

Mario Davatz, Equity Research Real Estate & Utilities, Bank Sal. Oppenheim

«Immo-Aktien sind Substanzwerte»

— Herr Davatz, was ist der Grund dafür, dass Schweizer Immobilienaktien mit einer durchschnittlichen Prämie von 20% zum Net Asset Value nach latenten Steuern gehandelt werden?

Es sind im Wesentlichen drei Gründe. Erstens ist die durchschnittliche Ausschüttungsrendite der Immobilienaktien mit 4,2% im Vergleich zu der von festverzinslichen Wertpapieren und von Immobilienfonds attraktiver. Zweitens ist die Immobilienquote institutioneller Anleger noch immer zu tief, und drittens suchen sowohl in- wie auch ausländische Investoren nach defensiven Substanzwerten in Franken – eben Immobilienaktien.

— Welches sind die für Anleger wichtigen Bewertungskriterien?

Das Verhältnis Kurs zu Net Asset Value vor latenten Steuern und die Ausschüttungsrendite. Der P/NAV-Vergleich gibt Auskunft über Prämie oder Abschlag zwischen Marktkapitalisierung und Eigenkapital. Durch den Einsatz der Discounted-Cashflow-Methode zur Herleitung des Marktwerts des Portfolios fliessen alle relevanten Grössen in den NAV. Damit erhält das Hauptaktium Immobilien eine dynamische, mehrjährige und zukunftsgerichtete Bewertung. Die Ausschüttungsrendite sollte immer im Verhältnis zur Ausschüttungsquote betrachtet werden, um zu sehen, ob die Gesellschaft lediglich einen Teil des erwirtschafteten Gewinns ausschüttet oder ob sie, um eine attraktive Ausschüttungsrendite vorweisen zu können, auf das Eigenkapital zurückgreift.

— Warum stützen Sie sich auf den NAV vor latenten Steuern ab?

Er ist aussagekräftiger als der NAV nach latenten Steuern, da es im Ermessen der Gesellschaft ist, welche theoretische Halte-dauer sie zur Berechnung der Rückstellungen für die latenten Steuern verwendet. Je kürzer die Frist, desto höher sind die Rückstellungen und desto kleiner ist der NAV.

Allreal und Warteck etwa legen die Haltefrist für jedes Objekt separat fest, PSP geht von bis zu zwanzig Jahren aus, und Inter-shop und Züblin rechnen, wie wenn sie ihre Portfolios sofort veräussern würden. Einige Gesellschaften dürften so gesehen über stattliche stille Reserven verfügen.

— Schweizer Immobilienaktien werden im Vergleich zu ausländischen Titeln als unterbewertet bezeichnet. Mit Recht?

Schweizer und ausländische Immobilienaktien lassen sich nicht so einfach über ein und denselben Leisten schlagen. Je nach Land gelten unterschiedliche Bilanzierungs- und Bewertungsvorschriften. So werden in Grossbritannien Entwicklungsprojekte zum Marktwert bilanziert, in der Schweiz dagegen zu den aufgelaufenen Kosten. Zudem profitierten ausländische Titel von der bereits erfolgten oder noch zu erwartenden Einführung steueroptimierter Real Estate Investment Trusts.

— In den Jahren 2000 bis 2005 haben die Immobilienaktien den Gesamtmarkt geschlagen, seit diesem Jahr bewegen sie sich seitwärts: Sind sie ausgereizt?

Nein. Vor allem ist die Yield Compression in einzelnen Kursen noch ungenügend berücksichtigt. Unsere aktuelle Immobilienstudie belegt, dass die Zinsdifferenz, die Nettorendite minus die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten, in Zürich noch deutlich über den Werten anderer europäischer Städte liegt und das Mietpreispotenzial im Vergleich zu den historischen Höchst noch nicht ausgeschöpft ist. Kurssprünge dürfen die Investoren jedoch nicht erwarten. Vernünftig ist es, mit einem jährlichen Total Return von 5 bis 8% zu rechnen, nämlich 4% Ausschüttungsrendite und 1 bis 4% Kursgewinn.

— Was ist unter dem Phänomen der Yield Compression zu verstehen?

Es ist die Bereitschaft von Immobilieninvestoren, sich mehr und mehr mit niedri-



gen Anfangsrenditen zufriedenzugeben. Eine Yield Compression ist gerechtfertigt, wenn Liegenschaften ein Ertragspotenzial aufweisen, sei dies über höhere Miet-einnahmen oder durch den Abbau von

Der Konjunktur- aufschwung führt zu mehr Mietein- nahmen und verspricht Aufwertungspotenzial für die Liegenschaften.

Leerstand. Manager von Immobilienportfolios können nur dann Mehrwert für den Investor schaffen, wenn es ihnen gelingt, den Cashflow aktiv zu steigern. Wenn nicht, weisen Immobilien mit tiefer Netto-rendite ein Abwertungsrisiko auf.

Welche Immobilienmarktbereiche haben die besten Entwicklungschancen?

Im gegenwärtigen Wirtschaftsumfeld haben Büro- und Detailhandelsflächen das grösste Potenzial. Mittel- bis langfristig wird es der Wohnungsmarkt sein. Dafür sprechen die anhaltend tiefen Hypothekenzinsen, die positive Reallohnentwicklung, die Zunahme der Wohnbevölkerung sowie die tiefe Wohneigentumsquote. Wir haben untersucht, welche Konsequenzen der Wegfall der Lex Koller hätte, und sind zum Schluss gekommen, dass Schweizer Mietwohnungsliegenschaften im europäischen Vergleich zu günstig sind. Wir erwarten aber auch, dass mit der Öffnung des Wohnungsmarkts ausländische Banken ins Hypothekergeschäft einsteigen und damit für mehr Wettbewerb sorgen werden.

Welches Risiko geht von steigenden Zinsen auf Immobilienaktien aus?

Die Zinskosten sind die höchste Aufwandposition einer Immobiliengesellschaft. Steigende Zinsen werden sich somit ungünstig auf die Gewinnmarge auswirken, da Zinserhöhungen nur mit Verzögerung auf die Mieten überwälzt werden können. Zudem dürften Investoren den indirekten Immobilienanlagen den

Rücken kehren und ihr Heil in anderen festverzinslichen Anlagen suchen. Höhere Zinsen tangieren aber nicht nur Immobilien, sondern auch andere Branchen.

Profitiert das Segment von der Verlagerung in indirekte Engagements?

Ja, der Immobilien Investment Survey 2006 von Sal. Oppenheim Real Estate hat ergeben, dass die Immobilienanlagen der Schweizer institutionellen Investoren zu 76% aus direkt gehaltenen Liegenschaften bestehen und dass die befragten Versicherungen und Pensionskassen ihren Anteil an direkt gehaltenen Liegenschaften zugunsten indirekter Immobilienanlagen deutlich reduzieren wollen. Eine Abkehr von Direktanlagen würde somit zu einem grossen Kapitalfluss in indirekte Immobilienvehikel im In- und Ausland führen.

Sind Immobilienaktien der oft zitierte Hort der Sicherheit?

Die Allzeithoch an den Börsen lassen Investoren Umschichtungen in defensive Anlagewerte vornehmen. Die Pauschalaussage, Immobilienaktien seien der Hort der Sicherheit, kann ich aber so nicht gelten lassen. Es kommt immer auf die Qualität des Portfolios, die Ertragskraft, die Fremdkapitalstruktur und vor allem den Leistungsausweis des Managements an.

Welches sind Ihre Anlagefavoriten?

Jelmoli, Swiss Prime Site und Züblin. Jelmoli profitiert von der guten Konsumentenstimmung. 60% des Mietertrags im Immobilienbereich stammen aus dem Detailhandel und davon wiederum 90% aus Mietverträgen mit Umsatzkoppelung. Für Fantasie sorgt die mögliche Abtrennung des Detailhandels. Swiss Prime Site besitzt das Renditeportfolio mit der höchsten Standortqualität und dürfte somit von der Yield Compression am meisten profitieren. Züblin haben die günstigste Bewertung aller Schweizer Immobilienaktien. Mit dem Aufbau lokaler Management-Teams wird das europäische Portfolio professioneller betreut. Die verbesserten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen werden vor allem in Frankreich und Deutschland für höhere Mieteinnahmen sorgen. Die Einführung des Reit-Status in Deutschland bringt zusätzliche Impulse.

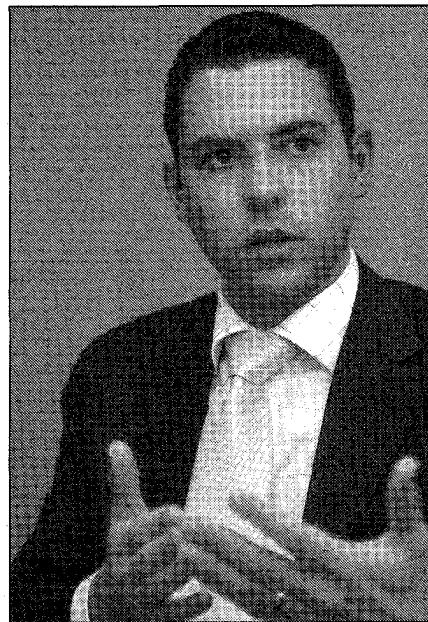
— Zum Verkauf empfehlen Sie keinen Immobilientitel?

Nein, nur zu Umschichtungen. Ausschüttungsrendite, Yield Compression, der Anlagedruck in Substanzwerte und die tiefe Immobilienquote institutioneller Investoren stützen den Sektor. Nachdem im Zug der Konsolidierungswelle schwache Player vom Markt verschwunden sind, stufen wir die kotierten Immobiliengesellschaften Allreal, Intershop, Mobimo, PSP, Swiss Prime Site, Wardeck Invest und Züblin sowie den Detailhandels- und Immobilienkonzern Jelmoli als gesund ein.

— Sind sogenannte reine Immobiliengesellschaften attraktiver als Unternehmen mit Nebenaktivitäten?

Für Investoren, die einen Ersatz für direkte Immobilienanlagen suchen, eignen sich Swiss Prime Site, Wardeck Invest und Züblin, die nur Immobilien besitzen. Nebenaktivitäten bieten aber auch Vorteile. Allreal ist dank der Generalunternehmung gut positioniert, um vom boomenden Wohnungsmarkt und von Projekten im Bereich Private Public Partnership zu profitieren. Investoren sollten nicht nur auf einen Immobilientitel setzen, sondern auch in diesem Segment eine Diversifikation über

die Geschäftsmodelle und die Zusammensetzung der Portefeuilles der Gesellschaften vornehmen. **Interview: Konrad Koch**



Mario Davatz: «Schweizer Immobilienaktien sind als defensive und renditestarke Anlage gesucht.»

BILD: SANDRA MEIER

