

Nummer eins unter den Kotierten

Die Swiss Prime Site AG gewinnt den NZZ Real Estate Award

Die finanzielle Performance einer Immobilienaktie lässt sich am Kurszettel ablesen. Weniger gut sichtbar sind die dem Portefeuille und dem Geschäftsmodell unterliegenden Risiken. Der NZZ Real Estate Award beurteilt beides.

Andreas Loepfe*

Bereits zum sechsten Mal wurde anlässlich der Real Estate Days der NZZ Real Estate Award vergeben: Die Auszeichnung, mit der das Management von kotierten Immobilienanlagen für die erbrachte Leistung der vergangenen fünf Jahre geehrt wird, ging dieses Jahr erstmals an die Swiss Prime Site (SPS). Für die Beurteilung werden die Bewertung an der Börse und die operative Leistung (Fundamentalanalyse) gleichwertig berücksichtigt. Die Aufgabe der Jury besteht vor allem in der Gewichtung und Würdigung der verschiedenen Risikofaktoren. Berücksichtigt wurden dieses Jahr alle an der SIX über den gesamten Beobachtungszeitraum kotierten Immobiliengesellschaften. Nächstes Jahr werden wieder die Immobilienfonds an der Reihe sein. Die in Olten domizilierte Swiss Prime Site wurde 1999 von den Pensionskassen der Credit Suisse Group und der Siemens Schweiz sowie der damaligen Winterthur Leben gegründet. Geprägt hat das heutige Schwergewicht der Branche Markus Graf, der bis 2015 CEO war. Seit Anfang dieses Jahres ist René Zahnd, ehemaliger

Chef «Modernisation & Development» von Implemia, für das Immobilienvermögen von rund zehn Milliarden Franken verantwortlich.

Mit Leuchtturmprojekten wie dem Meseturm Basel, Sihlcity und dem Prime Tower haben die Investitionen der SPS die Schweizerische Stadtlandschaft sichtbar mitgeprägt. Die Anlagevolumina der Grossbauten überstiegen dabei alles bisher bekannte und wären wohl ohne die Zusammenarbeit mit Credit Suisse Asset Management nicht möglich gewesen. Allein die schiere Grösse mobilisierte allerdings regelmässig auch Kritiker aus allen Richtungen, welche Machbarkeit, städtebauliche Qualität und ökonomischen Erfolg infrage stellten.

Beharrlichkeit zahlt sich aus

Markus Graf blieb indes beharrlich und steuerte nicht nur erfolgreich das Fundraising, sondern auch die innerstädtischen Grossbaustellen und vor allem die Vermarktung der teilweise ungewöhnlichen Flächen. Auch der lange vergleichsweise hohe Verschuldungsgrad, der wiederholt Anlass zu Kritik gab, erwies sich als richtige Entscheidung. Chapeau vonseiten der Jury.

Mit der sich abzeichnenden Abkühlung der Schweizer Büromärkte suchte SPS eine Diversifikation in immobiliennahe Geschäftsfelder und erwarb unter anderem Jelmoli, Wincasa und Tertianum. Mit diesen Akquisitionen sank der Anteil des Mietertrages am operativen Umsatz auf unter 50 Prozent.



Das wohl bekannteste Gebäude der Swiss Prime Site: Der 2011 fertiggestellte Prime Tower in Zürich-West.

Quelle: www.primetower.ch

Während der Trend bei den kollektiven Kapitalanlagen, wie beispielsweise den Real Estate Investment Trusts (REIT), in Richtung Fokussierung und Spezialisierung geht, hat SPS den umgekehrten Weg eingeschlagen. Die Unterschiede sind beträchtlich: So betrug der Gewinn der SPS vor Zins und Steuern Mitte 2016 lediglich noch 35 Prozent des operativen Umsatzes. Von einem «Bestandhalter» von Schweizer Prime-Liegenschaften

würde man erwarten, dass rund 80 Prozent der Mieteinnahmen zur Deckung der Kapitalkosten der Investoren übrig bleiben.

Industrielle Logik

SPS war allerdings schon von Anfang an durch eine industrielle Betriebslogik getrieben. Während traditionelle Immobilieninvestoren ein hohes Wachstum aufgrund der damit zusammenhängenden Performanceverluste kritisch betrachten, strebt man bei SPS – in Analogie zum Umsatzwachstum eines Industrieunternehmens – ein hohes Mietwachstum an. Aus dieser Perspektive ist Bauen nicht ein «notwendiges Übel», um Anlagevolumen zu generieren, sondern Zweck per se; die Wertschöpfung der Bauindustrie wird als integraler Teil der Wertschöpfung der ganzen Immobilienwirtschaft verstanden.

Für die Beurteilung des fundamentalen Risikos kann – anders als bei den Immobilienfonds – nicht nur auf die «Fund Style Classification» der European Association for Investors in Non-Listed Real Estate Vehicles (INREV) zurückgegriffen werden, da diese lediglich auf die Stabilität und Prognostizierbarkeit der Mieteinnahmen richtet. Wichtig ist zu wissen, in welchem Ausmass die SPS nun Bestandhalter, Immobiliendienstleister oder Beteiligungsgesellschaft ist – und wie diese Geschäftsfelder zusammenwirken.

So ist beispielsweise die Beurteilung der Nettoinventarwerte (NAV) und damit die Berechnung des Agios heikel, wenn Gesellschaften im Inventar enthalten sind, die ihrerseits immaterielle Werte wie Goodwill aus Unternehmenskäufen in der Bilanz führen. Und es stellt sich auch die Frage, wie marktgerecht die Mieten sind, welche die Beteiligungsgesellschaften dem «Bestandhalter» zahlen, also beispielsweise Jelmoli der SPS. Klar ist auf jeden Fall: Ein Franken Gewinn bei einem typischen Bestandhalter ist aufgrund der niedrigeren Renditeerwartung an Immobilieninvestments mehr «wert» als ein Franken Gewinn bei einer Beteiligungsgesellschaft.

Trotz verschiedener Unwägbarkeiten ist die Jury zum Schluss gekommen, dass für die vergangenen fünf Jahre die «Überperformance» auch fundamental stärker gewichtet werden kann als die zusätzlichen Risiken. Es wird sich zeigen, ob die Rechnung auch in Zukunft aufgehen wird.

Die trotz höheren Risiken positive Beurteilung der SPS beruht auch auf der Einsicht, dass ein Teil der zusätzlichen, nicht immobilienmarktbezogenen Risiken titelspezifisch sind und mittels anderer nicht immobilienmarktbezogenen Risiken diversifiziert werden können. Dafür müssen diese aber systematisch in den Kontext anderer Aktien gesetzt werden: Dies ist umso einfacher als seit September dieses Jahres das Global Industry Classification System (GICS) – dem internationale Indizes wie MSCI oder S&P bereits folgen – Immobilienaktien neu als eigenen elften Sektor und nicht mehr als Teil des Finanzsektors führt.

Aufsteiger des Jahres

Aufsteiger des Jahres ist die von Cyrill Schneuwly geführte Intershop Holding AG, die dank einer hervorragenden operativen Leistung und starken Aufwertung am Kapitalmarkt von Platz drei auf Platz zwei vorrückte. Intershop ist die älteste börsenkotierte Immobiliengesellschaft der Schweiz, sie hält ein Portfolio im Wert von 1,3 Milliarden Franken und investiert vornehmlich in kommerziell genutzte Liegenschaften im Wirtschaftsraum Zürich und im Genferseengebiet. Ähnlich wie SPS zeichnet sich Intershop durch eine aktive Projektentwicklungs- und Promotionstätigkeit und eine attraktive Dividendenpolitik aus. Im Gegensatz zu SPS betreibt sie aber keine Immobiliendienstleistungen und keine immobiliennahen operativen Betriebe. Der Gewinn vor Zins und Steuern lag im ersten Halbjahr 2016 bei 33 Millionen Franken, was 79 Prozent des Liegenschaftenertrags entspricht.

*Andreas Loepfe ist Jurypräsident des NZZ Real Estate Award und Managing Director am CUREM der Universität Zürich.

ANZEIGE



Die Immobiliengesellschaft **bonainvest** engagiert sich im Zukunftsmarkt Wohnen mit Dienstleistungen.

bonainvest ist Marktführerin bei Entwicklung und Bau von gehobenem hindernisfreiem Wohnraum mit Services nach **bonacasa**-Standard.

bonacasa ist führend in der Vernetzung von Bau, Sicherheit, Dienstleistungen und Technologie.

Dies in 770 holdingeigenen Wohnungen und einem Mehrfachen davon für externe Immobilienunternehmen.

bonainvest Holding AG
Weissensteinstrasse 15 | 4503 Solothurn | T 032 625 95 95
info@bonainvest.ch | www.bonainvest.ch | www.bonacasa.ch

bonainvest

DIE BESTEN IMMOBILIEN-AKTIENGESELLSCHAFTEN 2016

Rang 2016	Aktiengesellschaft	Veränderung gegenüber 2014
1	Swiss Prime Site AG	↑
2	Intershop Holding AG	↑
3	PSP Swiss Property AG	↓
4	Mobimo AG	→
5	BFW Liegenschaften AG	→
6	Wartec Invest AG	↑
7	Allreal Gruppe	↓

Quelle: Datenverarbeitung durch Maerki Baumann & Co. AG