

## Immobilienaktien wecken wieder den Appetit der Anleger, CEE wird nach wie vor als problematisch gesehen.

Zurück

07.10.2009

- Der Immobilienmarkt holt dank gelockerter Kreditbedingungen, stark gefallener Zinsen und dem gestoppten Anstieg der Markttrenditen wieder auf
- Die Investoren zeigen nach wie vor Vorsicht bei CEE-Immobilienaktien, die mit rund 40% Abschlag zu den NAV-Werten gehandelt werden; demgemäß bietet sich hier ein Aufwärtspotenzial sobald die Ängste weiter nachlassen
- Unsere Top Picks sind Immoeast, S Immo und ECO angesichts ihrer sehr attraktiven Abschläge zum Buchwert/Aktie und den erwarteten stark verbesserten Cashflows

Zwischen Ende August 2008 (kurz vor dem Zusammenbruch von Lehman) und März 2009 büßten Immobilienaktien auf europäischer und globaler Ebene rund 50% ihres Kurswertes ein. Eine besonders schmerzhaft Bauchlandung erlebte der österreichische Immobilienindex IATX, der 80% Wertverlust verzeichnete. „Seit März haben wir bei Immobilienaktien zwei Aufwärtsphasen beobachtet, die erste von Anfang März bis Mitte April, die zweite von Mitte Juli bis etwa Mitte September. Der Grund: Ausgehend von verbesserten Stimmungs- und anderen Makroindikatoren rechnen mehr und mehr Marktteilnehmer mit einer Erholung der Wirtschaft“, sagt Günther Artner, Co-Head von CEE Equity Research. Europäische und globale Immobilienaktien konnten seit ihren Tiefstständen im März generell etwa 70% zulegen; der IATX schoss sogar rund 250% in die Höhe.

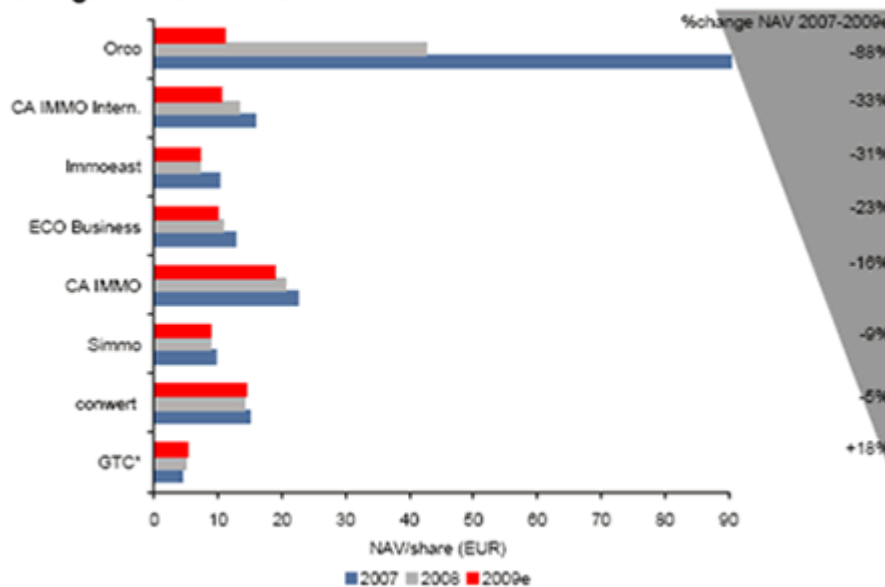


Performance von Immo-Aktien nach Ländern Österreich war durch das hohe CEE-Engagement mancher Firmen sowie interner Probleme beim größten Emittenten, Immoeast, am stärksten betroffen. Österreich bekam unter diesen Ländern die Finanzkrise auch als erstes voll zu spüren.

## Anleger nach wie vor in Angst vor CEE

Ein Blick auf die Branchen-Performance im Analyseuniversum der Erste Group zeigt den Immobiliensektor über einen Horizont von 24 Monaten als den schwächsten Performer neben (den durch die Finanzkrise geschüttelten) Banken und der Grundstoff-Branche nach dem Platzen der Rohstoffblase und dem Einsetzen der Wirtschaftskrise. Die Performance der Immobilienaktien spiegelt sich in der Entwicklung der Kurs-Buchwert-Verhältnisse (K/BW). Österreichische Immobilienaktien fielen im 2H 08 von einem Spitzen-K/BW von 1,05x auf ein Niveau von 0,17x ab und liegen inzwischen wieder bei 0,6x. „Damit werden sie weiter mit deutlichem Abschlag zu den westeuropäischen Vergleichswerten gehandelt, deren K/BW-Multiples fast schon wieder auf Paritätsniveau oder sogar darüber geklettert sind. Man kann also sagen, dass die Investoren für die CEE-Märkte noch immer hohe Risikoprämien einkalkulieren“, erklärt Gernot Jany, Analyst für den CEE-Immobilien-Sektor bei der Erste Group. Dank gelockerter Kreditbedingungen, stark gefallener Zinsen und dem gestoppten Anstieg der Marktrenditen hat der Immobilienmarkt im Vorjahresvergleich jedoch aufgeholt. Die ersten Märkte, die wieder auf den Radarschirmen investitionswilliger Anleger auftauchten, waren London und Paris. Das Investitionsvolumen auf den europäischen Immobilienmärkten lag im 2Q 09 noch 37% unter dem Vergleichswert des Vorjahrs, aber im Quartalsvergleich ist das Transaktionsvolumen bereits wieder gestiegen. Die Märkte mit den höchsten Verlusten, wie etwa London, Madrid, Barcelona und Paris, meldeten nun das höchste Käuferinteresse. Gleichzeitig erscheinen die Immobilienmärkte in CEE durch die Risikoaversion der Anleger weiterhin wie gelähmt.

### NAV growth 2007 to 2009e

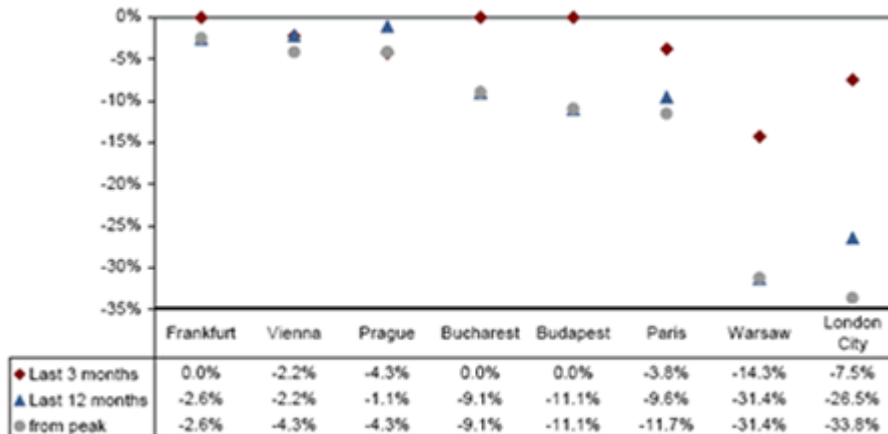


\* GTC: BVPS, as company does not provide NAV  
 Source: Company data, Factset, Erste Group estimates

### CEE-Engagement wird bestraft

Die Unternehmen mit dem höchsten Rückgang der NAV-Werte waren Orco, CA Immo International und Immoeast; alle haben einen hohen CEE-Anteil, umfangreiche Entwicklungs-Pipelines und ein hohes Gearing Ratio (im Fall von Orco). conwert und S Immo, beide mit einem hohen Portfolioanteil an Wohnimmobilien, konnten ihre NAV-Werte vergleichsweise stabil halten. „Wir rechnen für 2009 und 2010 allerdings mit einem Rückgang der Margen bei Entwicklungsprojekten“, meint Erste Group Analystin Martina Valenta. Das höchste Aufwärtspotenzial zum durchschnittlichen Kurs/NAV-Verhältnis von 0,6x – ausgenommen die in Restrukturierung befindliche Orco – bietet sich derzeit bei ECO Business Immobilien und CA Immo. Keine der Aktien kommt bisher annähernd an ihr Kurs/NAV-Verhältnis von 2007 heran. Westeuropäische Aktien werden bereits wieder zu Werten um 1 oder darüber gehandelt. „Ausgehend von unseren Prognosen rechnen wir in der Periode 2009 bis 2011 nicht mit einer negativen Entwicklung der NAV-Werte. Demgemäß dürften die aktuellen Abschläge von etwa 40% Aufwärtspotenzial bieten, sobald die Ängste der Investoren hinsichtlich CEE und österreichische Immobilienaktien weiter nachlassen“, erwartet Valenta

### Development of office rents in key European markets



Source: CBRE

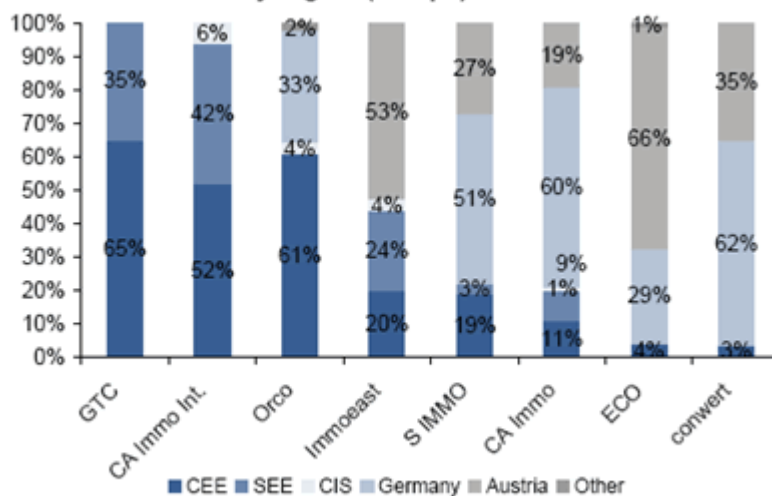
9/30/2009	Rep. Curr.	Mcap (EURmn)	Price Current (LC)	Target	Recommendation	Upside potential	Performance (EUR terms)			
Company							1M	3M	6M	12M
Sparkassen Immobilien	EUR	356	5.22	7.1	Buy	36%	4%	22%	122%	9%
ECO Business-Immo	EUR	161	4.73	6.4	Buy	35%	15%	88%	231%	33%
Immoeast	EUR	3,519	4.22	5.2	Buy	23%	18%	136%	294%	138%
CA IMMO International	EUR	256	5.90	6.9	Accumulate	17%	16%	63%	158%	43%
conwert Immobilien Invest AG	EUR	761	9.39	10.7	Accumulate	14%	10%	63%	98%	42%
GTC	EUR	1,245	24.10	26.7	Accumulate	11%	-5%	9%	63%	10%
CA IMMO	EUR	771	8.84	10.2	Hold	15%	2%	50%	144%	28%
Orco	EUR	84	7.80	7.2	Reduce	-8%	-11%	32%	93%	-54%

Source: Factset, Erste Group

Unsere drei **Top Picks** – **Immoeast**, **S Immo** und **ECO** – weisen alle sehr attraktive Abschläge zum jeweiligen Buchwert/Aktie auf. ECO ist nach wie vor die billigste österreichische Immobilienaktie in unserem Analyseuniversum. S Immo wird 2009 über dem Median gehandelt, zeigt aber 2011, nach Abschluss der Entwicklungsprojekte, hohe Abschläge. Die letzteren werden in den Folgejahren auch für ein attraktives Wachstum der Erträge und der Cashflows sorgen. Zudem werden freie Cashflows aus der Veräußerung von Vermögenswerten, die nicht für Deleveraging-Zwecke benötigt werden, von ECO möglicherweise für die Ausschüttung einer Dividende oder für ein Aktienrückkaufprogramm verwendet; davon sollten bestehende Anleger profitieren. Immoeast ist auf Grund seiner Größe das von ausländischen Investoren mit der höchsten Aufmerksamkeit verfolgte österreichische Immobilienunternehmen und bietet als Restrukturierungsfall nach wie vor ein interessantes Aufwärtspotenzial.

Wir bestätigen unsere **Hold**-Empfehlung für die Aktie der **CA Immo**, die das Ertragspotenzial ihres umfangreichen Grundbesitzes in Deutschland angesichts der schwachen Nachfrage nach gewerblichen Immobilienprojekten derzeit nicht voll nutzen kann. Wir bleiben auch bei unserer **Reduce**-Empfehlung für den tschechischen Immobilienentwickler **Orco**, bei dem der Abschluss der Restrukturierung bislang an einer Vielzahl offener Fragen hängt.

### Portfolio breakdown by region (in sqm)



Source: Company data

Unser Rating für die polnische Entwicklungsgesellschaft **GTC** stufen wir von Hold auf **Accumulate** hinauf. Unser neues Kursziel ist PLN 26,7. Wir bestätigen unsere **Accumulate**-Empfehlung für **CA Immo International** und

setzen unser neues Kursziel mit EUR 6,9 fest. Wir reduzieren das Rating von **conwert** von Buy auf **Accumulate**, erhöhen aber das Kursziel auf EUR 10,7.

[Zurück](#)