

Überhitzte Immobilienmärkte: Der Stresstest eines Konzerns zeigt, wie schnell sich Hunderte Millionen Franken Eigenkapital in Luft auflösen können

Peach Property überflügelte an der Börse die Konkurrenz, bis die Zinswende den Höhenflug gestoppt hat: Der CEO der Immobiliengesellschaft sieht seine Firma aber gut gewappnet für die straffere Geldpolitik.

Lorenz Honegger

07.06.2022, 05.30 Uhr



Ab 2011 akquirierte die Schweizer Immobiliengesellschaft Peach Property Zehntausende Wohnungen in sogenannten B- und C-Städten in Deutschland, ein grosser Teil davon im Ruhrgebiet an Orten wie Oberhausen, Neukirchen-Vluyn oder Essen (im Bild).

Jochen Tack / Imago

Der globale Immobilienboom verliert an Schub. Während die Zentralbanken sich von den Negativzinsen verabschieden, drohen die Preise von Wohn- und Geschäftsgebäuden von Stockholm bis Sydney unter Druck zu geraten.

Die unabhängige Zürcher Rating-Agentur Independent Credit View (I-CV) spricht aufgrund des jüngsten Zinsanstiegs und des überhitzten Marktumfelds von einem «massiven Korrekturpotenzial». Viele Unternehmen hätten hohe Aufwertungsgewinne verbucht und verfügten aufgrund einer «aggressiven» Wachstumsstrategie über ein «zunehmend strapaziertes Finanzprofil». Dazu zählen die Analytiker beispielsweise das deutsche Immobilienunternehmen Vonovia, die auf den amerikanischen Markt ausgerichtete Schweizer Gesellschaft Varia US Properties oder den schwedischen Konzern Heimstaden Bostad.

Geschichte eines spektakulären Strategiewechsels

Ein Unternehmen, das die Folgen der jüngst auch in Europa einsetzenden Zinswende ebenfalls zu spüren bekommt, ist die Peach Property Group mit Sitz in Zürich. Die Schweizer

Immobilien-gesellschaft ist bei den Anlegern beliebt: Ihr Aktienkurs entwickelte sich in den vergangenen Jahren im Branchenvergleich überdurchschnittlich. Das Wachstum wurde erst durch die jüngst einsetzende Zinswende gestoppt.

«Peach», wie man das Unternehmen in der Branche kurz und knapp nennt, eignet sich als Anschauungsbeispiel, um die Folgen der Zinswende an den globalen Immobilienmärkten und die daraus entstehenden Risiken besser zu verstehen.

Die Geschichte von Peach Property ist die eines spektakulären Strategiewechsels. In den ersten Jahren seiner Existenz entwickelte und verkaufte das Unternehmen Luxuswohnungen sowohl in der Schweiz als auch in Deutschland und Österreich. Ab 2011, ein Jahr nach dem Börsengang, setzte es zunehmend auf Mietwohnungen, weil das Geschäft mit Wohneigentum ins Stocken geraten war und sich an der Börse schlecht verkaufen liess.

Peach Property akquirierte Zehntausende Wohnungen in sogenannten B-, C- und anderen Städten in Deutschland, ein grosser Teil davon im Ruhrgebiet an Orten wie Oberhausen, Neukirchen-Vluyn oder Essen. Die Kaufpreise an solchen Lagen sind tiefer als in A-Städten wie Berlin oder München und die Mietrenditen höher.

Das Immobilienportfolio von Peach Property: Geschichte einer radikalen Neuausrichtung

Zuerst setzte Peach Property auf Luxuswohnungen, heute besteht das Portfolio zum Hauptteil aus günstigen Wohnungen in Nordrhein-Westfalen

Kartengrundlage: © Openstreetmap, © Maptiler

Quelle: Peach Property

NZZ / Iho.

Peach Property saniert, vermietet und verwaltet die Wohnungen in Deutschland eigenständig mit dem Ziel, die Mieteinnahmen, aber auch den Wert des Immobilienbestands zu steigern – was in jüngster Zeit stets gelungen ist.

Die von Peach Property beauftragte Bewertungsgesellschaft Wüest Partner hat den Bilanzwert der über 27 000 Wohnungen in den vergangenen vier Jahren um 620 Millionen Franken nach oben korrigiert; in der Immobilienbranche spricht man dabei von Bewertungsgewinnen. Der Gesamtwert des Portfolios beläuft sich mittlerweile auf 2,7 Milliarden Franken.

Auch wenn es sich strenggenommen nur um Buchgewinne handelt, fliessen diese gemäss dem Rechnungslegungsstandard IFRS in der Erfolgsrechnung direkt in den operativen Gewinn ein. Etwa die Hälfte davon sind Einwertungsgewinne, die dann entstehen, wenn Peach Property eine Immobilie unter dem Marktwert erwerben kann. Die andere Hälfte sind Aufwertungsgewinne, die das Resultat von Anstrengungen zur Aufwertung des Portfolios sind oder wenn bei der Berechnung der Immobilienwerte ein tieferer Diskontsatz eingesetzt wird.

Für 2021 verbuchte Peach Property den «höchsten Vorsteuergewinn der Unternehmensgeschichte», knapp 260 Millionen Franken, wobei die positive Ergebnisentwicklung

laut Medienmitteilung «insbesondere das Resultat von Neubewertungen des gesamten Portfolios der Gruppe» ist. Die Erfolgsrechnung zeigt: Rund 288 Millionen Franken des Unternehmensergebnisses im Jahr 2021 entfallen auf buchhalterische Aufwertungen.

Eine «Sensitivitätsanalyse» von Peach Property zeigt die Folgen einer Erhöhung des Diskontsatzes

Doch so wie der Hebeleffekt am Immobilienmarkt während Jahren zugunsten von Peach Property und anderen Unternehmen gewirkt hat, kann sich dieser auch zu ihrem Nachteil auswirken. Wenn sich das Zinsumfeld verschlechtert und der Anlagedruck bei institutionellen Anlegern nachlässt, können aus den Bewertungsgewinnen Bewertungsverluste werden, die dem Eigenkapital zusetzen.

Auf Seite 99 des Geschäftsberichts legt Peach Property in einer Art Stresstest-Tabelle dar – im Bericht heisst es «Sensitivitätsanalyse» –, wie sich ein Anstieg des Diskontsatzes auf den Wert des Portfolios auswirken würde. Dabei handelt es sich um eine Prozentzahl, mit der die

Bewertungsgesellschaften den Gegenwartswert von Immobilien berechnen.

Steigt der Diskontsatz an, sinkt der Wert der Immobilie. Das kann dann der Fall sein, wenn sich die immobilien-spezifischen Faktoren wie die Objektqualität verschlechtern oder die Erträge sinken. Die Bewertungsgesellschaften passen den Satz aber auch dann nach oben an, wenn die Investoren aufgrund von Veränderung der Zinsstruktur ihren Verzinsungsanspruch an Immobilieninvestitionen erhöhen und eine signifikant höhere Rendite – sprich: einen Preisabschlag – verlangen. Als Bezugsgrösse dient hier häufig die Verzinsung der zehnjährigen Bundesobligation.

Aus der Tabelle im Geschäftsbericht lässt sich herauslesen, dass bei einem Anstieg des zur Bewertung verwendeten Diskontsatzes um 0,4 Prozentpunkte das Portfolio von Peach Property 260 Millionen Franken an Wert verlieren würde. Das entspricht gut 10 Prozent des Gesamtwerts des knapp 2,7 Milliarden Franken schweren Portfolios. Nicht abgebildet sind die potenziellen Wertverluste im Fall eines Zinsanstiegs von mehr als 0,4 Prozentpunkten.

Abwertungsverluste werden für ein Immobilienunternehmen dann gefährlich, wenn die Eigenkapitaldecke zu dünn wird, die kreditgebenden Banken Nachschusspflichten geltend machen und sich die Kosten für neues Fremdkapital so stark erhöhen, dass das Geschäftsmodell nicht mehr rentiert.

Peach-Property-CEO Wolfensberger ist von der Qualität seines Portfolios überzeugt

Doch obwohl Wolken an der Zinsfront aufziehen, gibt sich Thomas Wolfensberger, CEO von Peach Property, beim Gespräch in einem Sitzungszimmer am Hauptsitz des Unternehmens im Zürcher Seefeld zuversichtlich. «Natürlich wäre es mir bezüglich unserer Fremdkapitalkosten lieber, wenn die Zinsen nicht zu stark steigen würden. Doch gesamthaft sind unsere Fremdkapitalkosten seit dem allgemeinen Zinsanstieg weiter gesunken, weil wir unsere Verschuldung gezielt reduziert und unsere Bonität verbessert haben.»

Peach Property hält trotz den gegenwärtigen Marktunsicherheiten an seinem bisherigen Ausblick für das Geschäftsjahr fest und will die Mieteinnahmen weiter steigern. Auch weitere Akquisitionen schliesst das Unternehmen nicht aus und hat sich von den Aktionären an der Generalversammlung vom 20. Mai grünes Licht für die dazu notwendige Kapitalerhöhung geben lassen.

Die Kritik der Analytiker von I-CV an den Bewertungsgewinnen der vergangenen Jahre hält Wolfensberger für überzogen: Es sei nicht sein Unternehmen, das die Immobilienbewertungen erstelle, sondern eine spezialisierte Bewertungsgesellschaft, auf deren Methode Peach Property keinen Einfluss habe. Nicht nur die Aufwertungsgewinne, auch die Einwertungsgewinne seien hart erarbeitet: «Wir kämpfen wie verrückt dafür, dass wir günstiger einkaufen können als die Konkurrenz.»



Thomas Wolfensberger, CEO von Peach Property.

PD

Wolfensberger ist von der Qualität des Portfolios von Peach Property überzeugt: Zwei Drittel des Portfolios befänden sich in Nordrhein-Westfalen, das mit 18 Millionen Einwohnern, 22 Prozent der deutschen Wirtschaftsleistung, einer stark gesunkenen Arbeitslosigkeit und einer hohen Zuwanderung «eine sehr starke Demografie» aufweise.

Gerade in Krisensituationen zeige sich, wie hoch die Nachfrage nach bezahlbarem Wohnraum sei, sagt er. Der deutsche Wohnungsmarkt sei zudem stark unterversorgt, weil zu wenig gebaut werde. Die sich aufgrund der relativen Knappheit an Wohnraum weiter erhöhenden Marktmieten und die steigenden Baukosten im Neubau führen laut Wolfensberger zudem dazu, dass sich die Immobilienpreise

im Segment des «bezahlbaren Wohnraums» auch nach dem Zinsanstieg weiter erhöhen werden. Die angesprochene Korrektur in diesem Segment werde sich kaum einstellen.

«Unumgängliche» Wertberichtigungen

Immobilienexperten und Analytiker äussern sich zurückhaltender. Peach Property habe zwar einiges richtig gemacht, indem es etwa wiederholt sein Eigenkapital aufgestockt habe, sagt der Analytiker Marc Meili von I-CV. Auch dass das Unternehmen nur wiederkehrende Erträge und keine Substanz ausschütte, sei «absolut sinnvoll».

Trotzdem sieht er erhebliche Risiken auf Peach Property und die Immobilienbranche zukommen: «Der Zinsanstieg in Europa wird grosse Wertberichtigungen auslösen. Das ist unumgänglich.» Wenn ein Immobilienunternehmen dann aus konjunkturellen Gründen die Mieten reduzieren müsse oder die Leerstände anstiegen, sei schnell ein grosser Teil des Eigenkapitals weg.

Auch die Renovationskosten stiegen inflationsbedingt an und es gebe Verzögerungen im Bau, was sich zusammen mit den höheren Fremdkapitalkosten negativ auf die Profitabilität auswirke, sagt Meili.

Die verbesserten Kredit-Ratings verschiedener Agenturen für Peach Property – bei Fitch fehlt mit dem Rating «BB+» nur noch eine Stufe bis zum begehrten Investment-Grade – sind in den Augen Meilis ebenfalls mit Vorsicht zu geniessen, da die Schuldner die Rating-Agenturen für die Bewertungen bezahlen müssen.

«Zeichen der Zeit erkannt», aber auch Risiken

Der Immobilienexperte und Dozent Stephan Kloess lobt zwar die Massnahmen, die Peach Property eingeleitet hat, um die Eigenkapitaldecke zu stärken. «Es scheint, dass sie die Zeichen der Zeit erkannt haben.» Die Tatsache, dass Peach Property auf seinen Unternehmensanleihen Coupons von 4 Prozent bezahlen müsse, sei aber ein Ausdruck des Risikos, das der Markt in dem Unternehmen sehe.

Im Vergleich dazu habe das Schweizer Immobilienunternehmen PSP im vergangenen Jahr eine Anleihe mit 0 Prozent Zins ausgeben können, sagt Kloess. Umso wichtiger sei es für Peach Property, bei den Rating-Agenturen die Kategorie Investment-Grade anzustreben.

Sollte es zu Zinssteigerungen kommen, bestehe für Peach Property und andere Immobiliengesellschaften das Risiko, dass aufgrund von daraus folgenden potenziell niedrigeren Bewertungen sogenannte «Covenants» gerissen werden und Eigenkapital aufgestockt oder Kredite zurückbezahlt werden müssten, sagt Kloess. Gleichzeitig stiegen derzeit der behördliche Druck und die Kosten für Nachhaltigkeitsmassnahmen. Und die Erträge in dem von Peach abgedeckten Wohnungssegment sind in den Augen von Kloess kaum steigerungsfähig.

«Schon lange nichts mehr gekauft»

Der Peach-CEO Wolfensberger hält das Potenzial für eine Erhöhung der Mieterträge dagegen für intakt und verweist auf entsprechende interne Analysen. Nach den grossen Zukäufen in den Jahren 2020 und 2021 liege der Fokus nun auf

Sanierungen und damit auf der Wertsteigerung des Bestands. Auch in die Qualität der Mieterbeziehung investiert Peach laut Wolfensberger viel. Es sei ihm wichtig, dass Probleme schnell und effizient gelöst würden. «Wir tracken jede Interaktion mit den Mietern und wissen jeden Abend, wie viele Tickets noch offen sind. Das ist uns im Zweifelsfall wichtiger als die nächste Immobilientransaktion.»

Auf die Frage, ob der deutsche Immobilienmarkt gegenwärtig überhitzt sei, gibt Wolfensberger nur indirekt Antwort: «Wir haben für unsere Verhältnisse schon lange nichts mehr gekauft.»

Passend zum Artikel

Auf dem deutschen Immobilienmarkt wird Eigenkapital aus dem Nichts geschaffen. Wie lange geht das noch gut?

25.04.2022



Die goldenen Zeiten am deutschen Immobilienmarkt gehen zu Ende – droht Anlegern nun ein Crash?

22.05.2022



KOMMENTAR

Der Skandal um die Adler Group zeugt von Exzessen am deutschen Immobilienmarkt

02.05.2022



Mehr von Lorenz Honegger (lho) >

Inflation oder Rezession: «Die Notenbanken können zwischen Pest und Cholera wählen»

04.06.2022



Razzia bei der Deutschen Bank und DWS: Nun äussert sich die Whistleblowerin, die am Anfang der Ermittlungen steht

02.06.2022



Die Aktie des einst wertvollsten Schweizer Biotech-Unternehmens stürzt ab: Der Fall Relief Therapeutics sollte für Anleger ein Warnschuss sein

27.05.2022



ENGLISH

Climate envoy John Kerry: «Most people do not want to sign on to a suicide pact of indifference»

27.05.2022



INTERVIEW

«Völlig verzerrte Wahrnehmung»: Was der US-Klima-Beauftragte John Kerry über Anleger denkt, die jetzt in Erdöl- und Erdgas-Aktien investieren

26.05.2022



Mehr zum Thema Deutschland >

Kindesentziehung in Paraguay: Flüchtige Deutsche melden sich

07.06.2022



Daniel Cohn-Bendit: «Wenn die Pazifisten sagen, Krieg bringe nichts Gutes, sage ich: Einspruch, ich bin 1945 geboren»

vor 3 Stunden



KURZMELDUNGEN

Deutschland: Kulturstaatsministerin Roth ist in Odessa eingetroffen

06.06.2022



Deutsche müssen im Ukraine-Krieg Schutz suchen

Brite muss im Irak wegen Schmuggels von Altertümern 15 Jahre in Haft – Deutscher freigesprochen

06.06.2022



KURZMELDUNGEN

Kultur: Paramount wird wegen «Top Gun: Maverick» verklagt

Aktualisiert 06.06.2022



Heftige Gewitter sind über die Alpen gezogen – Hagelschläge in der Schweiz und in Bayern, Französin stirbt in Schlammlawine

Aktualisiert 06.06.2022



Für Sie empfohlen >

«Die Jungs sind die Knacknuss»: Die Stadt Zürich will mehr tun gegen Depressionen bei Jugendlichen

vor 3 Stunden



KOMMENTAR

Der Balkan bleibt trotz russischen Avancen ruhig – aber nur solange Europa seine Interessen konsequent durchsetzt

vor 3 Stunden



INTERVIEW

Der Chef von Booking.com wirft den Schweizer Hoteliers vor, sie wollten sich «ungerechtfertigt bereichern»

vor 3 Stunden



Attentatspläne gegen unbequemen Politiker: Dick Marty im zermürbenden Hausarrest

vor 3 Stunden



Die Corona-Massnahmen sind längst Geschichte – doch die Stadt Zürich unterstützt ihre Kulturschaffenden weiterhin mit «Covid-Arbeitsstipendien»

vor 3 Stunden



Nach dem Ende des Lockdowns: Die Schanghaier blicken verunsichert in die Zukunft

vor 3 Stunden



«Mein Kriegsgewand war nicht brillant, aber äusserst bequem»

vor 3 Stunden



KOLUMNE

Das Klavier, der Sexist – der Mann als das vermeintlich frauenfeindliche Mass aller Dinge

vor 3 Stunden



Copyright © Neue Zürcher Zeitung AG. Alle Rechte vorbehalten. Eine Weiterverarbeitung, Wiederveröffentlichung oder dauerhafte Speicherung zu gewerblichen oder anderen Zwecken ohne vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Neue Zürcher Zeitung ist nicht gestattet.