

## Aktie im Fokus März 2024

### Ryman Healthcare – Attraktiver „Fallen Angel“ oder doch „Value Trap“?

#### Zwischen Himmel und Hölle

Als „Fallen Angel“ werden an der Börse Unternehmen bezeichnet, welche in der Vergangenheit gute operative Ergebnisse lieferten und sich lange großer Beliebtheit erfreuten, derzeit jedoch mit ihren Geschäftszahlen enttäuschen und von Investoren daher verkauft bzw. gemieden werden. Sollten sich Sentiment und negative Geschäftsentwicklung als vorübergehend erweisen und schafft ein Unternehmen es, wieder an vergangenen Erfolge anzuknüpfen, bietet ein Fallen Angel potenziell hohe Renditen für Value Investoren. Doch Vorsicht, erweisen sich die Probleme als strukturell und anhaltend, wirkt die Bewertung des Unternehmens nur optisch günstig & Anleger laufen Gefahr in die Value Trap (dt. Wertefalle) zu tappen. Einen attraktiven Fallen Angel von einer Value Trap zu unterscheiden, benötigt eine detaillierte Analyse und selbst dann ist der Grad zwischen beiden häufig schmal. Ein solcher Fall ist derzeit unser Portfoliounternehmen Ryman Healthcare, welches Mitte Februar mit seiner reduzierten Gewinnprognose erneut die Investoren verschreckte. Sind die guten Zeiten des Unternehmens endgültig vorbei?

Perspektive Asset Management AG  
Feringastrasse 7A  
85774 Unterföhring



Patrick Petermeier, CIIA  
Fondsmanager  
p.petermeier@perspektive-ag.com



Grafik 1: Kursverlauf Ryman Healthcare Januar 2005 bis Februar 2024, in NZD, Quelle: TIKR.com

#### Ein Unternehmen im Umbruch

Ryman schrieb in Neuseeland eine beeindruckende Erfolgsgeschichte. In den Jahren 2005 bis 2023 konnte das Unternehmen sein Eigenkapital um jährlich mehr als 18% steigern. Dies gelang nicht nur auf Grund einer hohen Nachfrage nach Alterswohnsitzen, steigende Immobilienpreise sorgen für beste Rahmenbedingungen. Mit dem Ausbruch der COVID-19 Pandemie begannen jedoch die Schwierigkeiten. Steigende Bau- und Pflegekosten, fallende Immobilienpreise und höhere Zinsaufwendungen belasteten Ryman und die gesamte Branche. Der vergangene Erfolg führte bei Ryman zu einem sorglosen Umgang in Sachen Verschuldung und zwang das Unternehmen nun zu einer Kapitalerhöhung, die aus Timing-Sicht nicht hätte schlechter sein können. Neue Aktien konnten zu NZD5 bezogen werden, das All-Time-High liegt bei etwa mehr als NZD16.

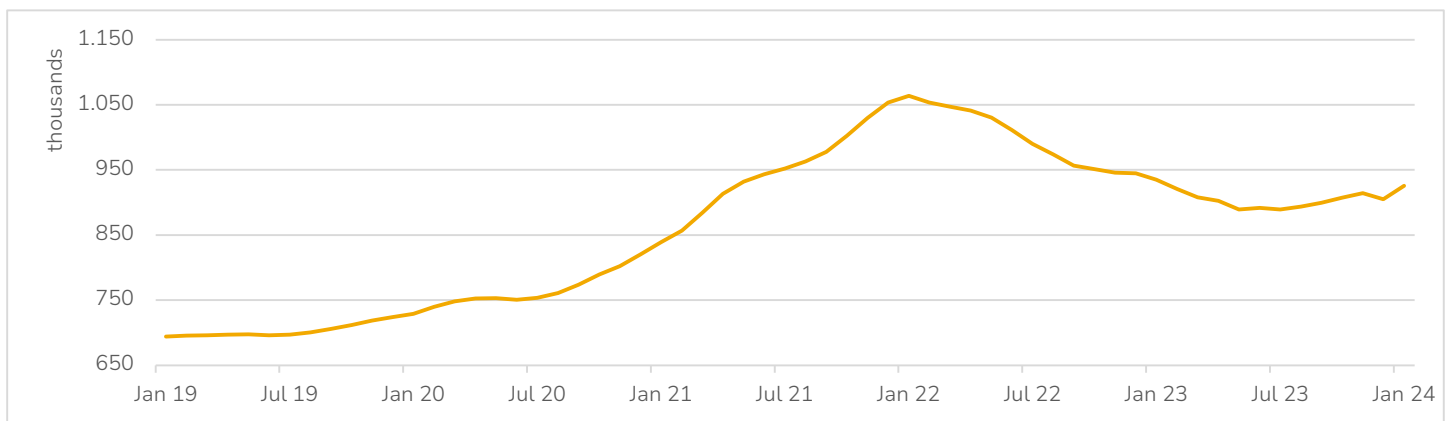
Die undankbare Aufgabe der Kapitalerhöhung fiel dem neuen CEO Richard Umbers zu, der im Jahr 2021 das Ruder bei Ryman übernahm. Unter ihm änderte sich auch die Strategie des Unternehmens. Während man früher Wachstum um jeden Preis verfolgte, setzt man heute auf eine mäßiger Verschuldung und einen positiven Freien Cash Flow. Zu diesem Zweck strich Umbers die Dividende, verkaufte Immobilien, pausierte manche Bauprojekte und rückte operative Effizienz und Kosten stärker in den Fokus. Dabei nimmt er geringere Wachstumsraten zu Gunsten künftiger Profitabilität in Kauf.

Dass dieser Wandel Zeit benötigt, zeigt die Prognosesenkung am 19.02. diesen Jahres. Doch viel mehr macht sie deutlich, dass Bemühungen allein nicht reichen werden. Die Rahmenbedingungen müssen stimmen. Wie ist es um diese bestellt?

### Rahmenbedingungen

Ein wesentlicher Einflussfaktor ist die Immobilienpreisentwicklung in Neuseeland und (in einem geringeren Umfang) in Australien. Zwar ist die Korrelation zwischen Immobilienpreisen und den Preisen der Wohnrechte für Alterswohnsitze unserer Einschätzung nach gering, jedoch setzen neue Bewohner häufig erst durch den Verkauf ihrer Wohnimmobilie Kapital zum Erwerb der ORAs frei. Können oder wollen sie ihre Immobilie jedoch nicht verkaufen, weil sie zum Beispiel keinen Preis erzielen können, der ihren Vorstellungen entspricht, wirkt sich dies demnach nachteilig auf die Nachfrage nach Alterswohnsitzen aus.

Nach etwa 1 ½ Jahren starker Preisrückgänge, scheint sich der Immobilienmarkt in Neuseeland derzeit zu stabilisieren (siehe Grafik 2). Seit dem Sommer 2023 erholen sich die Preise langsam aber stetig, insbesondere in den Ballungszentren, wie beispielsweise Auckland, Christchurch und Wellington.



Grafik 2: Real Estate Price Index New Zealand, Quelle: Quotable Value

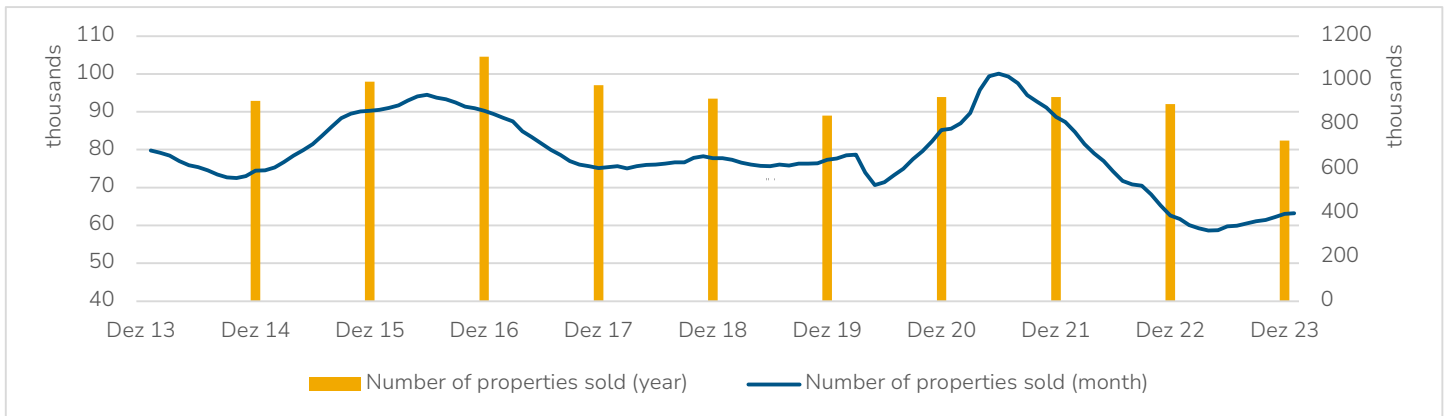
Die Stabilisierung spiegelt sich auch in der Anzahl verkaufter Wohnimmobilien wieder (siehe Grafik 3 auf Seite 3). Nachdem diese in der Spitze um etwa 60% einbrachen, zeigt sich auch hier eine Stabilisierung auf niedrigem Niveau. Seit Sommer 2023 erholen sich die Verkäufe langsam, befinden sich jedoch noch deutlich unter den Ständen der Vorjahre. Gestützt wird die Erholung durch Lohnerhöhungen, welche über der offiziellen Inflationsrate liegen. In Verbindung mit den stark gefallen Preisen, werden Immobilien somit wieder deutlich erschwinglicher. Derzeit müssen Immobilienkäufer etwa das 7-fache ihres Jahreseinkommens (Annahme: 20-jährige Hypothek, 20% Eigenkapital) für den Kauf einer Immobilie aufwenden (Grafik 4 und 5 auf Seite 3). Eine anhaltende Verbesserung der finanziellen Ausstattung potenzieller Käufer (zum Beispiel über sinkende Hypothekenzinsen) könnte in den kommenden Monaten zu erhöhter Nachfrage führen, die auf ein (noch) beschränktes Angebot trifft und so zu weiteren Immobilienpreissteigerungen trifft.

#### Unsere Fondslösungen:

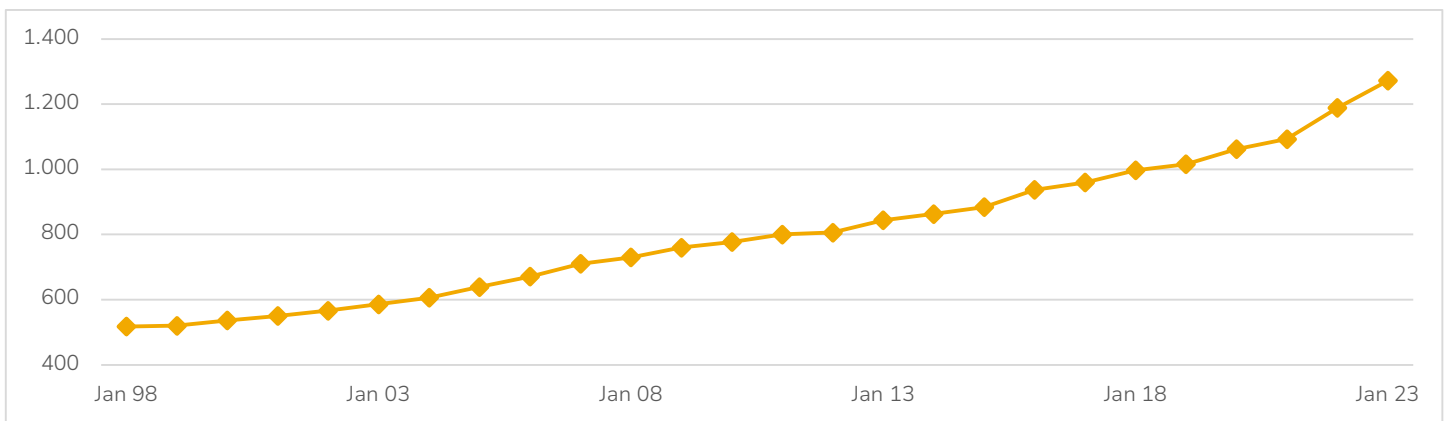
[Perspektive OVID Equity ESG Fonds](#)  
DE000A2DHTY3  
DE 000A2ATBG9

[Sustianable Smaller Companies ESG Fund](#)  
DE000A2QDRX0  
DE000A2QDRY8

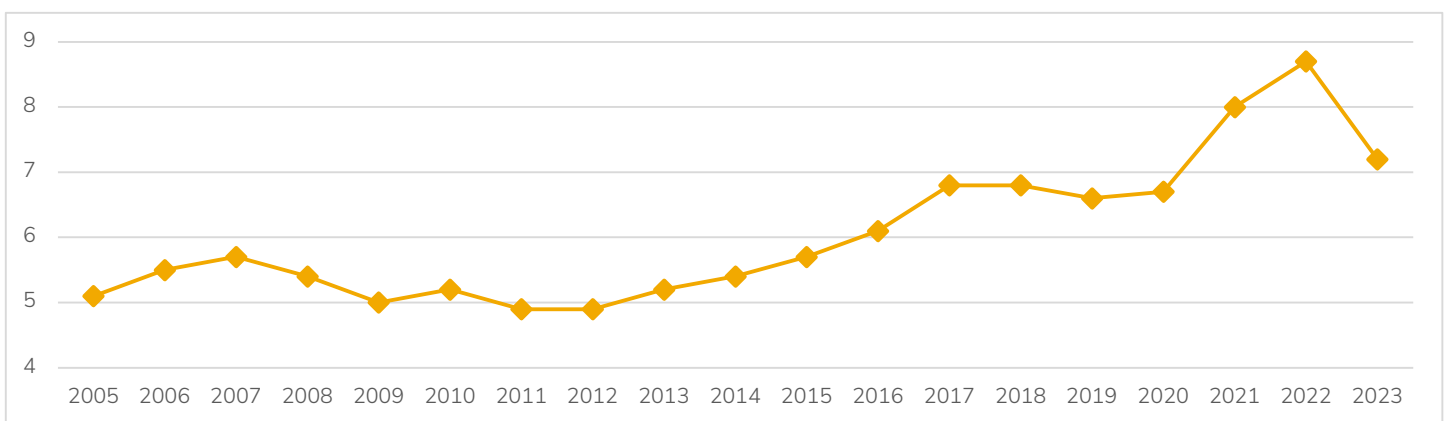
Nachfrageerhöhend wirkt zudem die Zahl an Einwanderungen, die mit 126.000 Menschen im vergangenen Jahr ein Rekordhoch erreichte. Auch die Baukosteninflation treibt die Preise weiter an. Während die annualisierte Preissteigerung Ende 2022 noch bei mehr als 10% lag, ging sie zuletzt zwar auf etwa 3,4% zurück (der 10-jahres Durchschnitt liegt bei etwa 4,5%), bleibt aber weiter Preistreiber. Hierfür sorgt auch ein neuer Isolierungsstandard, der für etwa 3% bis 5% Preissteigerung verantwortlich sein sollte. In den kommenden Monaten rechnen Ökonomen mit weiteren, aber geringen Preissteigerungen.



Grafik 3: Number of properties sold, Quelle: Opes Partners



Grafik 4: Mean weekly earnings from wages and salaries, Quelle: govt.nz stats

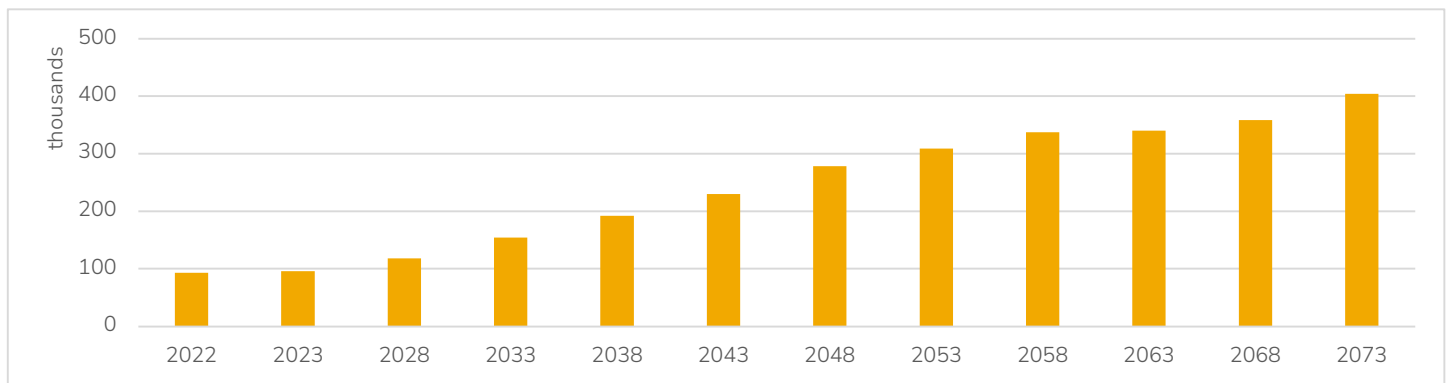


Grafik 5: Housing affordability index, Quelle: Infometrics

Auf Grund der genannten Faktoren rechnen Volkswirte derzeit mit einer sich fortsetzenden Erholung des neuseeländischen Immobilienmarktes. Im Jahr 2024 sollen die Preise mit zwischen 5% und 8% steigen. Für das Jahr 2025 soll das Tempo der Erholung weiter anziehen.

Ein weiterer wesentlicher Faktor für die gesamte Branche ist die Vergütung der Pflegeleistungen. Diese wird in Neuseeland nicht von den Pflegebedürftigen oder deren Angehörigen selbst, sondern von der Regierung übernommen und beträgt je nach Pflegegrad

zwischen NZD177 und NZD317. Nachdem die Kosten, jedoch nicht die Vergütungssätze, in den vergangenen Jahren stark gestiegen sind, verlieren Pflegedienstleister derzeit im Durchschnitt etwa NZD11 pro Tag pro Pflegebedürftigen. Konnte Ryman früher seine gesamten operativen Kosten durch die Pflegevergütung decken, sind es heute nur noch etwa 85%. Daher reduziert nicht nur die Branche die Kapazität an Pflegebetten, auch Ryman plant bei neuen Projekten mit deutlich weniger Plätzen als bisher. Das Defizit sollte in Zukunft noch größer werden. Innerhalb der nächsten 25 Jahre wird sich die Zahl der 85+ Jährigen etwa verdreifachen (siehe Grafik 6). Allein bis zum Jahr 2030 sollen 13.200 weitere Pflegebetten benötigt werden. Zum Vergleich: Derzeit verfügt Neuseeland über etwas mehr als 40.000 Betten.



Grafik 6: National population projections, population aged 85+ years, Quelle: govt.nz stats

Dass das System an seine Grenzen stößt, scheint nun jedoch auch in der Politik angekommen zu sein. Durch medienwirksame Kampagnen ist das Thema immer öfter Teil der politischen Diskussionen. Auch die Ende 2023 gewählte Regierung kündigte an, sich der Problematik anzunehmen. Inwiefern mit schnellen Ergebnissen zu rechnen ist, bleibt jedoch abzuwarten. Früher oder später werden die Regulatoren jedoch handeln müssen.

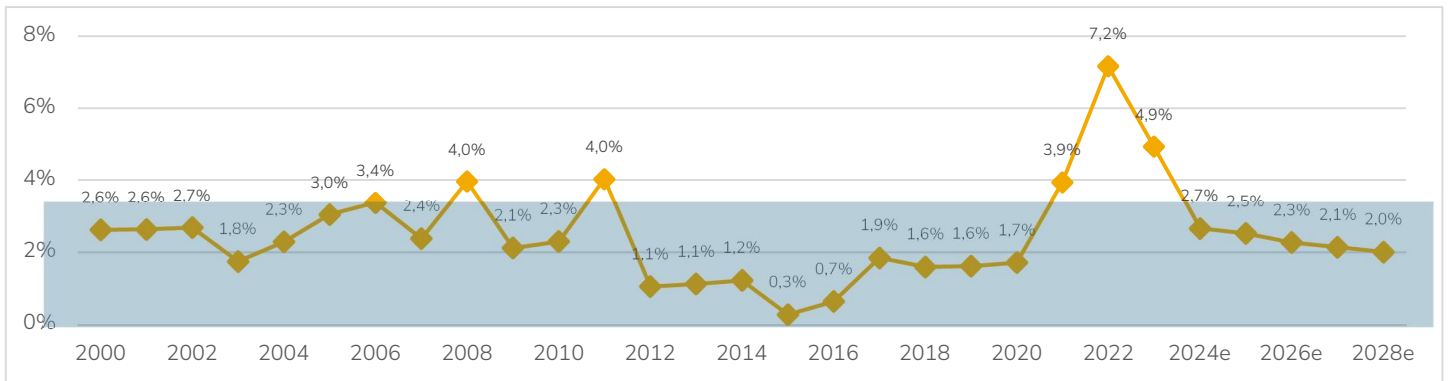
Doch auch wenn sich der Immobilienmarkt in den vergangenen Monaten stabilisieren konnte und die Hoffnung auf höhere Pflegevergütungen begründet erscheint, sind Ryman und die Branche längst nicht über den Berg.

### Erholung auf wackligen Füßen

Kurz- und mittelfristig sollten vor allem Inflations- und Zinsentwicklung potenziell negativ überraschen können. Trotz starker Leitzinserhöhungen zeigt sich die Inflationsrate in Neuseeland im Vergleich zu anderen Ländern mit etwa 4,9% hartnäckig (siehe Grafiken 7 und 8) und liegt deutlich über dem, von der Zentralbank anvisierten, Zielkorridor von 0% bis 3%.



Grafik 7: Entwicklung Leitzins Neuseeland 2006 bis Januar 2024



Grafik 8: Inflation Neuseeland 2000 bis 2008 (erwartet)

Zwar rechnen viele Ökonomen mit einer deutlich sinkenden Inflationsrate in den kommenden Jahren, es mehren sich jedoch auch Stimmen, die weitere restriktive geldpolitische Maßnahmen für notwendig halten. Auch die Notenbank selbst erklärte zu Beginn des Jahres, dass der Kampf gegen die Inflation noch lange nicht gewonnen sei und deutete an, dass Zinssenkungen weiterhin bis zum Jahr 2025 ausgeschlossen sind, unter anderem weil Verbraucher und Hypothekeneinhaber die gestiegenen Kreditkosten gut verkraften. Deutet sich hier vielleicht sogar eine weitere Zinserhöhung an?

Auch aus regulatorischer Sicht droht der Branche weiteres Ungemach. Die Regierung verschafft sich nicht nur einen Überblick, über den Notstand an Pflegebetten und die Pflegevergütung, sondern auch über die Geschäftspraktiken der „Retirement Village Operators“. In der Kritik, vor allem seitens des Bewohnerverbandes, stehen immer wieder bestimmte Teile der AGBs und manche Gebühren. Insbesondere die fehlende Partizipation der Bewohner an der Wertsteigerung der Immobilien werden häufig hervorgehoben. Wir halten eine wirklich einschneidende Regulierung jedoch für unwahrscheinlich. Zum einen erscheinen einige der Kritikpunkte absurd<sup>1</sup>, zum anderen würde der Gesetzgeber den Druck auf eine gesellschaftlich wichtig, aber kriselnde Branche noch weiter erhöhen. Es wäre jedoch nicht das erste Mal, dass eine Regierung irrational handelt und kontraproduktive Entscheidungen trifft...

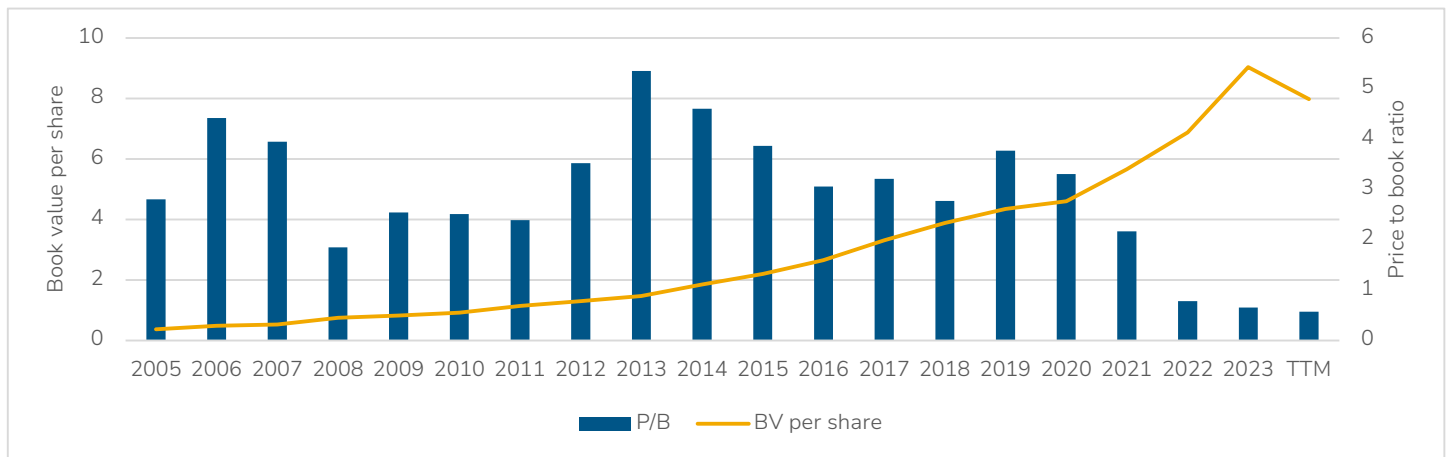
### Kurzfristige Probleme, aber langfristige Chancen

Unserer Ansicht nach ist das Geschäftsmodell Ryman weiterhin solide. Das Unternehmen generiert nicht nur Wertschöpfung für seine Kapitalgeber (derzeit wohl überwiegend für die Fremdkapitalgeber), sondern auch für die Gesellschaft, in dem es eine in Neuseeland unverzichtbare und vielfach ausgezeichnete Leistung erbringt. Die Bilanz des Unternehmens ist durch die Kapitalerhöhung wieder gestärkt und belastbar. Der Kapitaldienst und die Refinanzierung sollten in den kommenden Jahren nicht gefährdet sein, was auch auf die Initiativen des CEOs Richard Umbers zurückzuführen ist, der das Unternehmen neu und vor allem sinnvoll ausgerichtet hat. Der Fokus auf den Free Cash Flow sollten die Bilanz weiter stärken und in Zukunft Spielraum für Mittelrückflüsse an die Eigenkapitalgeber schaffen.

Wir halten die aktuellen Probleme weitestgehend für branchenweit und weniger für unternehmensspezifisch, was auch aus Geschäftsberichten und Gesprächen mit Wettbewerbern hervorgeht. Nichtsdestotrotz leidet Ryman als Marktführer, dessen vergangenes Wachstum in Verbindung mit hoher Verschuldung sich nun rächt, besonders. Die Stabilisierung des Immobilienmarktes und das Rational notwendiger Pflegeplätze und steigendem Wohnraumbedarfs sprechen jedoch nicht für anhaltende Probleme. Wir sehen viele Belastungsfaktoren eher zyklischer Natur und erwarten, dass sich der Gegenwind mittelfristig in Rückenwind verwandeln wird. Wann dieser einsetzt und welche Windstärke er erreicht bleibt abzuwarten.

<sup>1</sup> Wenn Preissteigerungen geteilt werden, gilt dies dann ebenso für Verluste? Trägt der Bewohner dann auch Instandhaltungskosten? Oder wünscht man sich hier ein asymmetrisches Risikoprofil? Es handelt sich zudem nicht um Wertgewinne aus Immobilien, sondern um höhere ORA-Preise.

Aus fundamentaler Sicht ist Ryman historisch günstig. Die blauen Säulen der Grafik 9 zeigen Rymans Kurs-Buchwert-Verhältnis im Zeitablauf. Derzeit notiert die Aktie mit einem Abschlag von 50% auf ihr Eigenkapital. Der Durchschnitt der vergangenen 18 Jahre liegt bei 2,9!



Grafik 9: Eigenkapitalentwicklung und Kurs-Buchwert-Verhältnis Ryman

Selbstverständlich ist es rational, dass der Markt Eigenkapital einen geringeren Wert zuspricht, wenn die Rendite auf dieses fällt. Kann Ryman jedoch gestärkt aus der Krise hervorgehen und nur ansatzweise zu Renditen und Eigenkapitalwachstum der letzten Jahre zurückkehren, sollte die Aktie derzeit zu einem Discount von 50% bis 75% gehandelt werden. Nun besteht natürlich das Risiko, dass die Immobilien des Unternehmens einen niedrigeren Marktwert aufweisen als in der Bilanz dargestellt. Ryman lässt seine Immobilien halbjährlich durch den unabhängigen Gutachter CBRE Limited bewerten. Dieser verwendet im Rahmen der Wertermittlung Diskontierungssätze zwischen 12,0% und 16,5% (Wettbewerber bewerten ähnlich). Zum Vergleich: Deutsche Wohnungsbaugesellschaften wie Vonovia oder Deutsche Wohnen diskontieren im Geschäftsjahr 2022 mit Sätzen zwischen 4% und 5%. Dass die Immobilien signifikant überwertet wären, halten wir daher für unwahrscheinlich.

In Summe halten wir Ryman für einen attraktiv bewerteten Fallen Angel, dessen Flügel verstaucht sind, aber lange nicht gebrochen. Ob die hervorragenden Flugverhältnisse der vergangenen Jahre auch in Zukunft nochmals vorherrschen, steht in den Sternen. Dass jeder Zyklus einmal endet, hingegen nicht. Bis jedoch ein neuer beginnt, brauchen Investoren noch starke Nerven und viel Geduld.

#### Disclaimer

*Dies ist eine Werbemitteilung im Sinne des WpHG. In diesem Dokument enthaltene Informationen stellen keine Anlageberatung dar, sondern geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Merkmale des Fonds. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter. Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf oder infolge von gesetzlichen Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Die Wesentlichen Anlegerinformationen sind abrufbar unter: [www.hansainvest.de](http://www.hansainvest.de). Dieses Dokument ist nur für Informationszwecke bestimmt und gilt nicht als Angebot für den Kauf oder Verkauf des Fonds. Der Fonds darf weder direkt noch indirekt in den USA vertrieben noch an US-Personen verkauft werden.*