aktualisierungen einer Anlageempfehlung, da diese laufend überprüft wird. Ein Datum oder eine Frequenz für eine Aktualisierung der Anlageempfehlungen kann daher nicht angegeben werden. Falls eine zeitliche Bedingung vorgesehener Aktualisierungen einer Anlageempfehlung existiert bzw. eine Änderung bereits angekündigter derartiger Bedingungen eintritt, so wird dies in der Anlageempfehlung genannt.

Beschreibung der organisatorischen internen Regelungen zur Vermeidung von Interessenkonflikten und eine Angabe zur Vergütungspolitik

Die Informationen können auf der Homepage der NATIONAL-BANK AG abgerufen werden:

https://www.national-bank.de/fileadmin/user_upload/Kapitalmarkt/Verordnung_2016-958.pdf.