

# SWISS INDIRECT REAL SnapShot!

Advisory Real Estate

**Immobilien­gesell­schaf­ten:  
Steigende Leerstände –  
sinkende Diskontsätze**

[kpmg.ch/RealEstate](https://kpmg.ch/RealEstate)



*cutting through complexity*

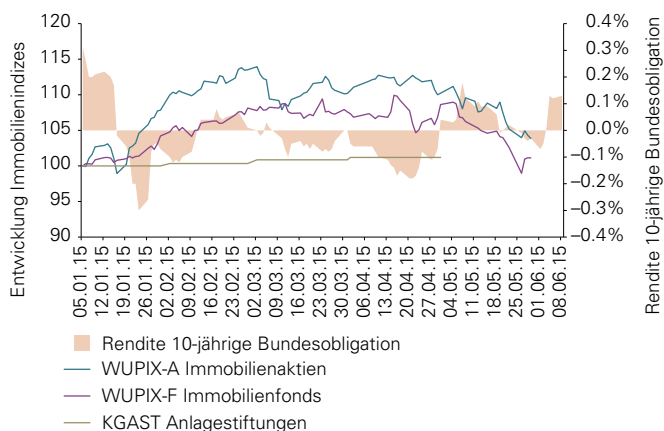
# Immobilien­gesellschaften: Steigende Leerstände – sinkende Diskontsätze

## Performance

Die kotierten Immobilien­gesellschaften zählten aus Sicht von Schweizer Investoren 2014 zu den attraktivsten Anlage­klassen überhaupt. Im vergangenen Jahr hat der SXI Real Estate Share TR Index, welcher die Gesamtperformance der kotierten Immobilien­gesellschaften abbildet, um fast 14% zugelegt. Die negative Performance aus dem Vorjahr (-7%) konnte mehr als kompensiert werden.

Im laufenden Jahr weisen die kotierten Immobilientitel eine hohe Volatilität auf. Im unmittelbaren Nachgang zur Aufhebung des Euro-/Franken-Mindestkurses profitierten sie von den rückläufigen bzw. negativen Zinsen der 10-jährigen Bundesobligationen, sowie von der allgemeinen Unsicherheit an den Finanzmärkten. Der defensive Charakter von Immobilienanlagen und die stabilen, weit über dem Niveau der Obligationenrenditen liegenden Ausschüttungen haben zu einer regen Nachfrage nach kotierten Immobilientiteln geführt. Die Kurse der Immobilien­gesellschaften haben Anfang März ihren Höchststand (+14.8% seit Jahresbeginn) erreicht, seither haben sie aber wieder Federn gelassen. Per 25.06.2015 notierten die kotierten Immobilien­gesellschaften lediglich noch ein Plus von 1.8% seit Jahresanfang. Der Kursverlust seit dem Höchststand entspricht in etwa den durchschnittlichen Ausschüttungen von fast vier Jahren. Den grössten Teil der Korrektur schreiben Marktbeobachter den jüngsten Entwicklungen im Zinsumfeld zu. Neben dem Anstieg der langfristigen Renditen spielen auch die Erwartungen der Investoren eine bedeutende Rolle. Aufgrund des erwarteten Anstiegs der Teuerungs­raten in den USA gehen viele Anleger von einer weiteren Zinserhöhung aus. Eine Fortsetzung der Normalisierung der Zinssätze könnte die Kurse der kotierten Immobilienanlagen unter Druck bringen.

Indexierte Performance Immobilienfonds und Immobilienaktien 2015



Quelle: Swiss Exchange, SNB und KPMG

## Leerstands­entwicklung

Mit Ausnahme von Intershop verzeichneten die grossen fünf Immobilien­gesellschaften («Big5») im Vergleich zum Vorjahr einen Anstieg der Leerstandsquote<sup>1</sup>. Im Durchschnitt betrug die Leerstandsquote der «Big5» 8.2%, was gegenüber dem Vorjahr einer Erhöhung um 1.1 Prozentpunkte entspricht. Damit hat sich der Trend zu steigenden Leerständen aus dem Vorjahr fortgesetzt. Diese Entwicklung reflektiert die aktuelle Situation auf dem kommerziellen Flächenmarkt, wo ein hohes Angebot neuer und bestehender Flächen auf eine eher bescheidene Nachfrage trifft.

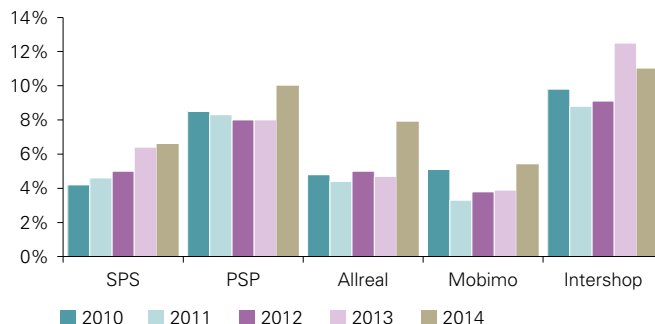
Mit einer Zunahme von 3.2 Prozentpunkten auf 7.9% verzeichnete Allreal die stärkste Zunahme der Leerstandsquote. Dabei wies die Immobilien­gesellschaft für die Geschäftsliegenschaften 7.8% und für die Wohnliegenschaften 8.5% (2013: 5.0% bzw. 3.3%) Leerstand aus. Zur Zunahme beigetragen haben insbesondere die Anfangsleerstände in den 2014 zu Renditeliegenschaften umklassierten Liegenschaften im Bau sowie auslaufende Mietverträge bei zwei Bestandesliegenschaften.

Auch bei PSP und Mobimo ist ein markanter Anstieg der Leerstandsquote von 8.0% auf 10.0% bzw. von 3.9% auf 5.4% zu notieren. Bei PSP ist ein Teil der Leerstandserhöhung auf laufende Sanierungsarbeiten an diversen Gebäuden zurückzuführen. Bei Mobimo liegt die Ursache der höheren Leerstände in den im letzten Jahr fertiggestellten, noch nicht voll vermieteten Objekten.

SPS konnte die Leerstände im Vergleich zum Vorjahr etwa konstant halten. Es ist nur eine leichte Erhöhung um 20 bps. festzustellen (2013/2014: 6.4%/6.6%).

Bei Intershop lag die Leerstandsquote der Renditeliegenschaften am Ende des Geschäftsjahres mit 11.0% (2013: 12.5%) unter dem Vorjahreswert. Dieser Abbau von Leerständen ist primär auf eine grössere Anzahl kleinerer und mittlerer Neuvermietungen zurückzuführen.

Leerstands­entwicklung Immobilien­gesellschaften



Quelle: Jahresberichte und KPMG

<sup>1</sup> Mietzinsausfälle (Minderertrag Leerstand und Inkassoverluste Mietzinsen) in % der Soll-Nettomietzinsen



### Netto-Objekttrendite

Bei den «Big5» ist seit 2010 eine Tendenz zu sinkenden Netto-Objekttrenditen festzustellen. Die durchschnittliche Netto-Objekttrendite der grossen fünf Immobiliengesellschaften lag 2010 noch bei 5.1 % und ist bis ins Jahr 2014 auf 4.5% gesunken. Diese Entwicklung lässt sich grösstenteils mit den Bewertungserfolgen der letzten Jahre erklären. In den letzten zwei Jahren führten aber auch Faktoren wie höhere Leerstände, Mietpreisreduktionen nach auslaufenden Verträgen sowie höhere Liegenschaftsaufwendungen zu tieferen Renditen.

Die höchste durchschnittliche Netto-Objekttrendite für 2014 wies Intershop mit 5.6% aus. Dies entspricht einer Reduktion 30 bps. im Vergleich zum Vorjahr. Die tiefere Netto-Objekttrendite ist gemäss Geschäftsbericht von Intershop auf Portfoliooptimierungen und auf Leerstandskosten zurückzuführen. Das höhere Renditeniveau im Vergleich zur Konkurrenz lässt sich durch die Beschaffenheit des Intershop-Portfolios erklären. Dieses verfügt über einen höheren Anteil an Gewerbeliegenschaften und ist auch in dezentralen Lagen investiert. Das unternehmerische Risiko dieser Strategie ist im Flächenmarkt in einem höheren Renditeanspruch reflektiert.

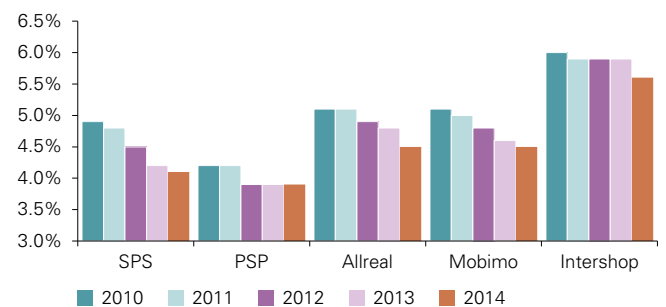
Einen relativ starken Rückgang der Netto-Objekttrendite verzeichnete auch das Allreal Portfolio. Hier ist die Netto-Objekttrendite von 4.8% auf 4.5% gesunken. Im Geschäfts-

bericht wird die rückläufige Rendite auf höhere Leerstände und Liegenschaftsaufwendungen zurückgeführt.

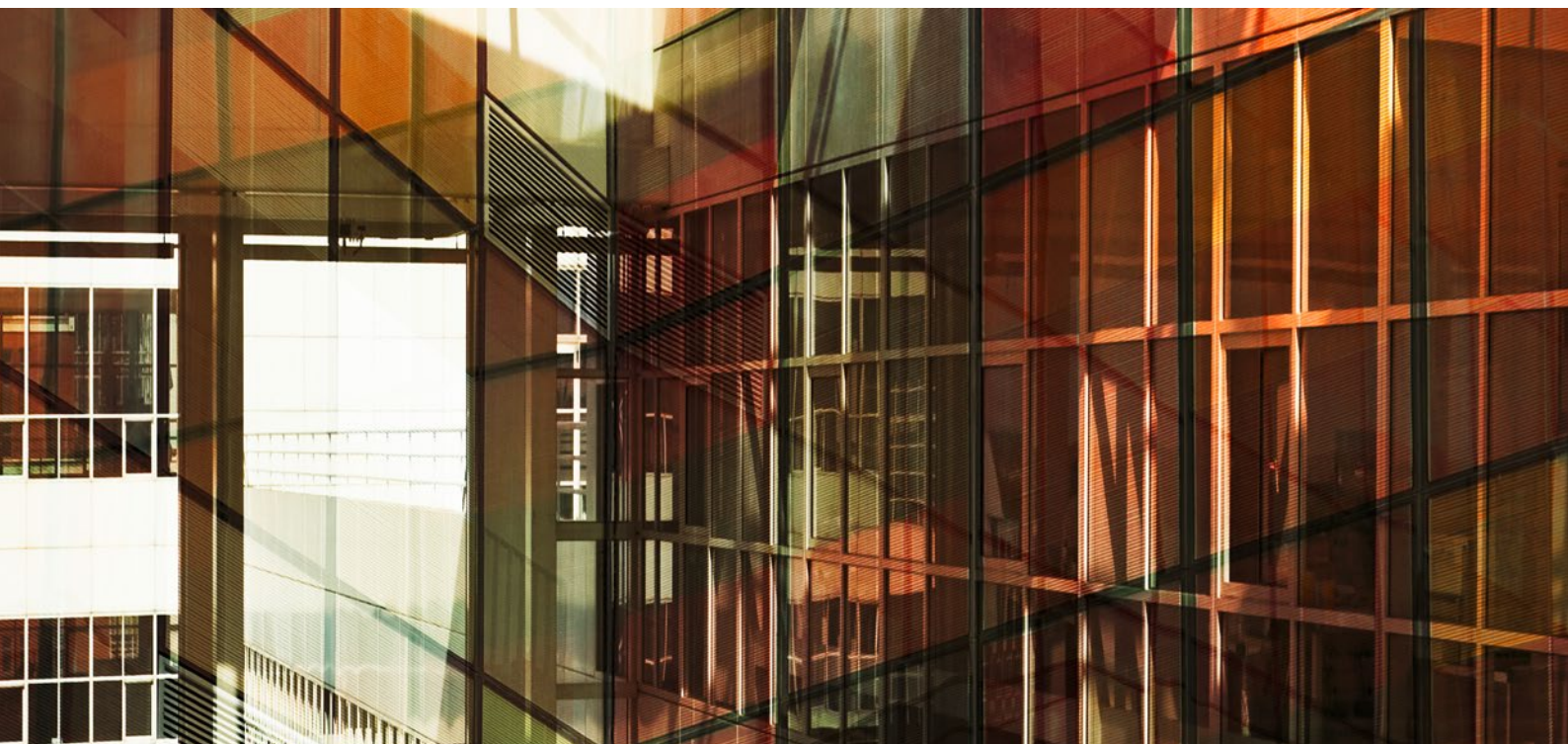
Die tiefste durchschnittliche Netto-Objekttrendite wies im vergangenen Jahr PSP mit 3.9% aus. Im Vergleich zum Vorjahr konnte diese konstant gehalten werden. Die tiefe Rendite ist einerseits auf die hohe Lage- und Objektqualität des PSP Portfolios zurückzuführen, andererseits wirken sich auch die relativ hohen Leerstände renditemindernd aus.

Das SPS Portfolio verzeichnet eine Netto-Objekttrendite von 4.1% aus, was gegenüber dem Vorjahr einer moderaten Reduktion um 10 bps. entspricht. Auch bei Mobimo ist eine Renditereduktion um 10 bps. festzustellen (2014: 4.5%; 2013: 4.6%).

### Netto-Objekttrendite Immobiliengesellschaften



Quelle: Jahresberichte und KPMG



## Bewertungseffekte

Mit Ausnahme von Allreal haben die grossen Immobiliengesellschaften auch 2014 eine positive Wertentwicklung ihrer Bestandesliegenschaften erfahren. Es lässt sich aber feststellen, dass die Neubewertungseffekte weitaus tiefer ausgefallen sind als im Vorjahr (Wertentwicklung 2014: CHF 120 Mio.; Wertentwicklung 2013: CHF 500 Mio.). Dies kann nur teilweise damit erklärt werden, dass im Jahre 2013 aufgrund der erstmaligen Anwendung von IFRS 13<sup>2</sup> Sonderaufwertungen im Umfang von fast CHF 100 Mio. stattfanden. Der Hauptgrund für eine bescheidenere Wertentwicklung liegt in einer angespannteren Marktsituation für Geschäftsflächen. Dies hat zur Folge, dass die Leerstände zunehmen und die Marktmieten in den Bewertungen überprüft werden. Diese negativen Werttreiber wurden im letzten Geschäftsjahr allerdings durch tiefere Diskontsätze wettgemacht. Die durchschnittlichen Diskontsätze wurden 2014 wie auch 2013 um 10 bps. gesenkt. Die positive Wertänderung ist jedoch im Vergleich zum Vorjahr insgesamt deutlich tiefer ausgefallen.

Die erfolgswirksame Neubewertung ist bei SPS mit CHF 113 Mio. fast 40% tiefer als im Vorjahr ausgefallen. Ein Grossteil dieser Aufwertung ist auf eine Reduktion der Diskontsätze zurückzuführen. So nahm der gewichtete durchschnittliche Diskontierungsszinssatz bei SPS von 5.05% auf 4.92% ab.

Die Neubewertung der Bestandesliegenschaften resultierte bei PSP in einer marginalen Aufwertung um CHF 6 Mio. (Vorjahr: CHF 128 Mio.). Die nur geringe Veränderung ergab sich aus der gegenseitigen Kompensation verschiedener Werttreiber. Dabei hatte ein um 10 bps. tieferer Diskontierungssatz einen positiven Effekt.<sup>3</sup> Längere Leerstandszeiten, Anpassung der Marktmieten an peripheren Lagen und höhere Renovationskosten bei einzelnen Liegenschaften haben die positiven Effekte aber fast gänzlich aufgehoben.

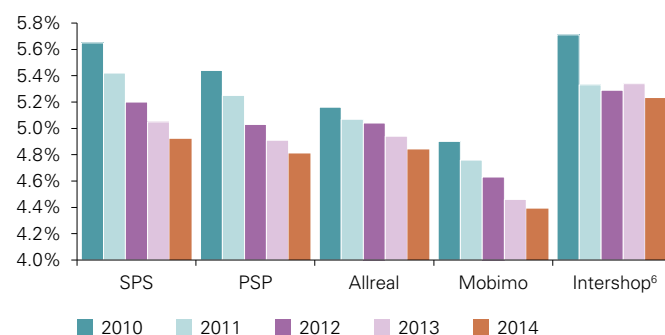
Für Allreal war 2014 das zweite Jahre in Folge mit einer leicht negativen Wertkorrektur. Das Portfolio der Anlageliegenschaften erfuhr im Jahr 2014 eine Wertminderung um CHF 6.0 Mio. (2013: CHF 11 Mio.). Wie im Vorjahr resultiert das negative Bewertungsergebnis aus Wertberichtigungen bei den Geschäftsliegenschaften (2014: CHF -28 Mio.; 2013 CHF -55 Mio.). Die Wohnliegenschaften konnten hingegen wiederum ein positives Ergebnis verbuchen (2014: CHF 23 Mio.; 2013 CHF 44 Mio.).<sup>4</sup> Während die Bewertung der Wohnliegenschaften durch den anhaltenden Renditedruck beeinflusst ist, widerspiegeln die Marktwertschätzun-

gen der Geschäftsliegenschaften die steigenden Leerstände und die stagnierenden bis leicht sinkenden Mietpreise.

Im Vergleich zu den Vorjahren wurde bei Mobimo 2014 mit CHF 4 Mio. (Vorjahr CHF 25 Mio.) ein deutlich tieferes Neubewertungsergebnis erzielt. Die Diskontsätze wurden um 7 bps. gesenkt (2014: 4.39%; 2013: 4.46%).

Das Intershop Bestandesportfolio wurde im vergangenen Jahr CHF 2.6 Mio. höher als im Vorjahr bewertet. Die leichte Wertsteigerung der Renditeliegenschaften setzt sich aus Aufwertung von jeweils CHF 1.3 Mio. bei den Geschäfts- und Wohnliegenschaften zusammen. Bei den Gewerbeliegenschaften sind die Neubewertungen wertneutral ausgefallen.

Entwicklung Diskontsätze<sup>5</sup>



Quelle: Jahresberichte und KPMG

## Immobilientransaktionen

Die «Big5» hatten per Ende 2014 Anlageimmobilien in Höhe von rund CHF 22.1 Mrd. im Eigentum. Im vergangenen Jahr veräusserten sie Liegenschaften mit einem Verkehrswert von rund CHF 190 Mio. und kauften Werte von ca. CHF 330 Mio. zu. Im Vergleich zum Vorjahr ist sowohl ein tieferes Kauf- als auch Verkaufsvolumen (2013: CHF 470 Mio. bzw. CHF 450 Mio.) zu beobachten. Das tiefere Kaufvolumen ist auf die letztjährige Übernahme der Tertianumgruppe durch SPS zurückzuführen (Transaktionsvolumen rund CHF 440 Mio.; 13 Bestandesliegenschaften und ein Entwicklungsareal), welche einen Grossteil des letztjährigen Einkaufsvolumens auf sich vereint hat.

Das grösste Akquisitionsvolumen 2014 verzeichnete wie im Vorjahr der Branchenprimus SPS. Es wurden vier Liegenschaften für insgesamt CHF 145 Mio. gekauft. Ein Grossteil dieses Kaufvolumens geht auf das Konto zweier Entwicklungsareale: das Siemens-Areal in Zürich-Albisrieden und das

<sup>2</sup> Bei Immobilien ist der Fair Value auf Basis der bestmöglichen Nutzung der Liegenschaft (highest and best use) zu ermitteln.

<sup>3</sup> Der für das gesamte Portfolio errechnete, durchschnittliche, gewichtete Diskontierungssatz betrug per Stichtag nominal 4.81 % (Ende 2013: 4.91 %).

<sup>4</sup> Hinzu kommt noch eine Abwertung von CHF 1 Mio. bei den Liegenschaften in Bau.

<sup>5</sup> Die Diskontsätze sind aufgrund verschiedener Bewertungsmodelle nur sehr beschränkt untereinander vergleichbar. Vergleiche innerhalb des gleichen Portfolios eignen sich jedoch, um einen Teil der stattgefundenen Wertveränderungen zu erklären.

<sup>6</sup> Im Jahr 2011 hat bei Intershop ein Bewerterwechsel stattgefunden. Angesichts der grossen Differenzen zwischen den Bewertungsmodellen ist ein Vergleich mit den späteren Diskontsätzen nicht zulässig.



Schönburg-Areal in Bern. Verkauft wurden sieben Liegenschaften für insgesamt CHF 67 Mio.

Die zweithöchste Kaufaktivität ist seitens Mobimo zu notieren. Das Küsnachter Immobilienunternehmen hat 2014 zwei Geschäftsliegenschaften und ein Baugrundstück im Gesamtwert von CHF 111 Mio. akquiriert. Gleichzeitig hat Mobimo Renditeliegenschaften im Wert von CHF 69 Mio. verkauft, was in einer Nettoakquisitionstätigkeit in Höhe von CHF 42 Mio. resultiert.

PSP hat im vergangenen Jahr eine Anlageliegenschaft in Basel (CHF 72 Mio.) erworben sowie eine Liegenschaft in Zürich verkauft (CHF 11 Mio.).

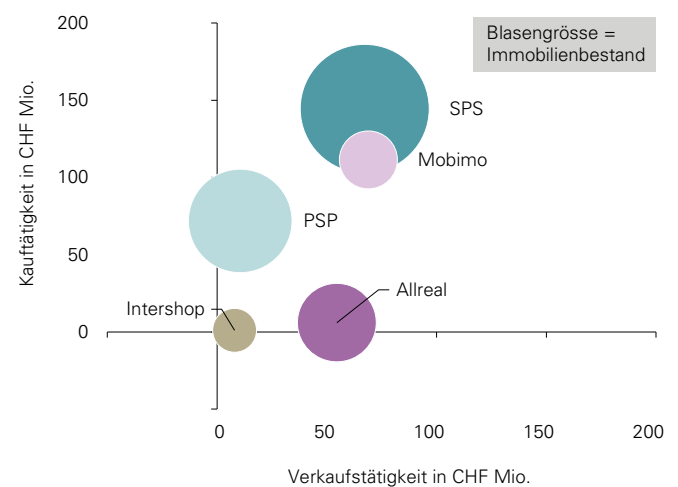
Allreal hat zwei Geschäftsliegenschaften in Zürich und eine Wohnliegenschaft in Schlieren verkauft (Gesamtwert CHF 55 Mio.). Im gleichen Zeitraum wurden eine Anlageliegenschaft im Wert von CHF 6 Mio. gekauft.

Das Immobilienportfolio von Intershop hat im Vergleich zum Vorjahr lediglich kleine Änderungen erfahren. Es wurden zwei kleinere Objekte verkauft (CHF 8 Mio.) und 45 Parkplätze zur Ergänzung einer Liegenschaft (CHF 1 Mio.) gekauft.

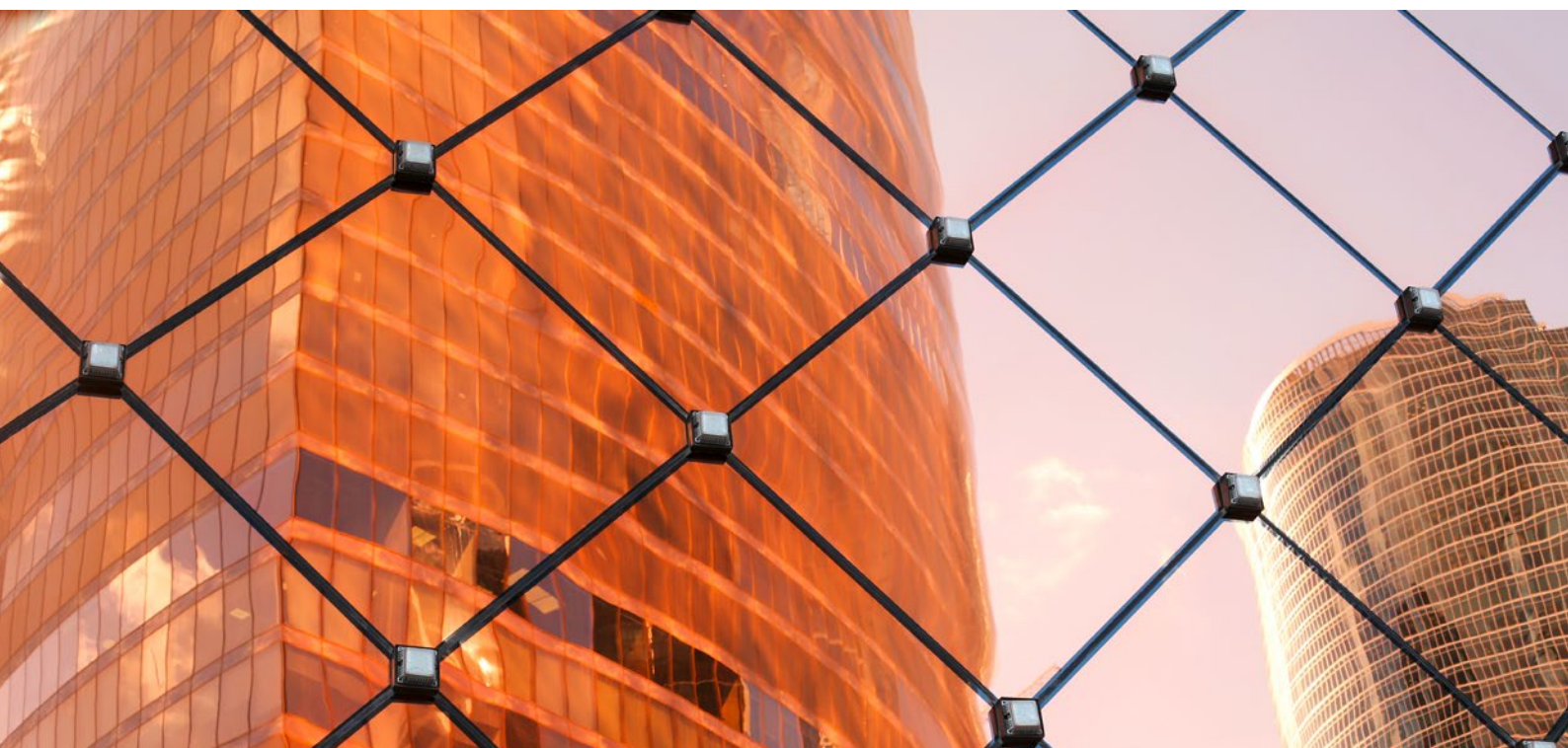
In der letztjährigen Ausgabe des «Indirect SnapShot» haben wir im Zusammenhang der Akquisition der Tertianum Gruppe durch SPS und der Beteiligung der Intershop Holding an Corestate erwähnt, dass die Immobiliengesellschaften eine

breitere Diversifikation durch eine Erweiterung des Geschäftsmodells anstreben. In die gleiche Richtung geht die bevorstehende Lancierung einer Immobilienanlagestiftung durch die SPS. Die Stiftung richtet sich mit eigenen Produkten an Pensionskassen, die in ein diversifiziertes Portfolio aus Schweizer Wohnimmobilien, ergänzt durch Gewerbeimmobilien und Projekte, investieren wollen. Das neue Geschäftsfeld soll für SPS stabile Asset Management-Gebühren abwerfen.

#### Immobilientransaktionen Immobiliengesellschaften



Quelle: Jahresberichte und KPMG



## Kontakt

### KPMG AG

Badenerstrasse 172  
Postfach 1872  
8026 Zürich

Rue de Lyon 111  
Postfach 347  
1211 Genève 13

Bogenstrasse 7  
Postfach 1142  
9001 St. Gallen

### Ulrich Prien

Partner, Head Real Estate  
**T:** +41 58 249 62 72  
**E:** uprien@kpmg.com

### Beat Seger

Partner, Real Estate M&A  
**T:** +41 58 249 29 46  
**E:** bseger@kpmg.com

### Alfonso Tedeschi, CFA

Assistant Manager  
Real Estate Research  
**T:** +41 58 249 28 83  
**E:** atedeschi@kpmg.com

Redaktionsschluss 25.06.2015

Die hierin enthaltenen Informationen sind allgemeiner Natur und beziehen sich daher nicht auf die Umstände einzelner Personen oder Rechtsträger. Obwohl wir uns bemühen, genaue und aktuelle Informationen zu liefern, besteht keine Gewähr dafür, dass diese die Situation zum Zeitpunkt der Herausgabe oder eine künftige Situation akkurat widerspiegeln. Die genannten Informationen sollten nicht ohne eingehende Abklärungen und professionelle Beratung als Entscheidungs- oder Handlungsgrundlage dienen.

© 2015 KPMG AG ist eine Konzerngesellschaft der KPMG Holding AG und Mitglied des KPMG Netzwerks unabhängiger Mitgliedsfirmen, der KPMG International Cooperative ("KPMG International"), einer juristischen Person schweizerischen Rechts. Alle Rechte vorbehalten.