

Kommentierung KanAm grundinvest per 12.04.2016

Das Portfolio des KanAm grundinvest war schon immer auf sogenannte „Trophy-Objekte“ konzentriert, also besonders bemerkenswerte große Objekte in sehr guten Lagen. Schon immer hatten solche Objekte wegen ihres Prestigewert-Zuschlages im Preis eine niedrigere Bruttomietrendite als der Rest des Marktes.

Seine noch 2,05 Mrd. € restliches Immobilienvermögen hat der KanAm auf nur 19 Objekte verteilt. Das ist mit im Schnitt 108 Mio. das mehrfache der Werte der anderen großen beiden (CS Euroreal und SEB Immoinvest).

Seit der letzten Berichterstattung Mitte 2015 hat der KanAm lediglich zwei Objekte veräußert: South Colonnade in London (VK 285 Mio., letzter Verkehrswert 269 Mio.) L'Alma bei Paris (zum Verkehrswert 54 Mio.). In Anbetracht des Depotbank-Übergangsdatums 31.12.2016 muß der Fonds jetzt aber ganz gewaltig Gas geben.

Die Objekte sind auf lediglich 6 Standorte konzentriert: Brüssel (1), Paris (6), Montreal (2), Riga (1), Luxemburg (5) und Rotterdam (4).

Ich zitiere aus dem letzten Report: „Wenngleich der KanAm in allen Studien und Publikationen immer eher als die leistungsstärkste Lichtgestalt der abwickelnden Fonds dargestellt wird, halte ich das eher für das Ergebnis geschickter Eigenwerbung und habe hier eine sehr differenzierte Einstellung.“ – und: „Natürlich ist der KanAm grundinvest als einer der großen Drei und wegen seiner verhältnismäßig langen Restlaufzeit im Grundsatz ein „must have“. Allerdings konnte im 1. Halbjahr kein einziger Verkauf realisiert werden.“

Im Vergleich zu Mitte 2015 ist der im Börsenkurs ausgedrückte Abschlag auf die Immobilien-NAV's von 20 % auf knapp 30 % gestiegen. Die zweifellos vorhandenen Risiken im KanAm scheinen damit ausreichend abgebildet zu sein. Abgesehen von dem Brüsseler Objekt (das gerade umgebaut wird, aber schon seit langem auf 10 Jahre an das Europäische Parlament angeschlossen ist) ist unter den übrigen Objekten keines ein absoluter Selbstläufer. Paris scheint seinen Höhepunkt im Zyklus eher schon überschritten zu haben, in Luxemburg stehen die Käufer auch nicht Schlange (und aus dem Espace Petrusse plant der Mieter Arcelor-Mittal auszuziehen), Rotterdam hat den üblichen Holland-Malus (obwohl man hier nach dem Paukenschlag des Teilportfolioverkaufs beim CS für echte Qualität jetzt deutlich positiver gestimmt sein kann). Montreal und Riga kann ich als relative Exoten kaum zuverlässig einschätzen.

Wie gesagt, die inzwischen 30 % NAV-Abschlag scheinen mir die Risiken genug abzubilden. Wenn ich aber mal direkt mit dem CS vergleiche, ergibt sich folgendes Bild:

NAV-Abschlag KanAm 30 %, CS nur 25 %. Aber: Dem CS traue ich zu, die Verkehrswerte am Ende tatsächlich zu erreichen. Beim KanAm erwarte ich dagegen noch 13 % Abschläge beim Verkauf, und gerade bei diesem Portfolio ist die Schätzung mit besonders viel Unsicherheit behaftet. Beim KanAm sehe ich daher (mit vielen Imponderabilien) ca. 20 % upside-Potential, der CS dagegen hat (weitgehend sicher) 27,5 %.

Fazit: Losgelöst bewertet erscheint der KanAm heute (auch im historischen Vergleich) attraktiv bewertet. Im Vergleich gilt aber: Das Bessere ist der Feind des Guten.

Unsere KanAm-Position schreit deshalb nicht nach einer Aufstockung. Höchstens, wenn der Kurs noch mal deutlich unter 23,00 abtaucht, kann man über opportunistische Arrondierungen nachdenken – oder aber, wenn der Fonds mit wirklich überzeugenden Verkäufen um die Ecke kommt, worauf ich jeden Tag warte, aber es passiert nichts.

Wie gesagt, der Fonds muß jetzt Gas geben, und wenn das tatsächlich passiert und es geht irgendwann Schlag auf Schlag, dann haben wir wegen unserer soliden Detailkenntnis immer noch die Chance, kraftvoll und immer noch früh genug zu reagieren.