

Schweizer Immobilienaktien zeigen defensive Stärken

Konjunkturschub am Büroflächenmarkt – Unternehmen

gut abgesichert gegen Zinserhöhungen –

Kursrückgänge sind Kaufgelegenheiten

Von Konrad Koch

Konjunktur und Zinsen sind die beiden Werttreiber für Immobilien. Den ersten Teil der Bewährungsprobe haben die kotierten Schweizer Immobiliengesellschaften bestens bestanden. Sie haben sich in einem schwierigen Wirtschaftsumfeld gut behauptet und profitieren seit 2005 vom Konjunkturaufschwung: Vor allem im Büroflächenmarkt konnte der Leerstand abgebaut werden und Vertragsverlängerungen sowie Neuvermietungen werden zu besseren Konditionen abgeschlossen.

Sämtliche Gesellschaften mit kommerziellen Immobilien (Büro, Detailhandel, Gastronomie, Logistik) konnten im vergangenen Jahr den Liegenschaftenertrag steigern und den Marktwert ihrer Portfolios erhöhen. Die Marktentwicklung im ersten Semester spricht für eine weitere Verbesserung und lässt schon heute prognostizieren, dass 2007 für die Immobiliengesellschaften ein guter Jahrgang werden wird. Die grossen Gesellschaften Mobimo, PSP, Swiss Prime Site und Züblin dürften ihre Leerstandsquoten 1 bis 2 Prozentpunkte senken können; Allreal und Warteck Invest weisen dank des hohen Wohnanteils bereits einen unter dem Marktdurchschnitt liegenden Leerstand auf. Ohne gravierende Ereignisse ist für alle Unternehmen eine Dividendenausschüttung mindestens im bisherigen Umfang (vgl. Tabelle) garantiert.

Attraktivität nimmt wieder zu

Zum Härtetest könnte die zweite Prüfung werden – steigende Zinsen. Dagegen haben sich die Unternehmen mit Umfinanzierungen gewappnet. Alle haben die

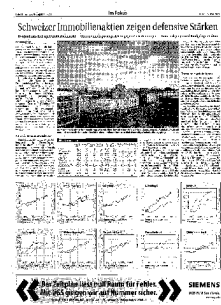
tiefen Zinsen angebonden und weisen neben den hohem Eigenkapitalquoten ausgewogene Finanzierungsverhältnisse auf. Allreal hat auf die Finanzverbindlichkeiten einen Durchschnittsverzinsung von 2,7% mit einer Restlaufzeit von 3,9 Jahren, Intershop von 3,1% ebenfalls auf 3,9 Jahre, PSP von 2,7% auf 3,8 Jahre, SPS 3% auf 4,7 Jahre, Warteck Invest von 2,8% auf 4,4 Jahre und Mobimo hat einen Durchschnittsatz von 3,5% auf acht Jahre. Selbst Züblin

Immobilien, die ihr Portfolio zu europäischen Sätzen finanzieren muss, konnte die 1,1 Mrd. Fr. Hypotheken mit 4,46% über 4,6 Jahre festschreiben.

Unter Druck geraten sind wegen der steigenden Zinsen die Kurse der Immobilienvaloren. In den vergangenen fünf Jahren haben die Schweizer Immobilienaktien den Gesamtmarkt regelmässig mit einer Performance von 12% pro Jahr geschlagen. Die Trendwende kam in diesem Frühjahr. Die wenigen kleinen Zinsschritte liessen die Immobilienaktien rund 15% einbüßen. Damit ist die Attraktivität der Titel jedoch wieder gestiegen. Die hohen Prämien auf den Buchwert (Net Asset Value nach latenten Steuern) haben sich zurückgebildet, verbessert hat sich auch die erwartete Ausschüttungsrendite. Mit einer durchschnittlichen Rendite von knapp 4% verdienen Immobilienaktien weiterhin das Prädikat Obligationenersatz. Steigen die Zinsen weiter, wird gar eine lang vernachlässigte Eigenschaft der Immobilien wieder gefragt sein: Ihr Sachwertcharakter und damit Schutz vor Inflation.

Übernahmespekulationen

Trotz stattlicher Bewertung bieten alle



Vertreter Kurspotenzial. Optimierungen im Liegenschaftenbesitz und Akquisitionen sorgen weiterhin für wertsteigerndes Wachstum. Fantasie ins eher langweilige Immobilienaktiensegment bringen Spekulationen über Ausländer und Fusionen. Der hohe Eigenkapitalanteil der Schweizer Gesellschaften wird über kurz oder lang die Begehrlichkeiten ausländischer Investoren wecken.

Im Vergleich zu europäischen Gesellschaft ist etwa PSP massiv überkapitalisiert. Würde der Verschuldungsgrad auf 70% erhöht, liesse sich die Kapitalkraft freisetzen, um Liegenschaften für 1 Mrd. Fr. zu übernehmen. Finanzinvestoren, wie es amerikanische Beteiligungsfunds mit deutschen Immobiliengesellschaften vormachen, arbeiten gar mit einem Leverage

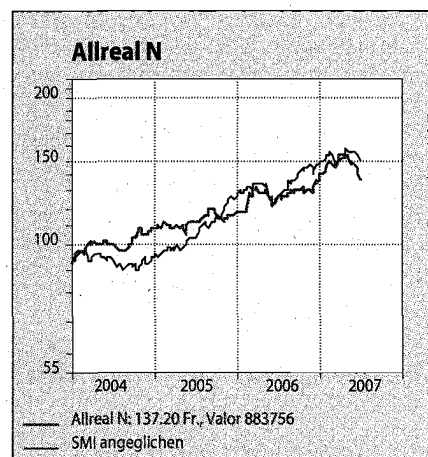
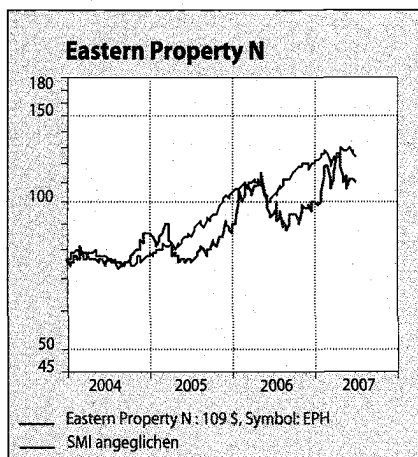
von 90%. Ins Übernahmewieser könnten SPS oder PSP geraten. Geschützt vor ausländischem Einfluss sind Gesellschaften wie Allreal und Mobimo durch die Lex Koller, die ausländische Investitionen in Unternehmen mit Wohnungen untersagt.

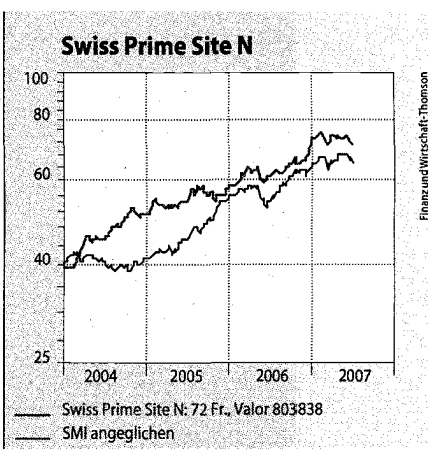
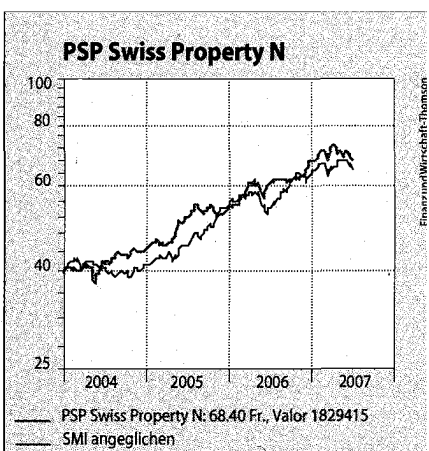
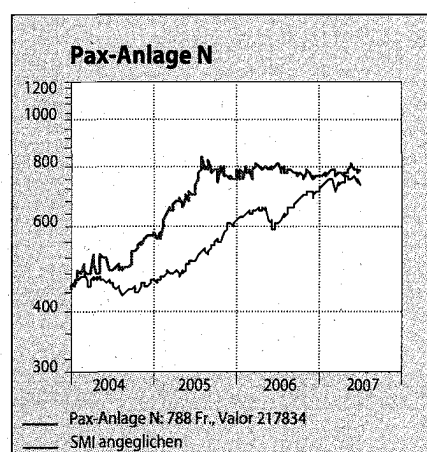
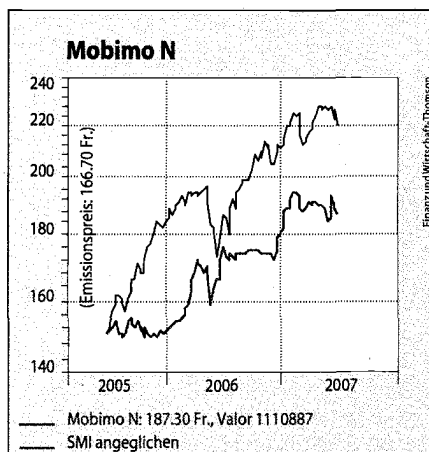
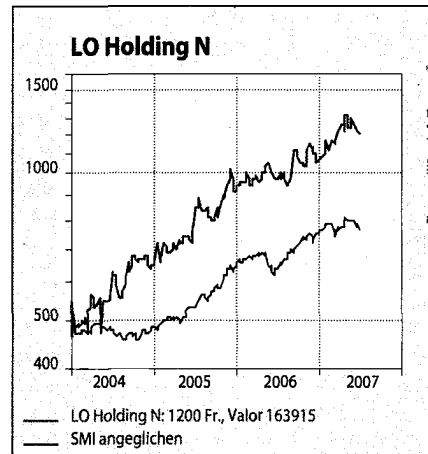
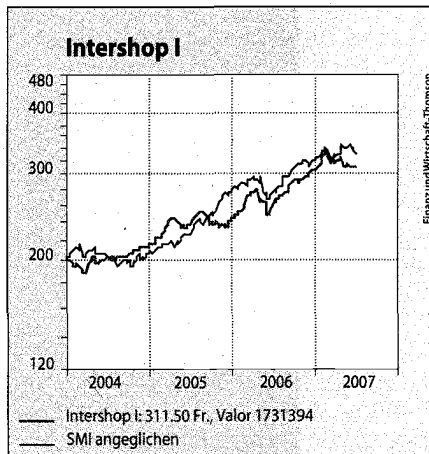
Die Spekulationen drehen sich zurzeit vor allem um das 2,5 Mrd. Fr. schwere Immobilienportefeuille von Jelmoli (vgl. Seite 28). Für eine Übernahme dieser Gröszenordnung gibt es nur ein Handvoll kapitalkräftiger Investoren. Im kotierten Bereich sind dies PSP, SPS und Züblin. Wie scharf ausländische Investoren kalkulieren zeigt sich daran, dass 100 bis 150 Basispunkte höheren Zinsen – so wird am Markt kolportiert – genügt hätten, dass Offerten zur Neuberechnung zurückgezogen worden seien.

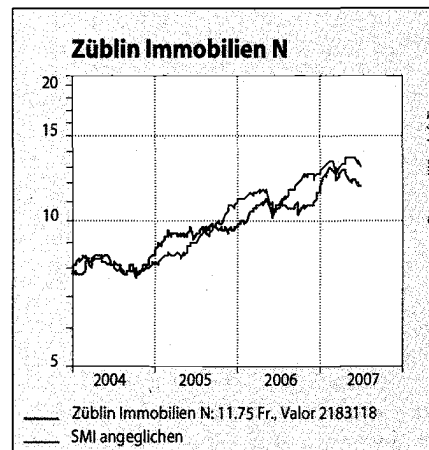
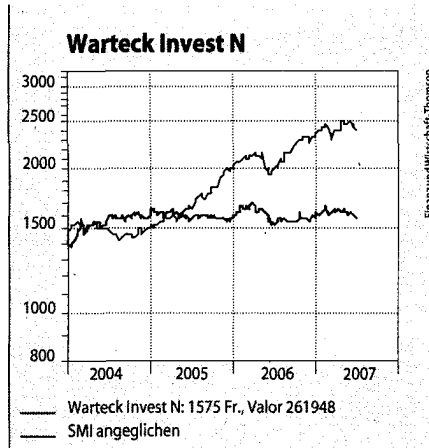
Solide Ertragsbringer

	Immobilien in Mio. Fr.	Leerstand in %	Börsenwert in Mio. Fr.	Eigenkap.- quote in %	Kurs in Fr.	NAV ¹ pro Aktie in Fr.	Prämie zu NAV in %	Dividende in Fr.	Rendite in %
Allreal N	1898,0	4,5	1368	42,4	137.20	105.50	30	5.00	3,6
BFW Liegenschaften N	287,4	7,0	168	45,0	30.50	31.48	-3	0.70	2,3
Eastern Property N ²	140,6	1,0	342	93,0	109.00	95.40	14	1.75	1,6
Intershop I	1154,2	15,9	621	40,0	311.50	225.07	38	10.00	3,2
LO Holding N	263,8	4,6	139	44,0	1200.00	1030	17	10.00	0,8
Mobimo N	1108,4	6,3	655	54,0	187.30	175.91	6	9.00	4,8
Pax-Anlage N	243,7	6,0	140	43,0	788.00	665	18	9.00	1,1
PSP Swiss Property N	4757,2	13,9	3063	52,1	68.40	56.25	22	2.20	3,2
Swiss Prime Site N	3467,8	6,3	1679	39,6	72.00	54.14	33	3.10	4,3
USI Group N	336,7	3,0	118	32,63	181.00	172.41	5	4.50	2,5
Wartec Invest N	371,0	3,4	232	51,9	1575.00	1316	20	62.00	3,9
Züblin Immobilien N	1849,8	13,4	528	31,5	11.75	10.94	7	0.50	4,3

¹ Buchwert (NAV; Net Asset Value nach Steuern) ² in \$ Quelle: Fuw







Boomstadt Basel: Die Zürcher Immobiliengesellschaft Allreal investiert über 60 Mio. Fr. in die Neunutzung des Markthalle-Areals mit Büro- und Verkaufsflächen. Neben dem klassischen Rundkuppelbau ist ein fünfzehnstöckiges Wohnhochhaus geplant. BILD: PD

Argus Ref 27628343