

Immobilienaktien stehen vor dem Härtetest

Risikofaktor Zinsanstieg – Überkapazität an Büroflächen –

Korrektur zum Kauf nutzen – Bisherige Dividenden sind gesichert

Von Konrad Koch

Immobilien sind ein Zinsdifferenzgeschäft: Die Nettorendite aus den Liegenschaften muss höher sein als die Kapitalkosten. Zinsdifferenzüberlegungen stellen auch die Investoren an. Die Rendite aus Immobilien – ob im Eigenbesitz oder indirekt über Immobilienaktien und Fondsanteile gehalten – muss besser sein als aus anderen Anlagen. Steigen die Zinsen, fliesst Kapital aus den Immobilien ab. Eine Korrektur der hoch bewerteten Schweizer Immobilienaktien und Liegenschaftsfonds, beide Kategorien werden mit einem durchschnittlichen Aufpreis von 25% zum Buch- bzw. Inventarwert gehandelt (vgl. Tabellen), ist eine Frage der Zeit.

Das ist aber nur die Risikoseite. Ist der Zinsanstieg mit einem Wirtschaftsaufschwung verbunden, verbessert sich der Ertrag der Immoesellschaften. Sie investieren im Gegensatz zu den Immobilienfonds vor allem in Büros, Detailhandels- und Logistikbauten und weniger in Mietwohnungen. Gewerbemieten können einfacher erhöht werden als Wohnungsmieten.

Hartnäckig hoher Leerstand

Der Wirtschaftsaufschwung zeigt erste Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt und damit auf den Flächenbedarf der Unternehmen. Das Zürcher Immobilienberatungsbüro Wüest & Partner belegt in der jüngsten Marktstudie (vgl. FuW Nr. 32 vom 26. April), dass die Nachfrage anzieht. Das Arbeitsplatzwachstum reicht aber noch nicht aus, den Angebotsüberhang abzubauen. Dieses Jahr werden zusätzlich 500 000 Quadratmeter auf den bereits mit 5 Mio. Quadratmetern ungenutzter Bürofläche belasteten Markt kommen. Dass die Preise nicht unter Druck geraten, liegt an

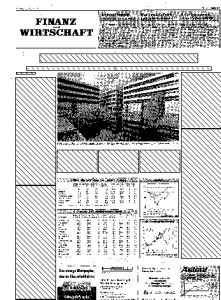
der hohen Zahlungsbereitschaft der Nutzer, wenn es um neue, gut ausgebaute Lokaltäten an attraktiven Standorten geht.

In diesem Zins- und Wirtschaftsumfeld zeigen sich die Stärken und Schwächen der unterschiedlichen Strategien der Immoesellschaften. Die sieben grössten an der SWX kotierten Immobilienunternehmen sind mit Ausnahme von Züblin äusserst konservativ finanziert. Der Eigenkapitalanteil bewegt sich zwischen 40 und 56%, während private Immobiliengesellschaften mit bis zu 100% Fremdmittel arbeiten.

Konservative Finanzierung

Die kotierten Gesellschaften haben in den letzten Monaten mit Kreditumschichtungen die tiefen Zinsen angebunden. Im Fall von Allreal beträgt der durchschnittliche Zins der Finanzverbindlichkeiten 2,8% mit einer Bindungsdauer von 50 Monaten, für Intershop sind es 3,4% über 28 Monate, für Mobimo 3,6% über sechs Jahre und für SPS, PSP sowie Warteck Invest je 3% auf drei bis fünf Jahre. Züblin, die einzige Gesellschaft, die Immobilien im Ausland hält, hatte die währungskongruenten Kredite zu durchschnittlich 4,7% über fünf Jahre abgesichert. Die Gesellschaften sind gegen Zinssteigerungen bestens gewappnet.

Die Unternehmen verfolgen unterschiedliche Investitionsstrategien. Leerstandsquote, Nettoertrag, Eigenkapitalrendite, Marktwertanpassungen und zusätzliche Geschäftsaktivitäten, wie sie Allreal mit ihre Generalunternehmertätigkeit als Nummer drei der GU-Branche und PSP als grösster Immobilienverwalter der Schweiz erbringen, werden in der Bewertung der Immobilientitel nur marginal berücksichtigt. Für Investoren zählt die Ausschüttungsrendite. Die Zinsdifferenz gegenüber



zehnjährigen Bundesobligationen beläuft sich auf zwei Prozentpunkte. Die Prämien zwischen Kurs und Buchwert (NAV, Net asset value) sind vor allem auf den Renditeeffekt zurückzuführen.

Die NAV-Betrachtung reduziert die Bewertung auf den reinen Vermögenswert. Das ist aus Sicht eines langfristig engagierten Investors richtig, stellen die Anlageliegenschaften doch den grössten Bilanzposten dar. Nach dem Kursanstieg der letzten Jahre genügt der Kaufen-und-Halten-Ansatz indes nicht mehr. Wertzuwachs ist nur noch mit Übernahmen möglich. Das verändert das Risikoprofil beträchtlich.

Entwicklung bringt Mehrwert

Swiss Prime Site und PSP Swiss Property, die vom Geschäftsmodell her erstklassige kommerzielle Immobilien verwalten wollen, haben nach der Übernahme anderer Immobilienunternehmen – SPS fusioniert mit Maag, PSP mit der REG – plötzlich einen Anteil von je 10% Entwicklungsliegenschaften in den Portefeuilles. Entwicklungsprojekte bieten beiden Gesellschaften über Umnutzungen, Sanierungen und die Überbauung ganzer Areale neue Ertragsmöglichkeiten. Die Übertragung von Entwicklungsobjekten in den Anlagebestand sorgt für Einwertungsgewinn. Intershop dagegen, die ausdrücklich Mehrwert aus diesem Segment schöpfen will, hält nur 2%. Werttreiber für Intershop ist der hohe Leerstand von 18%. Eine schnelle und marktkonforme Vermietung verbessert den Ertragsfluss. Die Mittel, um sich die aussergewöhnlich hohe Ausschüttungsquote von 90% des operativen Ergebnisses leisten zu können, wurden bisher jedoch vor allem mit Gewinnen aus dem Verkauf von Liegenschaften verdient.

Den höchsten Entwicklungsanteil neben ihren Anlageliegenschaften haben Allreal und Mobimo. Für die Qualität des auf den Grossraum Zürich konzentrierten Allreal-Portefeuilles spricht die tiefe Leerstandsquote. Der GU-Bereich trägt 30% zum Betriebsergebnis bei. Der unternehmerische Wert ist im NAV nicht berücksichtigt. Die Titel haben damit zusätzlich

zur Wertschöpfung aus den Liegenschaften Aufwertungspotenzial. Mobimo ist in der Promotion, dem Bau und dem Verkauf von Wohneigentum in der Region Zürich aktiv. Diese Kombination gibt, trotz der Abhängigkeit der Wohneigentumsnachfrage von der Entwicklung der Hypothekarzinsen, ein attraktives Rendite-Risiko-Profil.

SPS und PSP, die Branchengiganten, haben auf Grund ihrer soliden Portefeuillestrukturen einen berechenbaren Ertrag. Ausschüttungen im bisherigen Umfang sind garantiert. SPS kann Wertsteigerung mit den Projekten Sihcity und Prime-Tower in Zürich erzielen, PSP über den Abbau des Leerstands in einem Konjunkturaufschwung. Stabil entwickelt sich Warteck dank des hohen Wohnanteils. Für Sonderertrag werden Umnutzungsliegenschaften in Basel sorgen. Züblin profitiert von der Einführung steueroptimierter Real estate investment trusts (Reit) in Europa. Die Immobilien in Frankreich wurden dafür bereits in eine kotierte Gesellschaft übertragen. Deutschland wird noch dieses Jahr ein Reit-Statut erlassen. Die Steuerersparnis zusammen mit der Immobilienmarkterholung in Deutschland verbessert den Ertrag. Züblin sind kaufenswert.

Sachwert bietet Inflationsschutz

Gegen steigende Zinsen sind die Schweizer Immobiliengesellschaften gerüstet, und vom Konjunkturaufschwung werden sie profitieren. Die Seitwärtsbewegung der Aktien in den letzten Wochen ist weniger auf fundamentale Faktoren zurückzuführen als auf Gewinnmitnahmen. Tiefere Kurse nach dem Dividendenabgang sollten genutzt werden, um Ertrag aus Immobilien einzukaufen.

Die Performance wird aber nicht mehr derart spektakulär sein wie in den Vorjahren. Wenn die Zinsen, was in absehbarer Zeit möglich sein könnte, zwei bis drei Prozentpunkte höher sind, werden Immobilienaktien jedoch eine Eigenschaft zeigen, die in der Vergangenheit vergessen ging: den Sachwertcharakter.

Hohe Prämien dämpfen das Kurspotenzial der Immobilienaktien								
	Immobilien in Mio. Fr. ¹	Leerstand in %	Börsenwert in Mio. Fr.	Eigenkapital- quote in %	Kurs in Fr.	NAV/Aktie in Fr. ²	Prämie in %	Rendite in %
Allreal N	2062	5,6	1247	42,9	127.80	99.80	28	3,8
Intershop I	1045	18,0	590	40,0	281.00	223.31	26	7,1
Mobimo N	989	8,3	533	45,0	205.00	174.54	17	4,4
PSP Swiss Property N	4468	12,4	3044	51,1	65.35	53.28	22	3,2
Swiss Prime Site N	3311	6,3	1700	40,2	66.00	52.98	25	4,2
Wardeck Invest N	342	5,1	245	56,2	1650.00	1321.00	25	3,8
Züblin N	1576	13,6	361	26,2	11.60	11.33	2	4,3

¹ Anlage- und Entwicklungsliegenschaften ² Buchwert, Net asset value nach Steuern

Ertrag aus Liegenschaftsfonds hat seinen Aufpreis								
Fondsname	Fondsverm. in Mio. Fr.	Liegenschaf- ten in Mio. Fr.	Hypothekar- belast. in %	Inventar- wert in Fr.	Ausschüt- tung in Fr.	Kurs in Fr.	Agio in % ¹	Rendite in %
CS 1A Immo-PK	2364,9	2816,8	15	1092.03	52.00	1300.00	19,0	4,0
CS Interswiss	909,6	1305,8	24	169.58	8.20	206.00	21,5	4,0
CS Siat	1361,2	1851,7	19	118.70	5.20	143.30	20,7	3,6
FIR	448,5	518,9	4	91.94	3.45	113.00	22,9	3,1
Immofonds	656,1	801,3	12	284.95	13.50	355.50	24,8	3,8
Immovit	223,0	312,7	25	1569.72	82.00	1930.00	23,0	4,3
La Foncière	577,6	807,5	18	512.35	19.00	628.50	22,7	3,0
Mi-Fonds Immo	177,3	230,4	22	147.74	6.50	179.00	21,2	3,6
Solvalor 61	436,6	501,8	14	165.93	6.30	227.00	36,8	2,8
Swiss Re Immo Plus	583,1	763,5	21	694.19	10.00	842.50	21,4	1,2
Swisscanto Ifca	442,3	560,5	20	246.60	10.50	334.75	35,7	3,1
Swissinvest	105,7	138,1	19	215.00	11.00	261.00	21,4	4,2
UBS Anfos	824,1	1203,0	32	46.68	1.90	57.10	22,3	3,3
UBS Foncipars	589,7	778,3	16	57.47	2.25	73.80	28,4	3,1
UBS Sima	3557,7	4278,5	20	70.46	2.90	89.60	27,2	3,2
UBS Swissreal	446,1	560,3	24	57.19	2.45	68.75	20,2	3,6

¹ Agio zum Inventarwert

