

## CEE-Immobilien im Aufwind

[Zurück](#)

24.09.2010

- Übernahmen sind nach wie vor in Mode: finanziell gesunde Unternehmen bleiben beliebte Übernahmeziele, andere werden aufgekauft und liquidiert
- Die Leerstände sind nach wie vor hoch; Eigentümer von voll vermieteten Immobilien dürften daher stärker profitieren als Entwickler
- Marktentwicklung: Wir stehen am Anfang einer neuen Phase von Renditenkonvergenz und steigenden Immobilienpreisen
- Top Picks: Kauf-Empfehlungen für Immofinanz und Sparkassen Immo dank attraktiver Cashflow-Bewertung

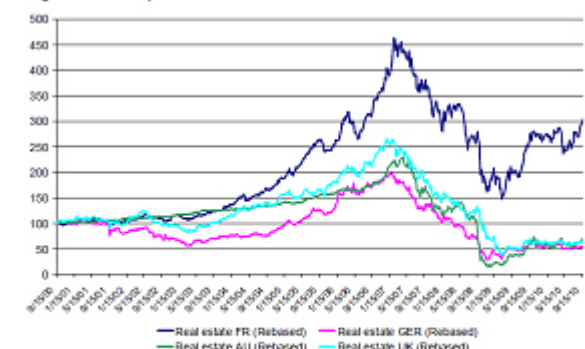
„Die Analyse der CEE-Immobilienmärkte zeigt, dass wir sehr wahrscheinlich auf eine von stetig steigenden Immobilienpreisen geprägte Phase zugehen. Diese Entwicklung resultiert eindeutig aus einem Rückgang der Mietrenditen. Ein wesentlicher Wertanstieg bei Immobilien aufgrund steigender Mieten ist zumindest in den nächsten 4 bis 6 Quartalen unwahrscheinlich, da die Leerstände in der gesamten Region relativ hoch sind und eine Reihe von Entwicklungsprojekten noch vor dem Abschluss stehen“, sagt Günther Artnr, Co-Head von CEE Equity Research in der Erste Group. „Angesichts der Konjunkturaussichten für Österreich, Deutschland und die CEE-Region sind Kurs-Buchwert-Verhältnisse (K/BW) von etwa 0,6x bei zahlreichen Immobilienaktien im langfristigen Vergleich als recht günstig einzustufen, speziell wenn man das extrem niedrige Zinsniveau mit berücksichtigt. Wir halten ein K/BW-Multiple 2011e von 0,63x bis Jahresende 2010 beziehungsweise ein K/BW 2012e von 0,72x bis Jahresende 2011 für realistisch. Das Aufwärtspotenzial bis Ende 2010 ist demnach theoretisch eher gering, liegt aber bis Ende 2011 bei 20-25% – beide Werte gelten nur für die großen, nicht gerade von einer Übernahme betroffenen österreichischen Immobilienunternehmen, d.h. CA Immo, conwert, Immofinanz und Sparkassen Immo.“

### Übernahmen sind in Mode

CEE-Immobilienaktien befinden sich derzeit in einer Phase intensiver Kapitalmaßnahmen. Finanziell gesunde Unternehmen mit einem attraktiven Immobilienportfolio sind begehrte Übernahmeziele (z.B. Immo Int., conwert), während die relativ niedrigen Aktienbewertungen andere zwecks Liquidierung (ECO Business-Immo) attraktiv erscheinen lassen. Unternehmen mit angespannten Bilanzen haben weiter zu kämpfen (Orco Property Group). „Die Kurse der wichtigsten österreichischen, deutschen und britischen Immobilienaktien sind noch immer deutlich unter dem vor 10 Jahren verzeichneten Niveau (siehe nebenstehende Graphik); diese Tatsache relativiert auch den Anstieg im Vorjahr. Das

Aufwärtspotenzial hängt eindeutig von einer Erholung der Immobilienpreise ab, genauso wie umgekehrt der Rückgang der Immobilienpreise durch das bestehende Ausmaß der Verschuldung multipliziert wurde“, erklärt Gernot Jany, Analyst für den CEE-Immobilien Sektor bei der Erste Group.

Long-term development of real estate stocks



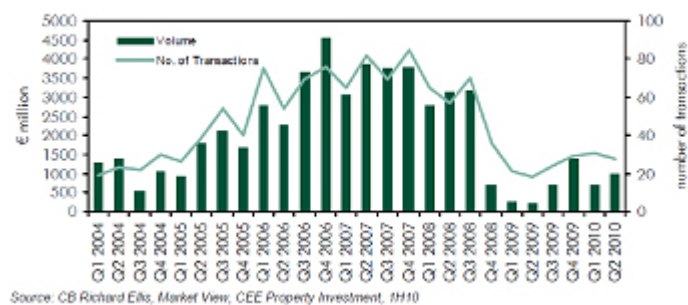
Real estate FR: Unibail-Rodamco, Gecina, Foncière des Régions, ICADE  
 Real estate GER: Deutsche Euroshop, IVG Immobilien, Deutsche Wohnen, Gagfah  
 Real estate AU: conwert, Sparkassen Immo, Immofinanz, CA Immo  
 Real estate UK: Land Securities Group, British Land, Hammerson, Capital Shopping Center Group, Segro  
 Stocks weighted by market capitalization  
 Source: Factset

## Anstieg der Investitionen um bis zu 70% im Vorjahrsvergleich vor allem am britischen, deutschen und französischen Markt

Das Investitionsvolumen auf den europäischen Immobilienmärkten stieg im 1H 10 im Vorjahrsvergleich um nahezu 70% auf EUR 43,8 Mrd. Qualität wurde aufgrund von Bedenken im Zusammenhang mit möglichen staatlichen Schuldenkrisen in der Region wohl noch immer großgeschrieben, denn 62% des Transaktionsvolumens betraf den britischen, deutschen und französischen Markt. Mit 13 Transaktionen in Deutschland und 25 im UK stieg in diesen Ländern auch die Anzahl der großvolumigen Geschäfte (über EUR 100 Mio.). Die im Quartalsvergleich stärkste Zunahme der Investitionstätigkeit war in Ländern wie Österreich, Italien (+85%), Irland und der Tschechischen Republik zu beobachten.



**CEE property investment transaction turnover and number of transactions**



„Am österreichischen Markt hat sich das Investitionsvolumen im 2Q 10 vervierfacht und ist damit im 1H 10 auf insgesamt EUR 1.020 Mio. (+28% im Vorjahrsvergleich) gestiegen. Die CEE-Region verzeichnete mit plus 190% auf EUR 1,7 Mrd. weit höheres Wachstum, das aber noch immer weit unter den vor dem 4Q 08 erzielten Werten liegt“, fasst Günther Artnr zusammen. Nach Immobilienkategorie entfielen in Österreich 55% in CEE 45% des Volumens auf Büroimmobilien. Fast 97% der CEE-Investitionen wurden in Polen, Russland und der Tschechischen Republik getätigt; Bulgarien und Rumänien folgten auf Platz vier und fünf. Im 2Q 10 gingen die Mietrenditen bei Büro- und Einzelhandelsobjekten in erstklassigen Lagen in Österreich im Quartalsvergleich um jeweils 5 Basispunkte zurück. Der Renditenrückgang in den großen westeuropäischen Märkten griff auch auf die CEE-Region über. Bei Einkaufszentren zeigte sich der Rückgang schon im 1Q, im 2Q auch bei Büroimmobilien. Gekoppelt mit gleichzeitig eher stabilen Mieten für Objekte in erstklassigen Lagen führte dieser Effekt in den zentral- und osteuropäischen Kernmärkten zu einem Anstieg der Immobilienwerte. In der SEE-Region hingegen war in manchen Städten bei Objekten in erstklassiger Lage noch ein Rückgang der Mieten zu verzeichnen, was in diesem Segment auch zu einem Rückgang der Immobilienwerte führte.

## Höhere Neuvermietungen in Westeuropa und CEE

**European prime office rents clock**



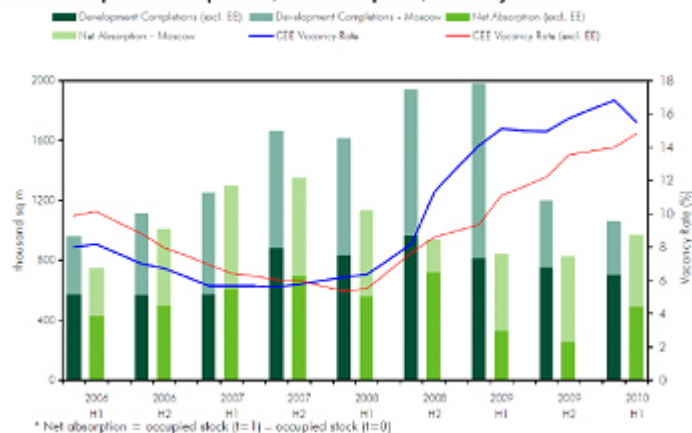
Mit einem Anstieg um 38% im Vorjahrsvergleich im ersten Halbjahr 2010 beginnt die Konjunkturerholung auch positive Auswirkungen auf die Neuvermietung von Büros zu zeigen. Die Leerstände bleiben mit 10,2% im Vergleich zum Vorquartal unverändert. Allerdings zeigen die Leerstandsdaten in Europa regional große Unterschiede, nämlich zwischen nur 6,8% in Paris bis zu über 15% in Städten wie Amsterdam, Dublin, Budapest und Moskau. Bei Büroimmobilien ist eine weitere Stabilisierung der Mieten zu beobachten, wobei große Metropolen im Quartalsvergleich

sogar einen Anstieg der Mieten verzeichnen. Der höchste Anstieg der Büromieten wird für London West End (+13,3%), Paris (+7,1%) und London City (+5,3%) gemeldet. In CEE stieg die Nachfrage nach Büroflächen im Vorjahrsvergleich um 36% auf 1,38 Mio. Quadratmeter, wobei das bei weitem stärkste Wachstum aus Moskau gemeldet wird, wo bei Neuvermietungen bereits fast das vor 2008 verzeichnete Niveau erreicht ist. „Nach dem stetigen Anstieg seit dem 2H 07 fielen in der CEE-Region insgesamt die Leerstandsraten erstmals wieder um 30 Basispunkte auf 15,5%. Allerdings verlaufen die Trends in den einzelnen Teilregionen sehr unterschiedlich. Während die Leerstandsraten in Zentraleuropa und der SEE-Region leicht anstiegen, gingen sie in Osteuropa im

Vergleich zum 2H 09 um nahezu 200 Basispunkte auf 16,3% und damit sogar unter den in der SEE-Region verzeichneten Wert von 17,1% zurück“, erklärt Günther Artnr.

**Einzelhandelsumsatz in den EU-27 im 1H 10 im Vorjahrsvergleich nahezu unverändert; der Schwerpunkt der Investitionstätigkeit lag in Ungarn, Polen, Rumänien und Russland**

#### CEE development completion, net absorption, vacancy rate



Source: CB Richard Ellis, CEE Office Investment, July 2010

Das Investitionsvolumen auf dem europäischen Markt für Einzelhandelsimmobilien war im 1H 10 mit EUR 10,6 Mrd. mehr als doppelt so hoch wie im Vorjahr; diese Entwicklung untermauerte auch das steigende Vertrauen. Mögliche Steuererhöhungen und Unsicherheit in Bezug auf die Auswirkungen der Sparmaßnahmen der Regierungen dämpfen Konsumausgaben. Dadurch blieben die Einzelhandelsumsätze im 1H 10 in den EU-27 nahezu unverändert. Die Immobilienabsatzzahlen entwickelten sich allerdings regional stark unterschiedlich. Im 1H 10 beliefen sich die Investitionen in Einzelhandelsimmobilien in CEE auf EUR 633 Mio.; dies entspricht einem Zuwachs um 5% im Vergleich zum vorhergehenden Halbjahr und um beachtliche 190% im Vergleich zum geringen Niveau im 1H 09. Nach Ländern lag der Schwerpunkt der Investitionstätigkeit in Ungarn, Polen, Rumänien und Russland. Nach Anlagekategorie waren Einkaufszentren nach wie vor das am stärksten nachgefragte Segment. „Starke Akteure investieren im aktuellen Umfeld bevorzugt in neue Einzelhandelsobjekte, wobei schwächere Mitbewerber zuweilen mit übernommen werden. Der Schwerpunkt des Interesses konzentriert sich auf Standorte in erstklassigen Lagen und stark frequentierte Einkaufsmeilen“, erklärt Gernot Jany.

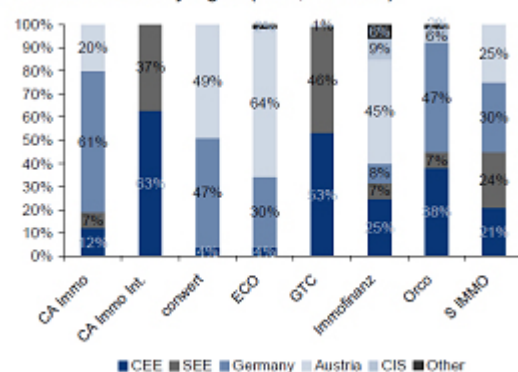
#### Empfehlungen und Kursziele der Erste Group Analysten:

| 9/21/2010         |       | Meap                  |         | Price (€) |        |            | Recommendation |              | Performance (EUR terms) |       |       |        |
|-------------------|-------|-----------------------|---------|-----------|--------|------------|----------------|--------------|-------------------------|-------|-------|--------|
| Company           | Curr. | (EUR/m <sup>2</sup> ) | Current | Target    | Upside |            | NEW            | OLD          | 1M                      | 3M    | 6M    | 12M    |
| CA IMMO           | EUR   | 920                   | 10.54   | 12.00     | 13.1%  | Accumulate | Accumulate     | Accumulate   | 14.49                   | 14.32 | 32.56 | 6.36   |
| CA IMMO Int.      | EUR   | 256                   | 5.88    | 5.70      | -3.1%  | Reduce     | Reduce         | Hold         | 5.00                    | -9.12 | 8.09  | 0.51   |
| convert           | EUR   | 878                   | 10.36   | 11.50     | 11.0%  | Accumulate | Accumulate     | Buy          | 14.73                   | 17.73 | 23.33 | 12.36  |
| ECO Business-Immo | EUR   | 244                   | 7.15    | 7.10      | -0.7%  | Reduce     | Reduce         | Hold         | 0.00                    | 11.02 | 64.75 | 43.86  |
| GTC               | PLN   | 1,260                 | 22.66   | 23.10     | 1.9%   | Hold       | Hold           | Hold         | 1.21                    | -5.58 | 0.27  | -5.58  |
| Immofinanz        | EUR   | 2,984                 | 2.86    | 3.60      | 26.0%  | Buy        | Buy            | Buy          | 5.42                    | 18.59 | 14.32 | 14.32  |
| Oroco             | EUR   | 101                   | 7.20    | 8.20      | 13.9%  | Accumulate | Under review   | Under review | 26.98                   | 34.83 | -7.10 | -18.00 |
| Sparkassen Immo   | EUR   | 378                   | 5.55    | 6.90      | 24.3%  | Buy        | Buy            | Buy          | 6.22                    | 16.11 | 14.67 | 3.35   |

Source: Erste Group estimates

Source: Erste Group estimates

#### Portfolio breakdown by region (1H10, fair value)



Source: Company data

- CA Immo. Basierend auf deutlich besser als erwarteten Erträgen aus der Veräußerung von Immobilienobjekten und dem über den Schätzungen liegenden Ergebnis aus Neubewertungen im 1H 10 haben

wir unsere Prognose für das Gesamtjahr 2010 erheblich angehoben und auch unsere mittelfristigen Schätzungen leicht angepasst. Accumulate.

- CA Immo Int. Wir reduzieren unsere Empfehlung auf Reduce und senken unser Kursziel auf EUR 5,7 (zuvor EUR 6,5).
- conwert. Nach vollständiger Berücksichtigung der erfolgreichen Übernahme von ECO Business-Immo in unseren Prognosen erhöhen wir unser Kursziel von EUR 10,7 auf EUR 11,5. Accumulate.
- ECO Business-Immo. Nach dem erfolgreichen Übernahmeangebot von conwert korrigieren wir unsere Empfehlung für ECO auf Reduce und setzen unser neues Kursziel mit EUR 7,10 fest.
- GTC. Wir senken unser Kursziel in Anbetracht der schwächeren Ergebnisse für das 2Q 10 (basierend auf einer DCF-Bewertung) marginal auf PLN 23,1 je Aktie, bleiben aber bei unserer Hold-Empfehlung.
- Immofinanz. Auf der Grundlage von erhöhten Schätzungen ergeben unsere Berechnungen über 12 Monate ein Kursziel von EUR 3,6 (zuvor EUR 3,0); wir bleiben daher bei unserer Buy-Empfehlung.
- Orco. Unser DCF-Modell ergibt über 12 Monate ein Kursziel von EUR 8,2 auf voll verwässerter Basis. Wir haben für die Aktie des tschechischen Immobilienentwicklers Orco daher eine Accumulate-Empfehlung, zumal sich auch das Risikoprofil erheblich verbessert hat.
- Sparkassen Immo. Wir bleiben trotz unserer etwas reduzierten Schätzungen bei unserer Buy-Empfehlung für die Sparkassen Immo und erhöhen unser Kursziel auf EUR 6,9 (von EUR 6,5).

[Sector Report: CEE Real Estate \[pdf; 2.8 MB\]](#)

[Zurück](#)