

## Schweizer Immobiliengesellschaften:

### Ausreichende Bonität von Allreal bis Züblin

# Nicht alle am Kapitalmarkt vertreten

Von Roman Sorg

Die Bonität der sechs wichtigen Schweizer Immobiliengesellschaften Allreal, Intershop, Mobimo, PSP, SPS und Züblin ist solid: Ihren Verbindlichkeiten wird allesamt Anlagequalität bescheinigt. Am Frankenkaptalmarkt sind derzeit zwar nur vier Unternehmen vertreten, PSP mit herkömmlichen Obligationen und Allreal, SPS sowie Züblin mit Wandelanleihen. Für den Ratingvergleich wurden jedoch auch Intershop und Mobimo bewertet.

Untenstehende Tabelle gibt eine Übersicht über die wichtigen Bonitätskriterien Rentabilität, Cashflowkraft, Kapitalstruktur, Branche und Wettbewerbsfähigkeit. In einer branchen- und unternehmensspezifischen Gewichtung wird daraus ein Gesamtrating errechnet, das auch Sonderfaktoren wie Stabilität von Strategie, Management etc. berücksichtigt.

Allreal profitiert von dem im Vergleich zu den Konkurrenten hohen Anteil an defensiven Wohnimmobilien (rund 20%) sowie einer tiefen Leerstandsquote (5,7% per Ende Juni 2007). Als einzige der beurteilten Immobiliengesellschaften betreibt Allreal indes ein Generalunternehmen, das einem im Vergleich hohen Margendruck ausgesetzt ist. Etwas beeinträchtigt wird das Rating zudem durch die Konzentration auf den Wirtschaftsraum Zürich.

Eine gewichtige Stärke von Intershop liegt darin, dass das Unternehmen eine hohe Eigenkapitalrendite (12,7% inkl. Neubewertung) ausweist. Die Gesellschaft besitzt ein Portfolio von Immobilien entlang den Hauptverkehrsachsen der Schweiz und ist damit auch ausserhalb der Wirtschaftszentren vertreten. Zudem verfügt Intershop über einen grossen Anteil öffentlicher Mieter. Ungünstig

beeinflusst wird das Rating durch die hohe Leerstandsquote (15,2%).

Mobimo hat eine starke Stellung in der Promotion von Wohneigentum im Kanton Zürich. Das Unternehmen investiert rund 60 bis 70% des Kapitals in Anlageobjekte und rund 30 bis 40% in Entwicklungsprojekte. Damit ist der Anteil an Anlageobjekten, die in der Regel stabile Renditen aufweisen, jedoch gering; was das Rating leicht belastet. Günstig wirkt sich dafür die hohe Eigenkapitalquote (59,6%) aus.

Das überdurchschnittlich solide Geschäftsrisikoprofil von PSP beruht vor allem auf der Tatsache, dass das Unternehmen ein erstklassiges Portfolio an Büro- und Geschäftsliegenschaften besitzt. Zudem weist PSP eine hohe Eigenkapitalquote, einen komfortablen Zinsdeckungsgrad und eine hohe Cashflowmarge auf. Zu bemängeln ist allerdings die hohe Leerstandsquote (14,7%). Dennoch trägt PSP als einziges Unternehmen ein Single-A.

SPS verfügt über eine stabile Ertragslage und hat für die vergangenen Jahre hohe Cashflowmargen und tiefe Leerstandsquoten ausgewiesen. Zudem ist das Unternehmen im Besitz eines qualitativ hochstehenden Immobilienportfolios mit Schwergewicht an Toplagen. Dass SPS als Investor in grossen Entwicklungsprojekten auftritt, bringt allerdings auch ein gewisses Geschäftsrisiko mit sich.

Als einzige kotierte Schweizer Immobiliengesellschaft ist Züblin auch im Ausland vertreten. Rund drei Viertel des Umsatzes stammen aus dem europäischen Ausland. Das Unternehmen weist eine solide Ertragslage aus. Verbesserungsfähig ist indes die Kapitalstruktur, da Züblin im Vergleich eine tiefe Eigenkapitalquote, ein hohes Gearing und einen geringen Zinsdeckungsgrad aufweist. Mit einem Gesamtrating von BBB- bildet Züblin damit

Argus Ref 29888935

zwar das Schlusslicht der Schweizer Immobiliengesellschaften im Bonitätsvergleich, dennoch reicht die Gesamtposition für eine Note im Bereich der Anlagequalität

mit stabilem Ausblick.

Roman Sorg ist Senior-Bondanalyst im Credit Research der Zürcher Kantonalbank.

### PSP trägt als Einzige ein Single -A

	Allreal	Intershop	Mobimo	PSP	SPS	Züblin
Rentabilität	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+	BBB+
Cashflowkraft	BBB-	BBB	BBB-	A-	BBB	BBB-
Kapitalstruktur	BBB+	BBB-	BBB+	A-	BBB-	BB
Branche	A-	A-	A-	A-	A-	BBB+
Wettbewerb	BBB+	BBB	BBB	A-	BBB+	BBB
Gesamtrating (ZKB)	BBB+	BBB	BBB	A-	BBB+	BBB-
Ausblick (ZKB)	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil	stabil
Fitch-Rating	-	-	-	A- <sup>1</sup>	-	-

<sup>1</sup>Stabiler Ausblick

Quelle: ZKB