



Finanz und Wirtschaft  
8021 Zürich  
044/ 248 58 00  
www.fuw.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Publikumszeitschriften  
Auflage: 25'067  
Erscheinungsweise: 2x wöchentlich

Themen-Nr.: 230.015  
Abo-Nr.: 1068523  
Seite: 6  
Fläche: 91'792 mm<sup>2</sup>

# Immobilienwerte im Stresstest

**SCHWEIZ** Marktrisiken steigen speziell für Geschäftsliegenschaften.  
Dividendenrenditen entschädigen. Vorteile für Allreal und PSP.



Top-Lagen wie das von Allreal bewirtschaftete Richti-Areal in Wallisellen bleiben auch in schwierigeren Zeiten gefragt.

## WOLFGANG GAMMA

Die Immobilienaktien weisen im bisherigen Jahresverlauf eine solide Performance aus. Die Berichtssaison, die Mobimo am 12. Februar eröffnen wird, wird zeigen, in welchem Fall die Kursentwicklung gerechtfertigt ist und wo Rückschläge drohen. Denn das anspruchsvolle Umfeld lässt eine gewöhnlich kurstreibende Wertsteigerung der Immobilienportefeuilles nicht zu.

Der Wertsteigerungsmechanismus bildet in der Regel die Entwicklung von Angebot und Nachfrage ab. Im Segment Geschäftsliegenschaften, vor allem Büro-

und Detailhandelsflächen, herrscht seit längerer Zeit ein Überangebot. Nach der Aufhebung des Euromindestkurses durch die Schweizerische Nationalbank (SNB) dürfte die Nachfrage zurückgehen. Das wird den Angebotsüberhang verstärken und den Druck auf die Mieten erhöhen. Ulrich Prien, Partner Real Estate von KPMG, erwartet «sinkende Mietpreise in der Verhandlung von neuen Mietverträgen». Die Neue Helvetische Bank geht von «steigenden Leerständen besonders bei Büroflächen» aus. Wer nicht Flächen an Top-Lagen bieten kann, wird es besonders schwer haben.

## Wohnliegenschaften gefragt

Überwiegend im Segment Geschäftsimmobiliens sind die nach Portfoliowert und Marktkapitalisierung wichtigsten Wettbewerber Swiss Prime Site (SPS) und PSP Swiss Property engagiert (vgl. Grafik). SPS urteilte bereits im November, dass der Markt für Geschäftsliegenschaften anspruchsvoller geworden ist, rechnet aber weiter mit einer Leerstandquote unter 7% per Ende 2014 (6,8% per 30. Juni, vgl. Tabelle). Sie im laufenden Jahr stabil zu halten, ist eine Herausforderung. Das gilt



Finanz und Wirtschaft  
8021 Zürich  
044/ 248 58 00  
www.fuw.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Publikumszeitschriften  
Auflage: 25'067  
Erscheinungsweise: 2x wöchentlich

Themen-Nr.: 230.015  
Abo-Nr.: 1068523  
Seite: 6  
Fläche: 91'792 mm<sup>2</sup>

auch für das Engagement im Detailhandel (Warenhaus Jelmoli in Zürich). SPS ist daran, die Basis für Mieteinnahmen zu verbreitern, so mit dem Maaghof in Zürich und Projekten im Bereich Wohnen im Alter, der wenig konjunktursensibel ist.

PSP Swiss Property geht von einer Leerstandquote von 10% per Ende 2014 aus. Auf längere Sicht werden umfassende Renovationsprojekte inkl. Ersatzneubauten geplant, um das Portfolio zu optimieren. PSP und SPS können mit Innenstadtlagen und weiteren bestens erschlossenen Standorten punkten.

Allreal und Mobimo, die Nummern drei und vier auf dem Schweizer Immobilienmarkt, bewirtschaften gemischte Portfolios, in denen Wohnungen einen relevanten Anteil haben. Im laufenden Jahr wird das ein Wettbewerbsvorteil sein, denn wegen der günstigen Hypothekenzinsen wird die Nachfrage nach Wohneigentum hoch bleiben. Im obersten Preissegment, wo sich Wohnungen zuletzt schwerer absetzen liessen, sind beide Gesellschaften nicht involviert. Was die Büroflächen betrifft, hat Allreal den Vorteil, dass im laufenden Jahr gemäss Sprecher Matthias Meier wenige Verträge zur Erneuerung anstehen. Wie Mobimo weist Allreal eine niedrige Leerstandquote aus.

Mobimo-CEO Christoph Caviezel sieht sein Unternehmen mit dem Portfoliomix gut aufgestellt, um in der nicht eindeutigen Marktentwicklung erfolgreich abschneiden zu können. Mobimos Potenzial liegt gemäss Caviezel darin, dass ein Viertel des Portfolios in Entwicklungsliegenschaften angelegt ist.

Noch konsequenter auf die Liegenschaftsentwicklung setzt Hiag. Das erst seit Mai kotierte Unternehmen hat zudem die Mittel für Ergänzungsakquisitionen und hat diese im zweiten Halbjahr auch genutzt. Zusammen mit den höheren Mieteinnahmen war das ein Argument für die steigenden Kurse.

In derselben Liga sind von der Portfoliogrösse her Intershop und Zug Estates anzusiedeln. Mit 40% Büroflächenanteil sind der Entwicklung Intershops im aktuellen Umfeld Grenzen gesetzt. Zug Estates

hat im recht ausgewogenen Mix einen substanziellen ebenfalls konjunktursensiblen Anteil Gastronomie und Verkauf.

## Neue Finanzierungsfragen

Zu der schwieriger vorhersehbaren Marktentwicklung gesellen sich für die Immobiliengesellschaften bisher unbekannt Phänomene wie Negativzinsen und Kapiolen auf dem Swap-Markt. Beide machen neue Kalkulationen in der Finanzierung notwendig (vgl. FuW Nr. 7 vom 28. Januar). «Die SNB-Zinsmassnahme könnte den Zinsaufwand kurzfristig erhöhen, das auf längere Sicht niedrige Zinsniveau aber den durchschnittlichen Zinssatz weiter senken», schätzt Giacomo Balzarini, Finanzchef von PSP. Die Gesellschaft zahlt von den vier Grossen bereits am wenigsten für die Finanzverbindlichkeiten. Die Eigenkapitalquote liegt mit 57,8% klar über dem Durchschnitt.

Auch SPS und Allreal können der veränderten Finanzierungssituation gelassen gegenüberstehen. Ihre Zinskosten sind vergleichsweise gering. Zudem ist der Finanzierungsspielraum mit einer soliden Eigenkapitaldecke gegeben. SPS hat sie Mitte Januar mit der Umwandlung einer Anleihe in Aktien gestärkt. Vergleichsweise hohe durchschnittliche Zinskosten weisen Intershop, Mobimo und Warteck aus. Die letzten beiden weisen zusammen mit Zug Estates die längste Zinsbindung aus.

## Rendite zieht Anleger an

Ein Trumpf, den fast alle kotierten Immobiliengesellschaften im Ärmel haben, ist eine attraktive Dividendenrendite. Die vier grossen Wettbewerber (Swiss Prime Site, PSP, Allreal, Mobimo) dürften auch für 2014 wieder eine Dividendenrendite zwischen 3,7 und 4,4% ausweisen. Da die Ausschüttung verrechnungssteuerfrei aus Kapitaleinlagereserven erfolgen kann, kommt das der Nettorendite gleich.

Anleger in Intershop (mit geschätzten 5,4% Dividendenrendite für 2014 an der Spitze liegend) müssen dagegen den Abzug der Verrechnungssteuer in Kauf neh-

men. Zug Estates hat mit der Familie Buchhofer eine Mehrheitsaktionärin hinter sich, die anders als Intershop-Ankerinvestor Martin Ebner nicht auf eine hohe Ausschüttung erpicht ist.

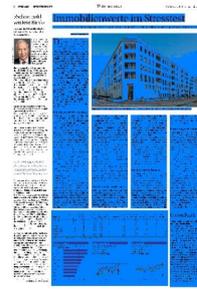
## Bewertung nicht ohne Risiko

In der jüngst robusten Kursentwicklung der Immobilienaktien sieht ZKB-Analyst Marcel Waeber einen Prämienanstieg zum inneren Wert (NAV) und nicht einen Wertanstieg per se. Anders gesagt steigen die Bewertungsrisiken für Immobilienaktien. Durch eine hohe Prämie des Kurses zum NAV könnten sich Investoren zu Gewinnmitnahmen verleiten lassen. Intershop und Warteck sind dabei mit Aufschlägen um 30% besonders gefährdet. Nachholbedarf haben dagegen Hiag und Zug Estates. Peach Property wird den aktuellen Abschlag von fast 60% erst verringern können, wenn der Turnaround geschafft und die Eigenkapitalquote sich dem Branchendurchschnitt angenähert hat.

Fazit: Das anspruchsvolle Umfeld lässt keinen kontinuierlichen Aufwärtstrend des gesamten Immobiliensektors erwarten. Top-Lagen sind ein entscheidender Wettbewerbsvorteil, wenn der Angebotsüberhang wächst. Die Dividendenrendite stützt den Kurs, Rückschlaggefahr ist durch die konjunkturellen Fragezeichen resp. hohe Bewertungsprämien gegeben. Am besten positioniert sind PSP Swiss Property und Allreal. Im Fall von PSP wiegt die finanzielle Flexibilität (Zinssatz, Eigenkapital) die Marktrisiken (nur Geschäftsliegenschaften, keine Wohnungen) auf. Bei Allreal gefällt der Portfolio-Mix.

## Option Fonds

**Immobilienfonds bieten eine Alternative zu Anlagen in Einzeltiteln.** Die Anlagegefässe waren 2014 gefragt. Sie erreichten eine Performance von 14,6% gemessen am ImmoFonds-Schweiz-Index von DB-Rüd-Blass. Das rege Anlegerinteresse spülte den Immobilienfonds 900 Mio. Fr. frisches Kapital



Finanz und Wirtschaft  
8021 Zürich  
044/ 248 58 00  
www.fuw.ch

Medienart: Print  
Medientyp: Publikumszeitschriften  
Auflage: 25'067  
Erscheinungsweise: 2x wöchentlich

Themen-Nr.: 230.015  
Abo-Nr.: 1068523  
Seite: 6  
Fläche: 91'792 mm<sup>2</sup>

in die Kasse. Das entsprach einem Drittel der Neugelder, die schweizweit in kotierte Immobilienvehikel flossen. Neuemissionen waren etwa die mit Logistikimmobilien dotierten Fonds Procimmo II und CS Logistics Plus.

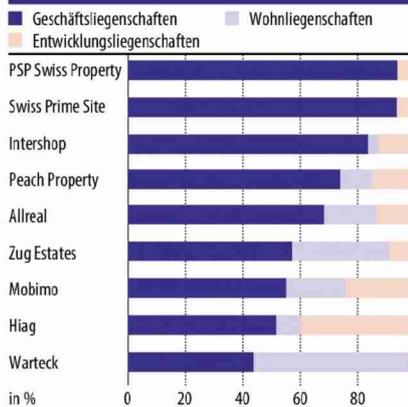
Das Interesse führte zu einer markanten Höherbewertung. **Basierend auf dem Nettoinventarwert (NAV) erreichte das marktkapitalisierungsgewichtete Agio der kotierten Immobilienfonds 23,7%.** Die durchschnittliche Kursprämie der Gesellschaften auf dem NAV betrug nur 7,1%. Das Potenzial für weitere Kursavancen wegen Zinssenkungen ist auf diesem Niveau weitgehend ausgereizt. Wie im Aktienmarkt haben Wohnimmobilien derzeit ein besseres Ansehen als Geschäftliegenschaften. Der Aufpreis von Wohnungsfonds übertrifft das Agio der Fonds für Geschäftsimmobilen um 18%. **GA**

### Immobilien gesellschaften im Vergleich

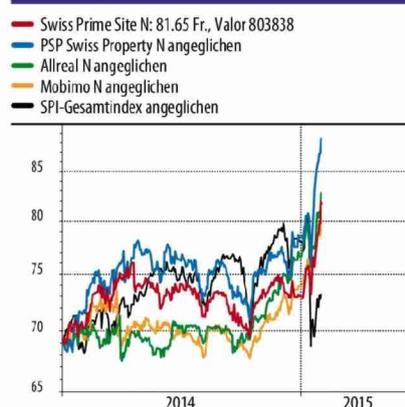
Immobilien	Kurs am 3.2.	Börsenwert in Mio. Fr.	Gewinn je Aktie		Div.-Rend. 2014 in % <sup>A</sup>	Marktwert Portfolio in Mio. Fr. <sup>2</sup>	Eigenkapital in % d. Bilanzsumme <sup>2</sup>	Durchschnitts- zinssatz in % <sup>2</sup>	Zinsbindung in Monaten <sup>2</sup>	Leerstand- quote in % <sup>2</sup>
			2014 <sup>1, A</sup>	2015 <sup>1, A</sup>						
Allreal	147.80	2354	7.00	7.50	3,7	3250	47,0	2,07	51	5,6
BFW Liegenschaften	32.25	168	1.20	1.50	3,8	317	52,5	2,2	38	4,0
Hiag	85.20	681	3.50	4.20	3,8	1122	53,2	1,11	n.v.	8,1 <sup>3</sup>
Intershop	372.50	745	25.60	26.00	5,4	1243	39,2	2,51	73	10,9
Mobimo	217.10	1349	10.00	10.50	4,4	2538	44,0	2,6	98	5,8
Peach Property	10.40	51	-2.65	0.50	-	596	21,1	n.v.	n.v.	n.v.
PSP Swiss Property	96.35	4418	3.60	3.50	3,4	6030	57,8	1,76	44	9,3
Swiss Prime Site	81.65	5197	3.75	3.80	4,4	9558	39,2	2,2	55	6,8
Wartec	1890	280	72.00	72.00	3,7	562	36,2	2,65	91	2,4
Zug Estates	1302	621	45.00	50.00	1,4	1072	59,9	2,3	99	2,4

<sup>A</sup>Schätzung <sup>1</sup>ohne Neubewertungseffekt <sup>2</sup>per 30. Juni 2014 <sup>3</sup>nur Bestandesportfolio

### Portfolio-Anteile



### Swiss Prime Site N



### Zug Estates N

