

Unternehmensimmobilien: Performancekennziffern und Benchmarks im Vergleich zu anderen Anlageklassen

EINLEITUNG

In der Analysereihe BEOS Survey werden vierteljährlich aktuelle Researchergebnisse aus dem Segment der Unternehmensimmobilien veröffentlicht. Während die einzelnen Immobilientypen und Bestandsstrukturen in den ersten beiden Ausgaben detaillierter vorgestellt wurden, widmet sich die vorliegende Ausgabe der Performance von Unternehmensimmobilien als Investitionsobjekt. Dargestellt wird diese durch empirische Daten und Kennzahlen, die in Verhältnis zu den etablierteren Assetklassen gesetzt werden. In Ergänzung werden die prägenden Marktdaten für Unternehmensimmobilien ausgewiesen.

Markt- und Renditekennziffern für Unternehmensimmobilien wurden für Deutschland zwar im Rahmen einer Initialstudie 2010 ausgewiesen¹. Langjährige Zeitreihen werden bis dato jedoch kaum regelmäßig veröffentlicht. Zugleich werden bei bestehenden Veröffentlichungen häufig die Kategorien Gewerbe, Industrie oder Logistik zusammengefasst, so dass eine differenzierte Betrachtung kaum möglich ist.

GEWERBE ALS RENDITESTARKES SEGMENT IN DEN USA

In anderen Märkten wie den USA ist das Segment Unternehmensimmobilien bereits länger etabliert und wird mit dem Begriff Industrial/Logistics beschrieben. Die Rendite, dargestellt über die erzielten Ausschüttungen, kann also auch im langen Zeitreihenvergleich dargestellt werden. Es zeigt sich im Vergleich mit den Sparten Büro und Handel, dass sich das Segment bei einer langen Haltedauer von 10 bis 15 Jahren überdurchschnittlich entwickelt.²

Segment \ Jahre	1	3	5	10	15
Retail	-0,22	-1,88	4,69	9,51	9,04
Office	-1,96	-5,26	4,39	6,41	9,04
Industrial	-3,74	-5,52	3,16	6,94	9,20
Total NPI	-1,48	-4,70	3,79	7,16	8,78

Abb. 1: NCREIF Property Index (NPI) Total Returns USA in % nach Segment und Haltedauer² (Quelle: NCREIF 2013)

Diese empirisch unterlegten Stärken des Gewerbesegments sind bei US-amerikanischen Investoren auf einer breiteren Basis bekannt und erhöhen dadurch dessen Akzeptanz und Fungibilität. Dies zeigt sich in seiner guten Erholung seit dem Tiefstand in Folge der Finanzkrise³

DEUTLICHE RENDITESPREADS ZWISCHEN DEN ASSETKLASSEN IN EUROPA

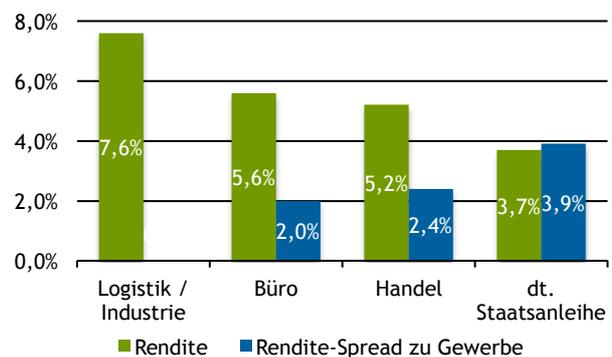


Abb. 2: Durchschnittliche 10-Jahres-Ausschüttungsrendite nach Segment in Europa³ (Quelle: Prologis 2012)

In Europa lässt sich die Renditeentwicklung von Unternehmensimmobilien durch Logistikzeitreihen approximieren, da hierunter häufig auch Gewerbeobjekte erfasst werden. Hier zeigen sich ähnliche Muster wie in den USA. Das Segment entwickelt sich über eine lange Halteperiode von durchschnittlich 10 Jahren deutlich renditeträchtiger als Büro, Handel oder eine deutsche Bundesanleihe.³ Prologis ermittelte z.B. europaweit über zehn Jahre die durchschnittlichen Renditen für die Segmente Logistik, Büro und Handel. Ergebnis war ein deutlicher Renditespread der Segmente Büro und Handel von mindestens 2 % gegenüber dem Segment Logistik, mit einer durchschnittlichen Rendite von 7,6 %. Die Höhe und Stabilität der gewerblichen Renditeentwicklung ist besonders für ausschüttungsorientierte Investoren geeignet, die auf einen gesicherten Cashflow angewiesen sind.³

STABILER TOTAL RETURN BEI DEUTSCHEN UNTERNEHMENSIMMOBILIEN

Wegen der aktuell noch vorhandenen Problematik der unscharfen Erfassung von Unternehmensimmobilien im Gewerbesegment sind diese folglich auch im German Property Index (GPI) sowie dem Deutschen Immobilien Index (DIX) nicht als eigenständiges Segment ausgewiesen und werden unter dem Label Gewerbe/Industrie mitgeführt. Dieses ist deutlich getrennt von den Handels- und Büroimmobilien ausgewiesen und ermöglicht somit eine Vergleichbarkeit der Segmente auch auf internationaler Ebene. Beide Indizes bilden die Entwicklung des Total Return nach Segmenten ab, unterliegen jedoch unterschiedlichen Datenquellen. Der GPI als transaktionsbasierter Index geht von potenziellen Investitionen in die aktuellsten Spitzenimmobilien aus, während der DIX als bewertungsorientierter Index auf einer Anzahl gehaltener Immobilien basiert, deren Bestand über die Jahre variiert. Daher sind die Aussagen der beiden Indizes nicht immer einheitlich.^{4,5}

Insbesondere das Bürosegment erzielte in der Vergangenheit laut GPI eine sehr hohe Rendite, wies aber, wie auch die Handelsimmobilien, eine deutlich ausgeprägtere jährliche Veränderungsrate auf.⁴ In den Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs fiel der Total Return besonders für Büroimmobilien durchschnittlich höher aus als für Gewerbeimmobilien. Diese Zyklizität wird maßgeblich durch Bewertungsgewinne verursacht, die konjunkturell bedingt eine sehr hohe Volatilität aufweisen. Das Gewerbesegment zeichnet sich hingegen durch stabile Returns aus, die bei hohen Ausschüttungen über die Zyklen

hinweg positiv waren und im Gegensatz zum Bürobereich niemals in den negativen Bereich tendierten.

Schon vor dem Einsetzen der vergangenen Wirtschaftskrise zeigte sich, dass die klassischen Immobilienzyklen allgemein im Trend flacher verlaufen. In der Prognose ab 2012 ist zudem eine Annäherung der Klassen auf einem ähnlichen Niveau des Total Return zwischen 5 und 10 % zu beobachten. Das Gewerbesegment zeigt sich hier mit einem Total Return von 7,5 % durchweg als Immobiliensegment mit der besten Entwicklungsdynamik.⁴ Besonders in Abschwungphasen zeigt sich die Robustheit von Unternehmens- und Gewerbeimmobilien. Der Total Return wird nur geringfügig negativ beeinflusst, wohingegen die Segmente Handel und Büro deutlich sensibler reagieren und teilweise steile Verlaufskurven ins positive wie negative aufweisen. Offenbar schlagen konjunkturelle Einflüsse auf diese Segmente stärker durch.

Der DIX hingegen wies von 1997 bis 2007 für Industrieobjekte den absolut höchsten Total Return aller Gewerbesegmente aus. 2008 war dann geprägt durch eine sehr negativ ausfallende Entwicklung. Auf Basis der Immobilienbewertungen zeigte sich hier offenbar ein Überschießen der Ergebnisse. Dabei ist zu berücksichtigen, dass der Bereich Industrie in den Portfolios der Datenlieferanten für den DIX nur mit einer kaum repräsentativen Anzahl vertreten ist. Dennoch erzielt das Segment Industrie im Vergleich über ein, drei und zehn Jahre einen höheren Total Return als das Segment Büro, liegt jedoch immer leicht unter dem Segment Handel. Bei der Netto-Cashflow Rendite übertrifft das Segment Industrie mit 7,7 % deutlich alle anderen Segmente.⁵

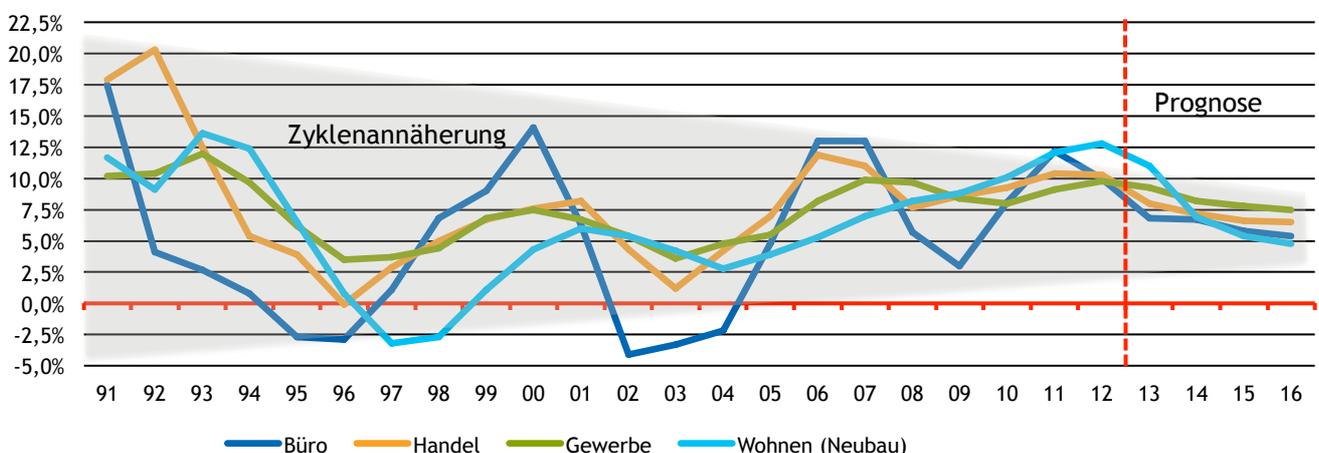


Abb. 3: German Property Index (GPI): Entwicklung des Total Return p.a. in % nach Segmenten⁴
(Quelle: Bulwiengesa AG 2013)

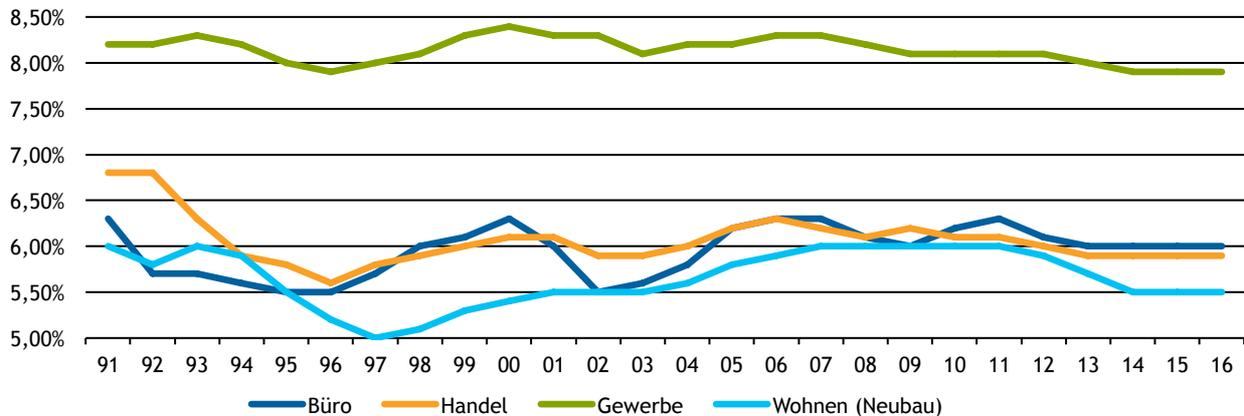


Abb. 4: German Property Index (GPI): Entwicklung des Cash Flow p.a. (Mietrendite) in % nach Segmenten⁴
(Quelle: BulwienGesa AG, 2013)

HOHE RENDITE BEI GERINGER VOLATILITÄT

Besonders stabil erweisen sich die Mieterträge, die mit Unternehmensimmobilien erzielt werden. Seit der Jahrtausendwende ist ein leichter Renditerückgang um lediglich 30 Basispunkte auf aktuell rd. 8 % zu verzeichnen.⁴ Dagegen zeigten sich die anderen Segmente volatiliter und auf einem deutlich geringeren Niveau. Die jährliche Veränderung der Ausschüttungsrendite zeigt sich somit ebenfalls stabiler als in den anderen Segmenten.

Über eine längere Halteperiode erzielen direkte Investitionen in Unternehmensimmobilien höhere Renditen als diejenigen in Büro- oder Handelsimmobilien. Aber nur wenige Investoren verfügen über die Asset-Management-Kompetenz für diesen Sektor. Insofern bietet es sich aus Investorensicht an, die

erzielbare Performance mit alternativen Investitionsmöglichkeiten zu benchmarken, insbesondere der Performance von Spezialfonds und von Unternehmensanleihen. Hierfür können Gewerberenditen mit dem SFIX Spezialfonds Immobilien-Index der IPD und dem Markt iBoxx Unternehmensanleihen-Index verglichen werden. Die meisten Fonds im SFIX Index sind fast ausschließlich in andere Nutzungsarten wie Büro und Handel investiert und erweisen sich durchgängig als deutlich renditeschwächer gegenüber den Unternehmensimmobilien.^{4,5,6} Unternehmensanleihen als Kapitalmarkt-Äquivalent zu den Unternehmensimmobilien erweisen sich als stark schwankungsanfällig. Im Durchschnitt erzielte das Segment Gewerbe eine Rendite von ca. 8,8 %⁴, während der SFIX nur 2,8 % über den gleichen Zeitraum erwirtschaftete⁵ und die Unternehmensanleihen sogar nur 2,3 %⁶. Somit ergibt sich im direkten Vergleich zum SFIX eine Sicherheitsmarge von gut 4 bis 6 %.

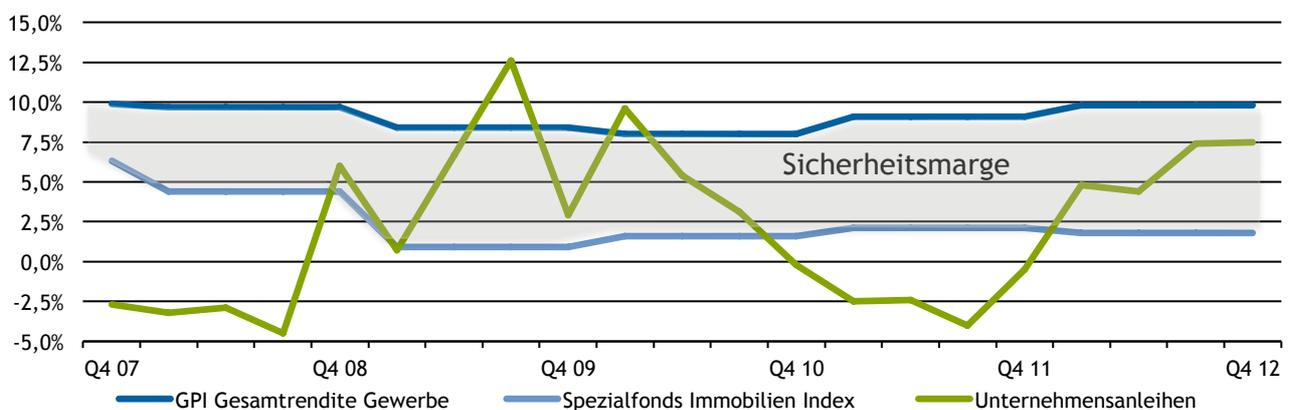


Abb. 5: Renditeentwicklung von GPI Gewerbe im Vergleich mit dem Spezialfonds Index SFIX und den Unternehmensanleihen des Markt iBoxx EURO Corporate Bond^{4,5,6} (Quelle: BulwienGesa AG, IPD, Dt. Börse; 2012)

PERFORMANCE VON UNTERNEHMENS-IMMOBILIEN

Die gute Performance von Unternehmensimmobilien basiert wie dargestellt vor allem auf einem hohen Cashflow mit einem geringen Ausfallrisiko und moderaten Wertsteigerungen. Grundlegend hierfür ist die Vielfältigkeit der Nutzungsmöglichkeiten mit unterschiedlichsten Mietpreisen und Vertragslaufzeiten. Im Folgenden werden durchschnittliche Marktwerte für Mieten, Vertragslaufzeiten und Renditen in Unternehmensimmobilien ausgewiesen.

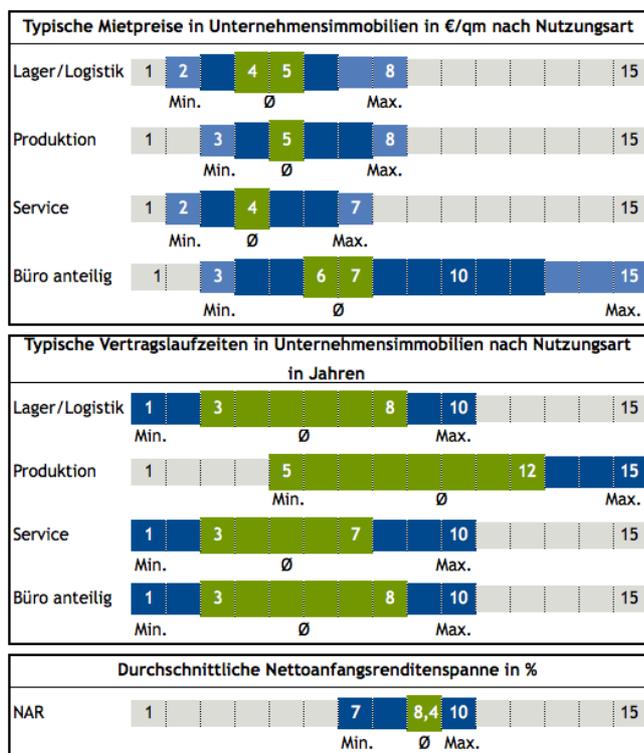


Abb. 6: Durchschnittliche Marktwerte für Unternehmensimmobilien¹ (Quelle: BulwienGesa AG, 2010)

In der Grafik erscheinen Minimum und Maximum in dunkelblau und die Durchschnittsspanne in grün. Bei den Mieten werden zusätzlich die absoluten maximal und minimal Werte in hellblau ausgewiesen. Die Werte basieren auf typenübergreifenden Erhebungen der Unternehmensimmobilientypen Transformation, Produktion, Logistik und Gewerbepark.¹

Je nach Flächentyp können die Mietpreise in den Unternehmensimmobilien stark divergieren. Büroflächen können hiernach deutlich höhere Mietpreise erzielen als z. B. einfache Lagerflächen. Diese Differenzen bezüglich der Nutzungsart lassen sich auch auf die durchschnittliche Mietvertragslaufzeit über-

tragen. Je nach Nutzungsart können diese stark voneinander abweichen. Produktionsflächen werden im Schnitt am längsten angemietet. Im Gegensatz zu einfachen Lagerflächen deren durchschnittliche Vertragslaufzeit zwischen einem und drei Jahren liegt, werden moderne Logistikflächen eher für drei bis fünf Jahre angemietet.¹ Da die meisten Unternehmensimmobilien einen Mix unterschiedlicher Flächentypen und verschiedene Mieter aufweisen, ergibt sich in der Praxis häufig eine breite Streuung der Mietvertragsausläufe. Dies erfordert ein aktives Asset Management, verringert gleichzeitig aber die Gefahr größerer Leerstände und volatiler Einnahmen.

INVESTITIONSCHANCEN IN WENIGER NACHGEFRAGTEN SEGMENTEN

Wenn sich die Zyklizität der einzelnen Assetklassen Büro, Handel, Gewerbe und Wohnen annähert, wie oben erläutert, dann gewinnen die in den Objekten erzielbaren Mietüberschüsse für Investoren an Bedeutung. Die durchschnittliche typenübergreifende Nettoanfangsrendite (NAR) von ca. 8,4 % unterstreicht die Ausschüttungsstärke von Unternehmensimmobilien im Vergleich zu Handels- oder Büroobjekten (NAR Büro/Handel: 4,5 %/6,7 %). Da es sich hierbei um Durchschnittswerte handelt und auch Unternehmensimmobilien individuell bewertet werden müssen, empfiehlt sich ein differenzierter Blick auf die einzelnen Unternehmensimmobilientypen.¹

AUSBLICK

Der Survey 04 wird daher die Marktkennwerte der einzelnen Unternehmensimmobilientypen differenziert untersuchen und Stärken und Schwächen hervorheben. Je nach Entwicklungsstand des Objektes und den enthaltenen Flächentypen werden unterschiedliche Investmentstrategien von core bis opportunistisch vorgestellt.

Der Survey 04 erscheint im Oktober 2013.

1) BulwienGesa AG et al., 2010 Gewerbe- und Industrieimmobilien in Deutschland, bos.net/sites/beos.net/html/media/pdfs/downloads/BulwienGesa_Gewerbe_Industrieimmobilien_2010-06-08.pdf

2) NCREIF 2013, <http://www.ncreif.org/>, Chicago

3) ProLogis, 2012, Opportunities in the European industrial market, San Francisco

4) BulwienGesa AG, 2013, German Property Index

5) IPD (Investment Property Databank Ltd.), 2013, DIX; SFIX, London

6) Deutsche Börse AG, 2013, Markt iBoxx Corporate Bond, Eschborn

IMPRESSUM

BEOS AG Kurfürstendamm 188 10707 Berlin +49 30 280099-0	BulwienGesa AG Wallstraße 61 10179 Berlin +49 30 278768-0
---	---