

Credit Insight: 23. Mai 2023 / MEM & HER

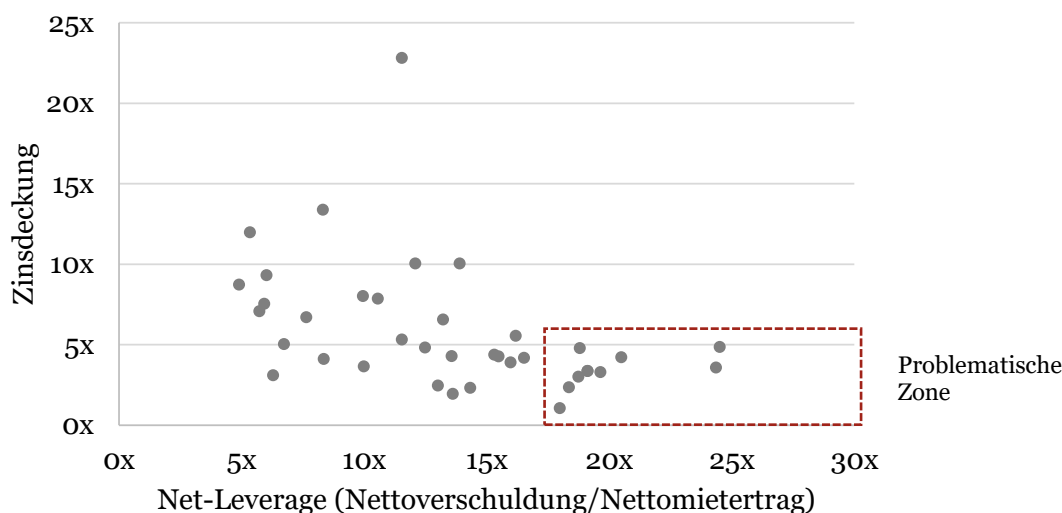
Immobilienunternehmen im Strudel der Zinswende

In unserem [Credit Insight vom 17. Mai 2022](#) haben wir auf die Bewertungsproblematik der nach IFRS rapportierenden Immobilienunternehmen in Europa hingewiesen. Die hohen bilanzierten Immobilienpreise sowie die Blasenbildungen in einzelnen Immobilienmärkten sind auf die historisch langanhaltende Tiefzinsphase (2014-2022) zurückzuführen. So haben diverse Immobilienunternehmen (unser Universum umfasst aktuell 40 Immobilienunternehmen, welche nach IFRS rapportieren) die in der Bewertung der Liegenschaften angewandten Diskontierungssätze stetig reduziert, was automatisch zu höheren Buchwerten und substantiellen Neubewertungsgewinnen führte. Diese Aufwertungsgewinne, obwohl unrealisiert und flüchtig, wurden dabei häufig an die Aktionäre ausgeschüttet oder als neu geschaffenes Eigenkapital für teure Übernahme verwendet. Nicht selten wurden dabei Portfolios mit einer Nettomietrendite von unter 2% (historisches Mittel: 4-5%) erworben. Angesichts der tiefen Zinsen liess sich dennoch ein Gewinn erwirtschaften und die Zinsdeckung (Nettomietrertrag/Zinsaufwand) konnte dank den günstigen Refinanzierungskosten auf akzeptablem Niveau (>2.0x) gehalten werden.

Im nun seit letztem Jahr drastisch veränderten Zinsumfeld haben die Unternehmen mit stark steigenden Refinanzierungskosten zu kämpfen. Da Immobilien typischerweise zu einem Grossteil fremdfinanziert werden, führt bereits ein leichter Zinsanstieg zu einer empfindlichen Belastung der freien Cashflows. Bei vielen Immobilienunternehmen droht die Zinsdeckung (Nettomietrertrag/Zinsaufwand) unter die kritische Schwelle von 2x Nettomietrertrag zu sinken (Mindestanforderung für ein Investment Grade Rating). Auch können bei einzelnen Unternehmen Liquiditätsengpässe nicht ausgeschlossen werden. Besonders bei Unternehmen, welche schon einen Grossteil des Anlageportfolios verpfändet haben, ist wenig Spielraum vorhanden. Denn die Banken verschärfen fortlaufend ihre Richtlinien und vergeben ungern unbesicherte Kredite. Als Konsequenz ist Fremdkapital nur noch als Hypothek oder besichertes Darlehen und zu unvorteilhaften Konditionen möglich. Gläubiger von Senior Unsecured Anleihen drohen dadurch bei Immobilienunternehmen in Finanzierungsnot zunehmend in die strukturelle Nachrangigkeit zu rutschen. Der Zinsanstieg hat bereits erste Opfer gefordert. Dazu gehört zum Beispiel die Adler Real Estate AG, welche eine Umschuldung einleiten musste, um einen Liquiditätsengpass und damit den Konkurs abzuwenden.

Wie die untenstehende Abbildung zeigt, gibt es mehrere Immobilienunternehmen in unserem Universum, welche aktuell einen Net-Leverage von ca. 20x Nettomietrertrag (BBB-Median liegt bei 15x) aufweisen (Hybridkapital wurde zu 100% als Fremdkapital berücksichtigt). Dazu gehören z.B. Vonovia, Heimstaden Bostad, SBB Norden, Aroundtown und CPI Property. Diese Situation ist besonders dann problematisch, wenn das Unternehmen gleichzeitig eine tiefe Zinsdeckung aufweist (z.B. CPI Property oder Peach Property).

Abbildung 1: Zinsdeckung und Net-Leverage (Universum 40 Emittenten)



Quelle: Geschäftsberichte; I-CV

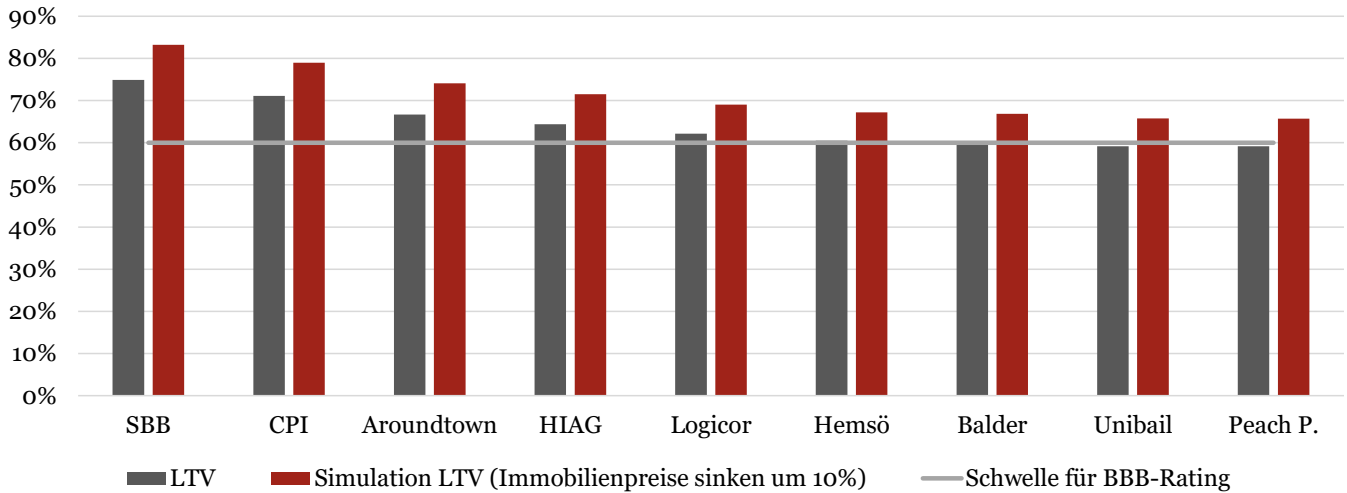
Hohes Wertberichtigungspotential vorhanden

Viele Immobilienunternehmen haben den Ernst der Lage noch nicht erkannt und Immobilienportfolios weiter aufgewertet. Dabei wurde darauf abgestützt, dass aufgrund der hohen Inflation die Mieten, welche teilweise indexiert sind, zukünftig ansteigen werden. An den Diskontierungssätzen wurde vorerst nur wenig verändert. Leider ist es aber so, dass sich Mieterhöhungen besonders bei Wohnimmobilien nicht immer so einfach umsetzen lassen. Zudem droht in einem rezessionären Marktumfeld, die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien aber auch nach Wohnraum zurückzugehen, was zu steigenden Leerständen führt. Gewerbeimmobilienunternehmen wie PSP, SPS oder Kléppiere konnten den Leerstand im GJ22 reduzieren, was auf die Gegenbewegung des pandemiebedingten Nachfragerückgangs zurückzuführen ist. Diese Unternehmen werden unserer Ansicht nach wenig Mühe bekunden, die Mieten zu erhöhen. Besonders weil bei Gewerbeimmobilien die Mieten vertraglich an die Inflation gekoppelt sind. Entsprechend sehen wir bei diesen Unternehmen keinen hohen Bedarf für Wertberichtigungen im Anlageportfolio. Bei Wohnimmobilienunternehmen gehen wir jedoch von einer anderen Ausgangslage aus.

Während wir bei den meisten Immobilienunternehmen im GJ22 noch wenig Neubewertungsverluste registrierten, sind im 1Q23 erste Wertberichtigungen zu verzeichnen. So haben z.B. Vonovia wie auch SBB Norden im 1Q23 Neubewertungsverluste von 3.8% respektive 1.7% des Anlageportfolios ausgewiesen. Dadurch ist der Loan-to-Value (Beleihungswert) des Anlageportfolios spürbar angestiegen.

Wir gehen davon aus, dass dies erst der Anfang einer Korrektur der Exzesse aus der langen Tiefzinsphase darstellt. Viele, vor allem bei Wohnliegenschaften engagierte Immobilienunternehmen werden nach unseren Hochrechnungen im GJ23 nicht um eine Wertberichtigung des Anlageportfolios herumkommen. Entsprechend wird der LTV teilweise empfindlich ansteigen (siehe Simulation Abbildung 2). Aufgrund der Zyklizität dieser Kennzahlen haben wir in unserer Analyse verstärkt auf die Kennzahl Net-Leverage (Nettoverschuldung/Nettomietenertrag) abgestützt.

Abbildung 2: LTV Anlageportfolio nach der Simulation einer Wertberichtigung von 10% des Anlageportfolios



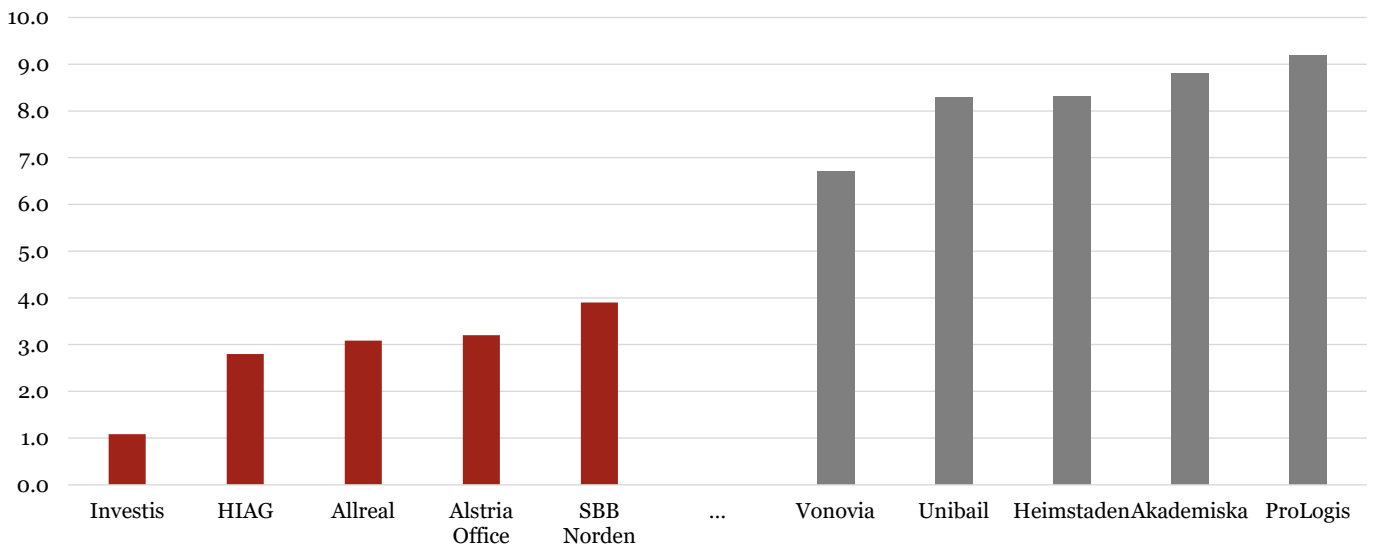
Quelle: Geschäftsberichte; I-CV

Refinanzierung

Sich in der Bonitätsbeurteilung von Immobilienunternehmen ausschliesslich auf die Betrachtung von Verschuldungskennzahlen zu beschränken, greift deutlich zu kurz. Von entscheidender Bedeutung ist ebenfalls, wie nachhaltig sich ein Unternehmen in den letzten Jahren refinanziert hat. So haben sich diverse Immobilienunternehmen wie Vonovia (siehe Fälligkeitsprofil im Anhang 1) in weiser Voraussicht langfristig und fast ausschliesslich auf unbesicherter Basis refinanziert. Auf der anderen Seite Unternehmen wie SBB Norden mit einem dicht gedrängten Fälligkeitsprofil und Aroundtown, die sich mittels teurem Hybridkapital finanziert hat, welches nun, falls es nicht gekündigt wird, aufgrund des Coupon-Step-Ups sehr teuer wird. Erste Rückkaufsoptionen von Hybridanleihen wurden sowohl von SBB als auch Aroundtown im 2023 nicht wahrgenommen. Der Verlust der Anrechnung dieser Instrumente ans Eigenkapital kann bei der Bonitätsbeurteilung seitens der Agenturen für zusätzlichen Ratingdruck sorgen (Downgrade SBB Norden am 8.5.2023 auf BB+ durch S&P). Je nachdem wie hoch der Verpfändungsgrad des Anlageportfolios bereits ist, bleibt der Zugang zur Bankenfinanzierung verwehrt. Und die Refinanzierung über den Kapitalmarkt ist angesichts einer Nettomietrendite von 3% und Refinanzierungskosten von aktuell mehr als 5% rein betriebswirtschaftlich nicht nachhaltig (vgl. Aroundtown: Anleihe mit 5 Jahren Restlaufzeit weist aktuell eine Rendite von über 10% auf). Durch Veräusserungen (Verkäufe von ganzen Teilportfolios) versuchen sich die betroffenen Unternehmen, Liquidität zum Schuldenabbau zu beschaffen. Doch Verkäufe gestalten sich nicht so einfach, Immobilien bleiben inhärent illiquide Anlagen.

Wie in der Abbildung 3 dargestellt, gibt es zahlreiche Immobilienunternehmen, welche ein gedrängtes Fälligkeitsprofil aufweisen. Diesen Unternehmen bleibt nur die Möglichkeit eine deutliche Erosion der Zinsdeckung hinzunehmen, sich auf besicherter Basis zu refinanzieren oder einen Teil des Anlageportfolios zu veräussern. Sind die Unternehmen bereits operativ unter Druck (z.B. Peach Property) kann es bereits 2024 oder 2025 zu einem Liquiditätsengpass kommen.

Abbildung 3: Peervergleich durchschnittliche Restlaufzeit Fremdkapital (in Jahren)

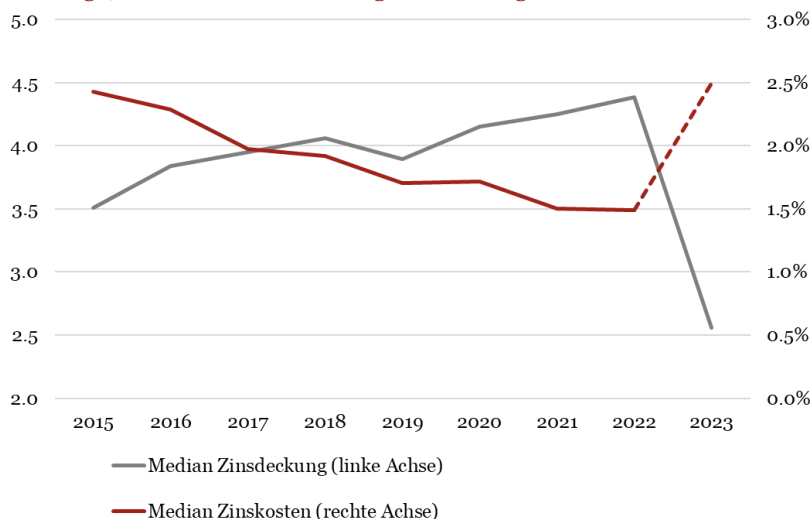


Quelle: Geschäftsberichte; I-CV

I-CV Stress-Test

In unserem Stress-Test simulieren wir einen Anstieg der durchschnittlichen Fremdkapitalkosten um 1%-Punkt. Bei vielen Immobilienunternehmen führt dieser relativ moderate Anstieg bereits dazu, dass die Nettomietrendite des Anlageportfolios tiefer ausfällt als der Fremdkapitalkostensatz. Lassen sich zeitnah keine Mieterhöhungen durchsetzen, die den Anstieg kompensieren, generiert das Unternehmen je nach Verschuldungsstand negative freie Cashflows. Wie in Abbildung 4 dargestellt, reduziert sich die durchschnittliche Zinsdeckung (Median) von 4.4x auf 2.5x Nettomietervertrag, falls die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten um 1% ansteigen. Bei Immobilienunternehmen mit einem dicht gedrängten Fälligkeitsprofil wie SBB Norden oder mit einem hohen Anteil Hybridanleihen am Refinanzierungsmix (Aroundtown) ist ein solcher Anstieg mehr als realistisch. Sollten die Zinsen längerfristig auf erhöhtem Niveau verharren, wäre die Überlebensfähigkeit dieser Unternehmen akut gefährdet.

Abbildung 4: Stress-Test Entwicklung Zinsdeckung (Median I-CV Universum)



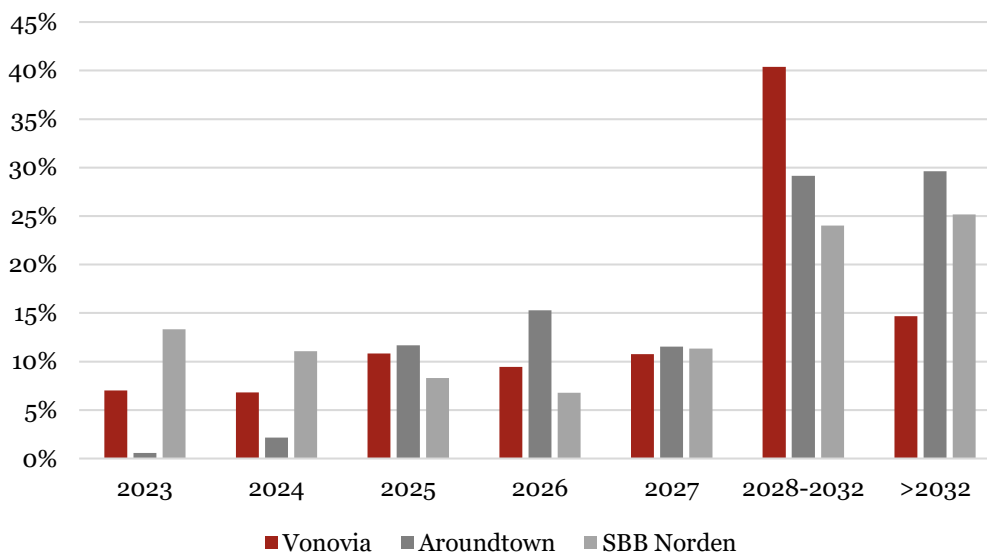
Quelle: Geschäftsberichte; I-CV

Konklusion

Die meisten Immobilienunternehmen haben nicht mit einer derart rasanten Veränderung des Zinsumfelds gerechnet und es folglich verpasst, die Refinanzierung frühzeitig sicherzustellen. Sie verfügen heute über gedrängte Fälligkeitsprofile und laufen Gefahr, dass sich mit den Mieteinnahmen die Fremdkapitalkosten nicht erwirtschaften lassen. Der Zinsanstieg führt unmittelbar zu einer deutlichen Abschwächung der Zinsdeckung. Für Unternehmen, welche bereits jetzt über ein strapaziertes Finanzprofil verfügen, wird die Refinanzierung über den Kapitalmarkt zu tragbaren Konditionen erschwert. Dies ist hauptsächlich bei denjenigen Unternehmen der Fall, welche in den letzten Jahren die hohen Aufwertungsgewinne für die Aktionärspflege (Substanzerosion) oder teure Übernahmen verwendet haben. Problematisch ist die Situation auch, falls bereits ein Grossteil des Anlageportfolios verpfändet (Finanzierung über Hypotheken) wurde. Dann verbleiben als letzte Lösungsansätze oft nur noch einen Teil des Portfolios zu verkaufen, eine Kapitalerhöhung vorzunehmen, Hybridkapital nicht zum ersten Kündigungsdatum zurückzuzahlen (Beispiel SBB Norden und Aroundtown) oder eine Umschuldung anzustreben (Adler Real Estate AG).

In der Analyse von Immobilienunternehmen befassen wir uns neben dem Finanzprofil (LTV, Net-Leverage, Zinsdeckung) deshalb auch ausgiebig mit dem zugrundeliegenden Geschäftsmodell. Aktuell haben Gewerbeimmobilienunternehmen wie z.B. SBB Norden den Vorteil, dass die Mieten oft vertraglich an die Inflation gekoppelt sind. Entsprechend können die Mieten schneller erhöht werden als z.B. bei einem schwedischen oder deutschen Wohnimmobilienunternehmen, welche in stark regulierten Märkten (Stichwort: Mietendeckel) agieren. Zudem gilt es auch die Eigentümerstruktur zu beachten. So verfügen viele Immobilienunternehmen über eine solvente Eigentümerstruktur und dürften daher um eine Kapitalerhöhung bemüht sein. Damit lassen sich zum Beispiel ausstehende Anleihen oder Hybridkapital günstig zurückkaufen und die Schuldenlast reduzieren (Beispiel Heimstaden Bostad).

Anhang 1: Fälligkeitsprofile Vonovia, SBB Norden und Aroundtown (Perpetuals nicht auf Call-Date)



Quelle: Geschäftsberichte; I-CV

Disclaimer

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und ist keine Aufforderung zur Tätigkeit von Transaktionen oder zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäftes. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen oder beruhen auf Quellen, die Independent Credit View AG (nachfolgend I-CV) als verlässlich erachtet. I-CV übernimmt jedoch keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen. I-CV behält sich zudem vor, im Dokument geäußerte Meinungen ohne Vorankündigung und ohne Angabe von Gründen zu ändern. I-CV lehnt jegliche Haftung für Verluste aus der Verwendung dieses Dokuments und den möglichen rechtlichen, regulatorischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen ab. Insbesondere haftet I-CV nicht für den Erfolg der von ihr abgegebenen Empfehlungen. Ratings beziehen sich einzig auf Kreditrisiken. Insbesondere berücksichtigen Ratings das Zinsänderungsrisiko und andere Marktrisiken nicht. Das vollständige oder teilweise Reproduzieren oder Veröffentlichendes dieses Dokuments ist nicht gestattet.