

CEE-Immobilienaktien mit 15% Aufwärtspotenzial, Profitabilität bleibt zurück

03.10.2011

Erste Group Analysten erwarten für Immobilienunternehmen für das Jahr 2012 ein ROE von 4%; bei CEE-Immobilienaktien ist bis Jahresende ein Kursgewinn von 15% möglich

Unterdurchschnittliche Profitabilität als größter Hemmschuh für ein Kurs-Buchwert-Verhältnis (K/BW) bei 1,0x

Aufwärtstrend in CEE geprägt von niedrigen Leerstandsdaten, starker Nachfrage und einer schwachen Pipeline

Toptitel: Kauf-Empfehlung für GTC, Immofinanz und S Immo, aufgrund guter finanzieller Stabilität, starkem Engagement bei Einzelhandelsimmobilien und höchster Profitabilität

Der jüngste Einbruch der Renditen von gut-bewerteten Staatsanleihen lässt Investitionen in Immobilien im Vergleich zu anderen Anlageklassen attraktiver erscheinen. „Wir beobachten derzeit den größten Renditeabstand seit dem Frühjahr 2009. Allerdings sind die derzeitigen ROE-Niveaus noch enttäuschend niedrig. Während sich die Mieten von der Krise bereits erholt haben, müssen Einsparungen bei Betriebskosten erst realisiert werden, insbesondere da die Entwicklungsvolumina und die Gewinne nicht so bald wieder das Vorkrisenniveau erreichen werden. Für Immobilienaktien spricht der 50%-Abschlag gegenüber dem Buchwert“, erklärt Günther Artner, Co-Head CEE Equity Research. Im internationalen Vergleich werden CEE-Immobilienaktien gegenüber den jeweiligen Buchwerten mit deutlichen Abschlägen gehandelt, sind auf Basis von Cashflow-Multiples aber wie die Vergleichswerte bewertet, was ihre unterdurchschnittliche Profitabilität unterstreicht.

Die seit August dieses Jahres auftretenden Marktturbulenzen haben die Bewertungen der Immobilienaktien auf das Niveau von 2009 – unmittelbar nach Durchschreiten der Talsohle – gedrückt. Angesichts dieser im Vergleich zu den jeweiligen Buchwerten günstigen Aktienkurse wird für die Firmen der Rückkauf von Aktien oder sonstiger ausstehender Finanzinstrumente zunehmend interessanter als direkte Investitionen in Immobilien. Dieser Ansatz wird bereits von conwert und Immofinanz verfolgt. Weitere Unternehmen könnten ähnlich vorgehen.

Investitionsvolumen gegenüber Vorquartal um 12% gesunken

In Europa schwanken die Investitionsvolumina mehr denn je mit der Konjunktorentwicklung. Im 2Q 11 sanken die Transaktionsvolumina auf dem europäischen Investmentmarkt gegenüber dem Vorquartal um 12% auf EUR 25 Mrd. Auch im Jahresvergleich ging der Investitionsumsatz von EUR 25,7 Mrd. im 2Q10 um 3% zurück. Der Druck auf die in erstklassigen Lagen erzielbaren Jahresrenditen setzte sich im 2Q 11 fort, wobei in CEE die Städte Moskau, St. Petersburg, Bukarest und Kiew die stärksten Rückgänge hinnehmen mussten.

Mitte August 2011 hatten die Investitionen in den CEE-Immobilienmarkt EUR 6,9 Mrd. erreicht. Sie lagen damit um 20% über dem Wert für das Gesamtjahr 2010 und waren das Ergebnis von etwa 120 Transaktionen. Die Investitionstätigkeit konzentrierte sich wiederum vor allem auf die Märkte Polen und Russland, auf die mehr als 70% der gesamten CEE-Investitionen entfielen. An der Höhe der Immobilieninvestitionen gemessen ist die Tschechische Republik der drittgrößte Markt der Region. Bis Mitte August konnte gegenüber dem Gesamtjahr 2010 bereits ein Volumenzuwachs von 50% gemeldet werden. Im Bürosegment lag der Investitionsumsatz im 1H 11 bei EUR 2,2 Mrd., was vor allem Transaktionen in Russland und Polen, die 75% zum Gesamtvolumen beitrugen, zu verdanken war. Obwohl immer noch mehr als 50% des Umsatzes von lokalen Investoren kommen, steigen auch die grenzüberschreitenden Aktivitäten.

Stärkster Anstieg der Kapitalwerte im Einzelhandelssegment

Im Vergleich der drei Segmente (Wohnbau, Einzelhandel und Bürogebäude) verzeichneten Einzelhandelsimmobilien im 2Q 11 mit 8,8% gegenüber dem Vorquartal und 3,5% im Vorjahresvergleich das kräftigste Wachstum. Wachstumsstarke Volkswirtschaften wie Deutschland, Russland, Polen und die Nordischen Länder konnten im Einzelhandelssegment

steigende Umräume verbuchen, während die Geschäftstätigkeit in den südeuropäischen Ländern gedämpft blieb. Die Investoren agieren nach wie vor vorsichtig und sorgen sich wegen des Wirtschaftswachstums und der Auswirkungen der Sparmaßnahmen auf die Konsumausgaben.

Während die Kapitalwerte von Industrieimmobilien rückläufig waren, meldete das Bürosegment gegenüber dem Vorquartal ein Minus von 0,3%, im Jahresabstand jedoch eine Steigerung um 2%. Eine Betrachtung nach geografischen Regionen zeigt den stärksten Anstieg der Kapitalwerte in der CEE-Region mit +0,9% gegenüber dem Vorquartal (+3,5 gegenüber dem Vorjahr), gefolgt von der Nordischen Region mit +0,6% gegenüber dem Vorquartal (+4,4% gegenüber dem Vorjahr).

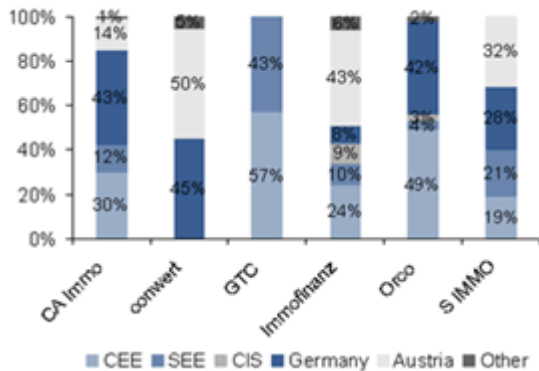
Die Fertigstellung von Büroimmobilien erreichte im 1H 11 in den CEE-Hauptstädten mit mageren 460.000 m² ein neues Tief (gegenüber 2,1 Mio. m² im Gesamtjahr 2010), wovon mehr als die Hälfte der Flächen in Moskau lag. Was die Abschätzung des zukünftigen Angebots an Büroflächen betrifft, bietet ein Blick auf die in Bau befindlichen Objekte einen guten Anhaltspunkt. In den Hauptstädten der CEE-Region werden wieder mehr neue Projekte durchgeführt.

Bei den Mieten für Objekte in erstklassigen Lagen scheint die Stabilisierungstendenz auf den europäischen Immobilienmärkten anzuhalten. Dies bestätigt sich bei Betrachtung des EU15 Office Rent Index, der im 2Q 11 (+2,1% gegenüber dem Vorjahr) stagnierte, während der EU15 Industrial Rent Index leicht um 0,5% zurückging (-0,1% gegenüber dem Vorjahr). Der entsprechende Einzelhandelsindex konnte auf Grund der in verschiedenen Städten Deutschlands, Frankreichs, Großbritanniens, Finnlands und Schwedens anziehenden Mieten sogar einen Anstieg um 1,7% gegenüber dem Vorquartal (+2,6% gegenüber dem Vorjahr) verbuchen.

Ausblick

Die meisten Immobilienunternehmen können das anhaltend niedrige Zinsumfeld nicht nutzen, da sie sich auf höheren Niveaus abgesichert haben. Diese Faktoren verhindern nach wie vor eine Verbesserung des ROE. „Eine Erreichung der Vorkrisenniveaus von 10% ROE und einer Parität von K/BW erscheint uns unwahrscheinlich, da diese Zahlen auf einem stark positiven Hebeleffekt beruhen und zusätzlich hohen Aufwertungsgewinnen zu verdanken waren. Wir erwarten bei Unternehmen mit neuen Objekten in guten Lagen etwas höhere Aufwertungsgewinne. Auf Basis unserer neuen, reduzierten Schätzungen ergibt eine Regressionsanalyse des ROE gegenüber K/BW bis Jahresende ein mögliches Steigerungspotenzial von 15% und bis Ende 2012 von 25% (zusätzlich zu den Dividendenausschüttungen)“, erklärt Martina Valenta, Analystin für den Immobiliensektor bei der Erste Group. Die von der Erste Group durchgeführte Regressionsanalyse von ROE vs. K/BW zeigt, dass die Immobilienunternehmen zur Erreichung einer K/BW-Parität ein ROE von 11% erzielen müssten. Prognostiziert wird für 2012 für die österreichischen Unternehmen im Durchschnitt ein ROE von 3,7% und für die CEE-Entwickler 1,9%. Eine Kurssteigerung um 25% bis Jahresende 2012 würde zu diesem Zeitpunkt dann ein durchschnittliches K/BW-Multiple 2013e von 0,6x ergeben.

Portfolio breakdown by region (1H11, fair value)



Deutschland und Österreich bleiben für Veranlagungen attraktiv

Abgesehen von dem reinen CEE-Unternehmen GTC sind alle Unternehmen des von der Erste Group analysierten Universums signifikant auf dem stark performenden deutschen und österreichischen Markt engagiert. convert hält mit 45% den größten Anteil an deutschen Objekten (vorwiegend Wohnimmobilien), gefolgt von CA Immo mit 43%.

Das derzeit starke Einzelhandelssegment ist in den Beständen der von uns analysierten Unternehmen im Allgemeinen nicht prominent vertreten. Den höchsten Anteil an diesem Segment hält GTC mit 36%, gefolgt von S Immo (27%) und Immofinanz (25%).

Empfehlungen und Kursziele der Erste Group Analysten:

Company	Curr. (EUR/mn)	Mcap (EUR/mn)	Price	Target		Upside potent.	Rating		Performance (EUR terms)			
				NEW	OLD		NEW	OLD	1M	3M	6M	12M
CA Immo	EUR	811	9.24	11.00	15.00	19%	Accumulate	Accumulate	4.4	-23.0	-29.5	-11.3
convert	EUR	761	9.30	11.00	12.40	18%	Accumulate	Hold	-2.4	-19.8	-20.9	-11.8
GTC	PLN	537	10.84	13.60	23.10	25%	Buy	Hold	-0.2	-41.4	-48.4	-50.8
Immofinanz	EUR	2,115	2.25	3.50	4.00	56%	Buy	Buy	-5.9	-19.4	-28.8	-19.8
Orco	EUR	72	4.25	4.30	8.20	1%	Hold	Accumulate	-31.5	-44.8	-54.9	-43.4
S Immo	EUR	260	3.82	5.20	6.30	36%	Buy	Buy	2.2	-17.2	-22.7	-30.9

Prices as of (close): 28-Sep-11

Source: Factset, Erste Group

CA Immo. Die Analysten der Erste Group haben ihr Kursziel von EUR 15,0 auf EUR 11,0 reduziert und bestätigen ihre **Accumulate**-Empfehlung. Auf Grundlage der reduzierten Schätzungen beträgt das ROE für 2011 3% und liegt damit deutlich unter dem von CA Immo für das Gesamtjahr genannten ROE-Ziel von 5%. Die Analysten der Erste gehen in ihrer Prognose jedoch von einer unveränderten Dividende in Höhe von EUR 0,40 aus, was der Zielsetzung des Unternehmens, etwa 2% des NAV auszuzahlen, entspricht.

conwert. Die Analysten stufen conwert bei einem reduzierten Kursziel von EUR 11,0 (zuvor EUR 12,40) von Hold auf **Accumulate** hinauf.

GTC notiert gegenüber dem 1H 11-Buchwert mit dem historisch höchsten Abschlag von 46%. Die Analysten fixieren das Kursziel bei PLN 13,6/Aktie, was gegenüber dem für 2013 erwarteten Buchwert einen Abschlag von 42% bedeutet. Die Erste Group-Analysten stufen ihre Empfehlung damit von Hold auf **Buy** hinauf.

Immofinanz. Die Analysten bestätigen ihre **Buy**-Empfehlung, senken ihr Kursziel aber von EUR 4,0 auf EUR 3,5. Sie begründen dies mit niedrigeren Schätzungen sowie einer Vorsorge für rechtliche Risiken.

Orco. Die Analysten der Erste Group vergeben für Orco eine **Hold**-Empfehlung mit einem Zwölfmonatskursziel von EUR 4,3 je Aktie. Das Kursziel basiert auf einem Abschlag von 60% vom Barwert des für 2013 erwarteten NAV, der wegen der bei Orco derzeit bestehenden Refinanzierungsrisiken angepasst werden musste.

S Immo. Die Analysten senken ihr Kursziel von EUR 6,3 bis EUR 5,2, bestätigen jedoch ihre **Buy**-Empfehlung für S Immo. Die Reduzierung des Kursziels erfolgt wegen der für 2012 und 2013 gesenkten Prognosen und der Erwartung einer schwächeren Konjunktorentwicklung.

[Erste Sector Real Estate \[pdf; 1009.2 KB\]](#)

[Präsentation: CEE Equity Research \[pdf; 1.0 MB\]](#)