

25.09.2008

Abschläge zu NAV-Werten auf Rekordniveau. Nach ersten Zinssenkungen durch die EZB in 2009 wird eine Stabilisierung und Verminderung der Abschläge erwartet.

CEE gilt im Vergleich zum krisengeschüttelten Westeuropa und der riskanten GUS als sicherer Hafen.

Die Investoren sollten sich nicht an den aktuell ausgewiesenen Ergebnissen orientieren, sondern auf Unternehmen mit solider Bilanz, erstklassigen Objekten und konservativem Finanzmanagement setzen.

Die Kurse der börsennotierten Immobilienunternehmen sind in den vergangenen 12 Monaten regelrecht abgestürzt. Auf Grund von durch die Finanzkrise ausgelösten Ängsten gaben CEE-Immobilienaktien bis zu 70 % ihres Kurswertes ab. Daher sind die Bewertungen von CEE-Immo-Unternehmen nun mit einem durchschnittlichen Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) von 0,33x auf Basis 2008e im historischen Vergleich besonders attraktiv. Im Gegensatz dazu liegt die entsprechende Kennzahl der großen europäischen Immo-Titel bei etwa 0,7x.

Die gegenwärtige Lage im Immobilienbereich ist hauptsächlich auf strengere Kreditvergabebedingungen und gestiegene Zinsen zurückzuführen. Während der EURIBOR um etwa 70 Bp über dem Vorjahresniveau liegt, erhöhten sich die durchschnittlichen Margen für Immobilienkredite nach Schätzung der Erste Group Analysten in CEE um 50 – 100 Bp, in SEE um bis zu 200 Bp und in GUS (laut verschiedenen Berichten) sogar um 200 – 300 Bp. „Da auch die (bei Betrachtung der Renditen von Immobilienanleihen) erforderlichen Eigenkapitalrenditen um etwa 200 Bp stiegen, überrascht es nicht, dass die Mietrenditen von den im 3Q 07 verzeichneten Tiefs wieder angestiegen sind und noch reichlich Spielraum nach oben haben“, meint Günther Artner, Co-Head von CEE Equity Research. „Da die EZB unserer Meinung nach das Wachstum in der EU im kommenden Jahr stützen muss, erwarten wir, dass eine Senkung der EZB-Leitzinsen den weiteren Anstieg der Mietrenditen 2009 begrenzen und damit zur Stabilisierung und allmählichen Erholung des Sektors beitragen wird“, fügt er hinzu.



Mietenanstieg in CEE soll sich nur verlangsamen

Was in CEE zählt, ist das erwartete Angebot. „Wie wir beobachten können, werden wegen der Kreditkrise laufend geplante Projekte reduziert – womit dem erwarteten niedrigeren BIP-Wachstum ein niedrigeres Angebot gegenüber steht. Da unserer Einschätzung nach große lokale Institutionen und staatliche Behörden in einem durch stabiles niedriges BIP-Wachstum gekennzeichneten Umfeld auch weiterhin effizientere Büroräumlichkeiten nachfragen werden, erwarten wir in CEE eine Verlangsamung der Mietenanstiege, aber keinen wesentlichen Rückgang der Mieten“, erklärt Gernot Jany, CEE Immobilien Sektor Analyst der Erste Group.

Der einzige gute Grund für niedrige Bewertungen lokaler Immobilienaktien sind damit die geringere Liquidität und die Ungleichgewichte auf den CEE-Investmentmärkten und bei manchen Titeln die niedrigen laufenden Cashflows. Da stark fremdfinanzierte Käufer vom Markt verschwunden sind und Immobilienunternehmen danach streben, als Ersatz für nicht mehr verfügbare Anleihen- und Aktienfinanzierung fertiggestellte Projekte rasch zu Geld zu machen, erscheint die Situation derzeit ausweglos. Für gute Projekte sind jedoch immer noch Kredite zu haben, da die örtlichen Banken über ein hohes Einlagenniveau verfügen. Auch ist für defensiv eingestellte Anleger CEE im Vergleich zum krisengeschüttelten Westeuropa und der riskanten GUS immer noch ein sicherer Hafen.



Es werden keine überschießenden Mietrenditen erwartet

Die Renditen werden wegen der höheren Finanzierungskosten (Eigen- & Fremdkapital) und des höheren Anteils von Eigenkapital bei Investmentdeals deutlich steigen müssen. Sinkende Zinsen und, in der Folge, fallende Risikoaufschläge sollten gegen Ende 2009 die Renditen wieder sinken lassen. „Für Aktien bedeutet das, man solle sich nicht unbedingt an den kurzfristigen Ergebnissen orientieren, sondern bei den aktuellen Bewertungen eher auf Unternehmen mit solider Bilanz, ausgezeichneten Assets und konservativem Finanzmanagement setzen“, resümiert Günther Artner.

Empfehlungen und Kursziele der Erste Group Analysten:

Wir starten unsere Coverage der **CA Immo** Aktie mit einem Hold-Rating und einem Kursziel von EUR 13,0. Das Unternehmen verfügt unserer Meinung nach zwar über ein gutes Management und hatte auch von Anfang an die richtige Unternehmensstruktur, doch halten uns die Vivico-Übernahme 2008 und die damit verbundenen enormen Entwicklungsprojekte davon ab, eine bessere Empfehlung abzugeben. Wir betrachten die Aktie dennoch als eine konservative Anlagemöglichkeit mit – auf dem gegenwärtigen Bewertungsniveau – geringem Risiko nach unten. Unser Rating für **CA Immo International** stufen wir von Accumulate auf Buy hinauf. Das Unternehmen hat vor Kurzem die Projektpipeline reduziert und angekündigt, man werde sich nur dann auf „Schnäppchenjagd“ begeben, wenn sich reale Marktchancen ergeben sollten. Die Aktie ist nicht 100% liquide. Unserer Meinung nach ist sie jedoch mit einem geschätzten Fremdkapitalanteil von nur 12 % per Ende 2008 in der gegenwärtig schwierigen Marktsituation für eine konservative Strategie perfekt geeignet. Zudem erhöht die Holding CA Immo ihre Beteiligung stetig und hält derzeit bereits 59 %. Investoren, die auf diesen Niveaus einsteigen, können mit einer prognostizierten Dividendenrendite von etwa 6 % rechnen, während sie auf einen Kursanstieg der Aktie, der spätestens im Laufe des Jahres 2009 eintreten sollte, warten.

Wir bestätigen unsere Accumulate-Empfehlung für die Aktie **ECO Business-Immo** und setzen unser neues 12-Monats-Kursziel mit EUR 7,70 fest. Das Unternehmen ist gut geführt, leidet aber derzeit unter den Vorbehalten gegenüber Small Caps. Der Schwerpunkt auf Österreich und Deutschland ist in den für CEE-Immobilien aktuell turbulenten Zeiten ein klarer Vorteil. Früher oder später erwarten wir seitens conwert (das eine Beteiligung von 24,9 % besitzt) ein freiwilliges Übernahmeangebot. Dabei ist jedoch keine Eile geboten, da der 6-Monats-Durchschnittskurs der Aktie (der das Minimum für ein Übernahmeangebot darstellt) derzeit stetig fällt.

Wir reduzieren das Rating für **GTC** von Buy auf Hold und haben auch unsere kurzfristigen Schätzungen für das Unternehmen zurückgenommen. Diese Herabstufung ist auch durch den Umstand begründet, dass die Aktie immer noch mit deutlichen höheren Multiples als die meisten Vergleichswerte notiert. GTC bleibt dank des hochwertigen Portfolios, aktuell hoher Margen bei kommerziellen Projekten, der Expansion in die GUS-Märkte und einer soliden Bilanz ein relativ sicheres Investment. Wegen der Erwartung niedrigerer Margen bei Wohnbauprojekten in Polen und Russland und der langsameren Durchführung von Bauprojekten haben wir unseren 12-Monats-Zielkurs für die Aktie allerdings von PLN 47 auf PLN 31 gesenkt.

Unser Rating für **Immoeast** haben wir von Buy auf Accumulate reduziert und unser neues Kursziel mit EUR 4,0 angesetzt. Unserer Meinung nach ist das Unternehmen zwar „too big to fail“, doch sind wir angesichts der jüngsten Ereignisse doch etwas alarmiert. Im Zielkurs ist ein Abschlag von 20 % für die Qualität der Corporate Governance berücksichtigt, da wir nicht glauben, dass ein Unternehmen wie Immoeast unter anderer Führung einem anderen Immobilienunternehmen EUR 1,8 Mrd. geliehen hätte. Dass Immofinanz in der vergangenen Monaten das gewährte Darlehen sogar noch erhöht und damit die Möglichkeiten von Immoeast, Wachstum zu finanzieren, vermindert hat, ist unserer Ansicht nach eindeutig nachteilig für Immoeast-Aktionäre. Wegen des Kurs/NAV-Verhältnisses von 0,21 auf Basis 2008/09e sehen wir dennoch deutliches Aufwärtspotenzial für die Immoeast-Aktie. Dieses wird vermutlich aber erst dann realisiert werden, wenn Immofinanz mit der Rückführung des konzerninternen Darlehens beginnt.

Unser zweiter Favorit im Bereich CEE Immobilien ist **Orco**. Angesichts jüngster Meldungen über neuerliche Möglichkeiten für Kapitalerhöhungen und der Verschiebung von sechs Projektentwicklungsplänen bestätigen wir für Orco unsere Buy-Empfehlung und setzen unser Kursziel mit EUR 41 an. Der hohe Abschlag zum NAV 2008 von 76 % ist unserer Meinung nach durch Bedenken bezüglich der Liquidität nicht mehr gerechtfertigt. Orco ist die 2. Aktie in unserem Analyseuniversum, die ein Potenzial für Kursgewinne von >100 % bietet.

Da die Erste Group an **Sparkassen Immo** eine Beteiligung von 9 % besitzt, vergeben wir für diese Aktie kein Rating und kein Kursziel. Das Unternehmen hat eine Investment- und Entwicklungspipeline im Wert von EUR 750 Mio. zu finanzieren, was mit der Erste Group als Aktionär und einem geschätzten Fremdkapitalanteil von 52 % für 2008 (ohne Genussscheine) jedoch kein großes Problem bedeuten sollte. Die Konzentration des Unternehmens auf Investments in erstklassige Standorte erweist sich aktuell als echter Vorteil.

CEE Real Estate Sector [ppt; 2,2 MB]

CEE Real Estate Narrowing the valuation gap [pdf]