

# Verborgene Werte und Vielfalt im Kleinen

**SCHWEIZ** Nichtkотиerte Immobiliengesellschaften sind ein Anlagethema für Spezialisten und Investoren mit langem Atem.

**BJÖRN ZERN**

**E**in Blick auf die rund 24 ausserbörslich gehandelten Immobilienaktien zeigt, dass es sich nicht um Beteiligungsgesellschaften für Immobilien im klassischen Sinne handelt. Mit einer Performance von 6,1% seit Jahresbeginn im OTC-X Index Immobilien der Berner Kantonalbank stehen sie dem SIX Real Estate (+6,3%) aber in nichts nach.

Mit wenigen Ausnahmen sind die Titel Spezialitäten mit langer Historie, die über ein kleines und festes Aktionariat verfügen oder sich in einer Sondersituation befinden. Dies erschwert den Kennzahlenvergleich mit kotierten Gesellschaften, denn die Berichterstattung orientiert sich meist nur am Mindeststandard, dem Obligationenrecht (OR).

## Lokal verankerte Akteure

Am transparentesten berichtet die Bieler Espace Real Estate. Mit einem Reporting nach Swiss GAAP FER wäre sie börsenreif. Ein IPO drängt sich jedoch nicht auf, da rund 47% der Aktien in festen Händen sind. Zu den Hauptaktionären gehören mit der Franke Immobilien (28,09%) von Küchenunternehmer Michael Pieper und Wardeck-Invest-Hauptaktionär Christoph Müller (16,78%) zwei wichtige Investoren im Immobiliengeschäft.

Der Immobilienbestand lag per Ende 2013 bei 562 Mio. Fr. Der Gewinn erreichte 10,3 Mio. Fr. Derzeit legt die Gesellschaft, die aus den Vereinigten Drahtwerken Biel entstanden ist, ihren Fokus auf die Verjüngung des Portfolios. Ausserdem steht die Entwicklung eigener Projekte auf be-

Renditeperlen mit stillen Reserven						
Name <sup>1</sup>	letzbez. Kurs in Fr.	Performance 1 Jahr in %	Marktkap. in Mio. Fr.	Dividende in Fr.	Buchwert / Aktie in Fr. <sup>4</sup>	Rendite in %
AG für die Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur	49 000	4,8	58,8	1000	21 100	2,0
Agruna <sup>2</sup>	3800	-8,5	83,6	0	2638	0
Casalinvest Rheintal	263	-1,9	54,9	6	265	2,3
Espace Real Estate	135	-8,0	231,8	4,25	149	3,1
Immobiliäre Pharmapark	2000	36,7	10	80	992,9	4,0
Konkordia	3550	6,7	19,9	50	1241	1,4
Sia-Haus <sup>3</sup>	4500	-8,2	20,3	100	1558	2,2
Sihl-Manegg Immobilien	6.10	100,0	9,2	0	4,3	0
Welinvest <sup>2</sup>	3650	18,5	146	150	2550	4,1
Zürcher Freilager	5500	-10,0	330	15	2911	0,3

<sup>1</sup> ausgewählte Gesellschaften mit einem gehandelte Volumen in 2013 von mind. 100 000 Fr.  
<sup>2</sup> Agruna: Geschäftsjahr 2012/13; Welinvest: Geschäftsjahr 2012/13; Welinvest ist im Segment Beteiligungsgesellschaften der OTC-X gelistet.  
<sup>3</sup> Geschäftsjahr 2012 <sup>4</sup> bilanzieller Buchwert; der Marktwert dürfte bei einigen Titeln deutlich höher liegen Stand: 13.05.2014  
 Quelle: www.otc-x.ch, www.schweizeraktien.net

stehenden Arealen im Vordergrund der Strategie. Mit dem Fokus auf Liegenschaften im Mittelland und in der Nordwestschweiz möchte CEO Theodor Kocher die Gesellschaft zu einem langfristig attraktiven Vehikel für Investments in Schweizer Immobilien machen.

Über eine transparente Berichterstattung verfügt auch die Ostschweizer Casa-Invest Rheintal. Das Portfolio im Wert von 161,2 Mio. Fr. umfasst zu rund 50% Gewerbebauten in der wirtschaftlich starken Region. 34% sind Wohnimmobilien und 16% Entwicklungsprojekte. 2013 erzielte die Gesellschaft bei einem Ertrag aus Vermietung von 7,5 Mio. Fr. einen Gewinn von 4,2 Mio. Fr. Weil die Transaktionspreise für Wohnliegenschaften in der Region nach Ansicht von Geschäftsführer Matthias Hutter teilweise nicht mehr nachvollziehbar seien, verzichtet Casa-Invest derzeit auf Zukäufe und setzt ebenfalls lieber auf Eigenentwicklungen.

Zu einer der grössten ausserbörslichen Immobiliengesellschaften wächst die Zürcher Freilager heran. Das 1923 gegründete Unternehmen hat sich nach der Aufgabe des Logistikgeschäfts auf den Immobilienbereich ausgerichtet. Das Portfolio, dessen Wert von Jones Lang LaSalle auf 315,6 Mio. Fr. geschätzt wird, umfasst drei Liegenschaften in Zürich-Albisrieden (Freilager-Areal), in Embrach (Embraport) und eine Logistikliegenschaft in Münchenstein. Auf dem Gelände des ehemaligen Zollfreilagers wird bis 2016 eine Wohnüberbauung mit 850 Mietwohnungen und 200 Studentenzimmern erstellt. Im Juli 2013 hat sich die Gesellschaft über eine Kapitalerhöhung 104 Mio. Fr. gesichert, um das Vorhaben zu realisieren. Neben rund 200 Kleinaktionären ist die Versicherungsgesellschaft Axa Leben Hauptaktionär.

Den wohl längsten und kuriosesten Namen trägt die AG für Erstellung billiger Wohnhäuser in Winterthur. Das durch

die Industrieunternehmen Sulzer und Rieter 1872 gegründete Unternehmen besitzt 816 Wohnungen und hat 2013 einen Vermietungserlös in Höhe von 11,6 Mio. Fr. erzielt. Dank eines Gewinns von 3,1 Mio. Fr. konnte es eine Dividende von 1000 Fr. ausschütten.

## Discount mit Fantasie

Interessanter als die in den letzten Jahren kontinuierlich gestiegene Dividende und der ausgewiesene Buchwert pro Aktie von 21 000 Fr. ist der Substanzwert. Fondsmanager Markus Rüeggsegger, der mit dem Quantex-Nebenwertfonds investiert ist, schätzt den «echten» inneren Wert der Aktie auf 209 000 Fr. Bei einem Kurs von derzeit 49 000 Fr. wird der Titel mit einem Discount von 70% auf den NAV gehandelt. Ob sich die Substanz eines Tages im Kurs spiegeln wird, ist allein schon wegen des Geschäftszwecks, der «Zurverfügungstellung billiger Wohnhäuser», fraglich.

Einen hohen Discount auf das Immobilienportfolio weisen auch die Titel der Basler Beteiligungsgesellschaft Welinvest auf, die sich mehrheitlich im Besitz der Familie von Finck befindet. Mit fast 70% des verwalteten Vermögens ist das Wohnimmobilienportfolio mit 299 Wohnungen in Basel-Stadt sowie weiteren 75 im Kanton Basel-Landschaft der grösste Aktivposten in der Bilanz. Ausgewiesen wird das Portfolio mit einem Wert von 149,1 Mio. Fr., wobei die Gesellschaft bei der Bewertung einen konservativen Diskontierungssatz von 6% angenommen hat. Berechnungen des auf Schweizer Aktien spezialisierten Beraters Grisonia Consult ergeben bei Diskontierungssätzen von 5%

bereits einen um 20% höheren Wert für die Liegenschaften. Zusammen mit den Aktien, den Edelmetallen und den liquiden Mitteln würde der innere Wert einer Welinvest-Aktie in diesem Fall bei 4500 bis 5000 Fr. liegen. Und damit mehr als 20% über dem aktuellen Kurs von 3650 Fr.

Neben den genannten Unternehmen gibt es viele kleine, regionale Immobiliengesellschaften. Dazu gehören die Luzerner Konkordia oder die Zürcher SIA-Haus, wo der Aktionär zum Mitbesitzer eines Bürohochhauses wird. Profitieren können Aktionäre auch von Sondersituationen, die sich bei der Aufgabe oder dem Verkauf des Geschäftsbetriebs ergeben.

Wer frühzeitig den Wert des riesigen Immobilienbesitzes der Papierfabrik Sihl in Zürich-Manegg erkannt hatte, konnte seinen Einsatz vervielfachen. Vor drei Jahren wurden die Aktien der Sihl-Manegg Immobilien nach dem Verkauf des Papiergeschäfts an eine italienische Gruppe noch unter 2 Fr. gehandelt. Zwischenzeitlich hat die Generalunternehmung Losinger Marazzi beschlossen, auf dem ehemaligen Fabrikareal im Sihl mit der Greencity ein Quartier nach neuesten ökologischen Standards zu erstellen. Durch den Verkauf des Areals für 82 Mio. Fr. rechnen die Aktionäre mit einem Liquidationserlös von 6 bis 8 Fr. pro Aktie. Der Aktienkurs hat sich zwischenzeitlich vervielfacht und liegt bei 6.10 Fr. Die Geduld, die Investoren in diesem Fall mitbringen mussten, hat sich am Schluss auszagezahlt.

Björn Zern ist Co-Gründer des Schweizer Aktien-Netzwerk; [www.schweizeraktien.net](http://www.schweizeraktien.net).

Anzeige

## PSP Swiss Property – Schweizer Immobilienkompetenz



Vielfalt und beste Lagen.

### PSP investiert in Qualität und Nachhaltigkeit.

PSP Swiss Property gehört mit 89 Mitarbeitenden zu den führenden Immobiliengesellschaften der Schweiz. Das Unternehmen besitzt ein Immobilienportfolio im Wert von rund 6,4 Mrd. Schweizer Franken. Dabei handelt es sich grösstenteils um Büro- und Geschäftshäuser an erstklassigen Lagen in den wichtigsten Wirtschaftszentren des Landes.

Die PSP Swiss Property AG (die Holdinggesellschaft) ist eine Publikumsgesellschaft, deren Aktien seit März 2000 an der Schweizer Börse SIX Swiss Exchange gehandelt werden.

**Davon profitieren Anleger und Mieter.**

### PSP Swiss Property AG

Kolinplatz 2  
 CH-6300 Zug  
 Tel. 041 728 04 04  
[www.psp.info](http://www.psp.info)

SIX Swiss Exchange:  
 Symbol PSPN, Valor 1829415