

Kommentierung AXA Immoselect per 08.04.2016

Bei der letzten Kommentierung im Juni 2015 hatten wir noch geschrieben: „... ist der AXA-Bewertungsabschlag von 40 % nicht gerade hoch attraktiv, aber im Vergleich zu den noch gegebenen Alternativen inzwischen wettbewerbsfähig.“ - „Bisher waren wir nur mit einer Kleinposition engagiert ... und halten ihn ... im Gesamtbild mit ca. 6 % Depotanteil weiter untergewichtet.“

Die damals schon vorausgesagten (ein großer, ein kleiner) Verkäufe erfolgten inzwischen. Insbesondere verließ in 10/2015 die IKB-Hauptverwaltung in Düsseldorf den Fonds, welche zu dem Zeitpunkt mit fast 100 Mio. € rd. 30 % des Fonds-Immobilienvolumens ausmachte.

Unsere anfänglich zurückhaltende Einstellung zum AXA Immoselect hat sich inzwischen etwas gewandelt. Zwar muß man nach wie vor konstatieren, daß die Management-Qualität schwächer einzuschätzen ist als bei den „big three“. Auch gibt das Fondsmanagement offen zu, daß es Verkäufe bisher nur im Schnitt 20 % unter den Verkehrswerten zuwege gebracht hat, und daß es diese 20 % auch beim Rest brauchen wird. Eine bemerkenswerte Offenheit, was die Selbsteinschätzung der eigenen Leistungsfähigkeit angeht. Da aber der implizite Bewertungsabschlag heute bei fast 50 % liegt, kommt man nach Abzug der nach Eigenangaben mit 20 % zu veranschlagenden „Zitterprämie“ eben genau auf jene 30 %, bei denen die „big three“ auch liegen.

Bei der Einzelobjektanalyse ist hervorzuheben, daß es sich bei drei der sechs (die beiden Malmö sind als eines zu sehen) Restobjekte um Handels- bzw. Freizeitimmobilien handelt, die im Moment generell gut marktgängig sind. Distanziert zu sehen ist dabei das EKZ in Malmö; es leidet unter der Konkurrenz eines benachbarten EKZ. Eines der beiden muß vom Markt verschwinden, wobei es im Moment danach aussieht, daß es den Nachbarn treffen wird. Antegnate/Italien und Albacete/Spanien wurden bisher nur deswegen nicht verkauft, weil sich bei jeder bisherigen Marktsondierung immer weiter steigende Werte ergaben. Das Management läßt sich deshalb bewußt Zeit, weil der Markt noch für uns läuft. Die von uns prognostizierten Verkaufserlöse von zusammen 155 Mio. € nur für diese drei Objekte übersteigen die im Börsenkurs implizierte Bewertung von 122 Mio. € für den gesamten Restbestand so deutlich, daß man wohl annehmen darf, daß mit diesem Fonds am Ende eigentlich keine Miesen gemacht werden.

In die übrigen drei Objekte sollte man aber auch keine allzu großen Hoffnungen setzen: Luxemburg, das nach deutlicher Reduzierung der Leerstandsquote wohl als nächstes weggehen sollte, ist im Gesamtmaßstab schlicht zu klein, um irgendetwas zu bewegen. Amersfoort, früher Hauptsitz der Agis-Versicherung, steht seit Ende 2015 völlig leer. Eine baldige Anschlußvermietung in dieser Kleinstadt noch östlich von Utrecht in der holländischen Pampa käme sechs Richtigen im Lotto gleich. Die Marktgängigkeit des Objektes muß grundsätzlich in Zweifel gezogen werden. Das Oregon House in Prag hat mit u.a. der regional starken Internet-Suchmaschine Seznam (in CZ größerer Marktanteil als Google!) und dem Aufzughersteller Schindler als Hauptmieter sowie Cemex und der tschechischen Mc-Doof-Landesgesellschaft einen ganz interessanten Mietermix; architektonisch ist es jedoch Null-Acht-Fuffzehn und ist im Stadtteil Zlicin einfach zu weit vom Prager Zentrum weg. Irgendein opportunistischer Käufer wird das Oregon House irgendwann für 10 % Mietrendite nehmen, aber das ergäbe dann nur 2/3 des aktuell noch mit knapp 30 Mio. € angesetzten Verkehrswertes.

Fazit: Besonders negative Überraschungen scheinen beim AXA Immoselect nicht mehr sehr wahrscheinlich bzw. sind bei unseren Verkaufspreis-Prognosen hinreichend berücksichtigt. Spanien und Italien (letzteres 2009 für > 150 Mio. eingeladen und heute nur noch mit der Hälfte bewertet) sind einfach gut und sollten zusammen doch 110 Mio. im Minimum bringen. Wenn das „durch“ ist, woran wir keine übermäßigen Zweifel hegen, dann bleibt für den ganzen Rest automatisch ein Bewertungsabschlag von 90 % - das sollte nun wirklich reichen.