



# Immobilienbewertung im heutigen Marktumfeld

EXPERTsuisse Aargau

Lenzburg, 28. November 2017



# Übersicht

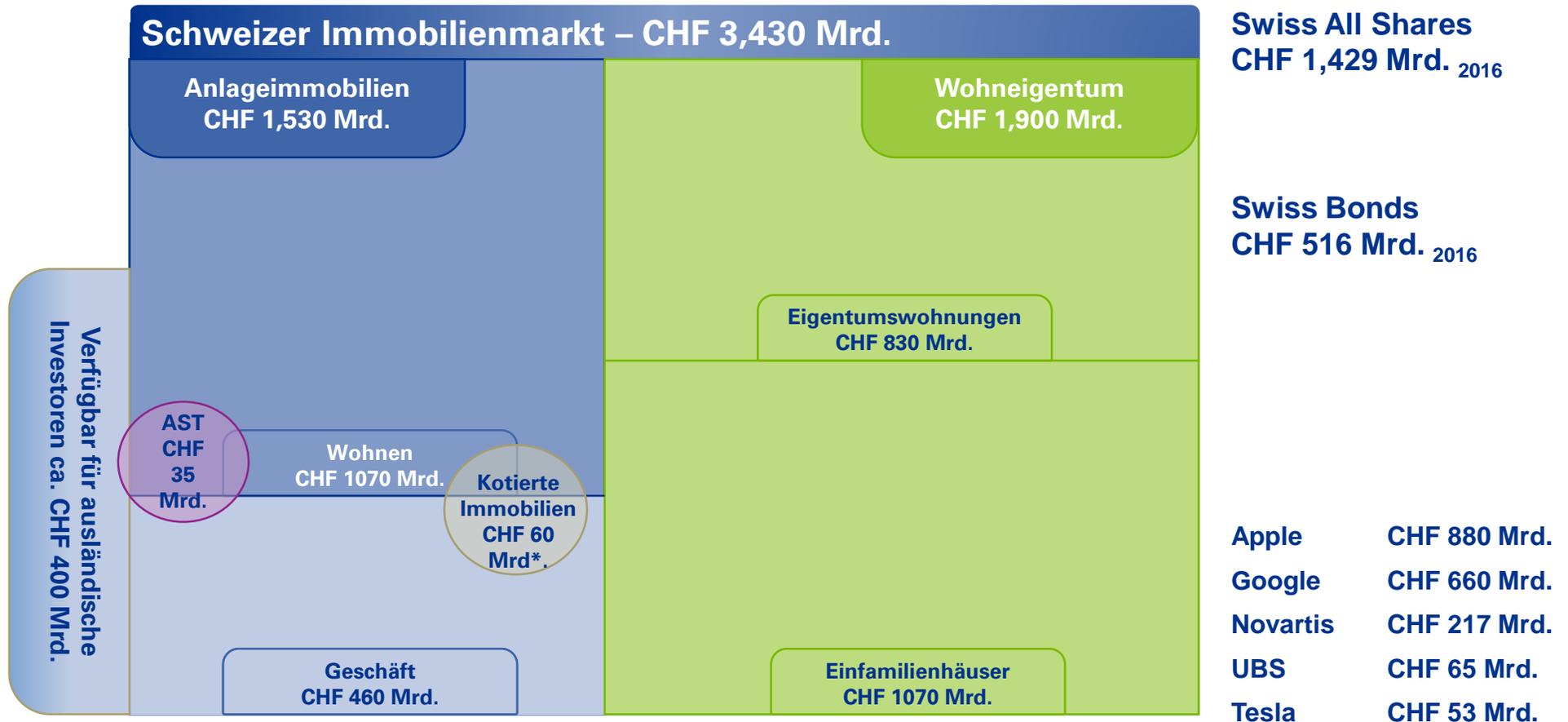




# Marktumfeld

01

# Immobilienwerte Schweiz



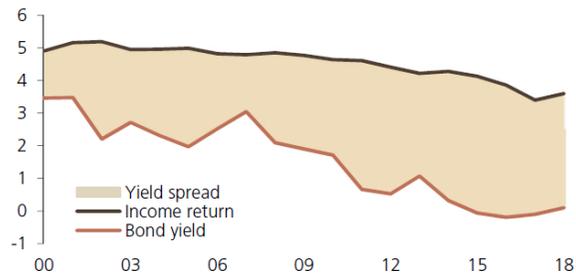
Quelle: W&P, Swiss Finance & Property und KPMG (\*Marktkapitalisierung)

# Globale Renditekompression

## Schweiz

### Property income return

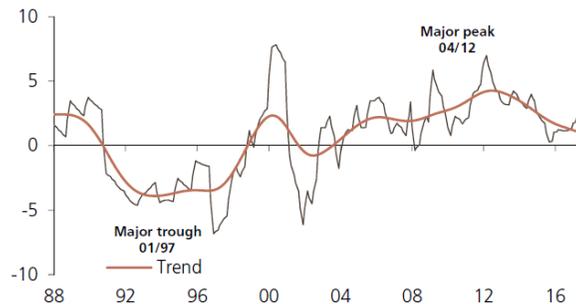
Versus 10-year government bond yield, in %



Source: Bloomberg, IAZI, UBS, as of October 2017

### Capital gain cycle

Annualized capital growth, in %

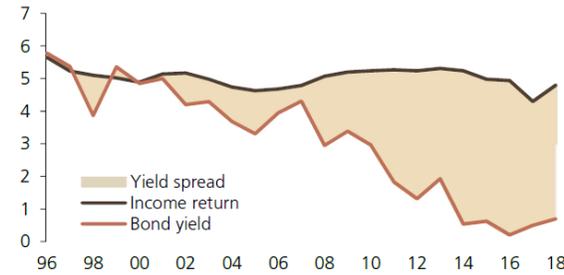


Source: Bloomberg, IAZI, IPD, UBS, as of October 2017

## Deutschland

### Property income return

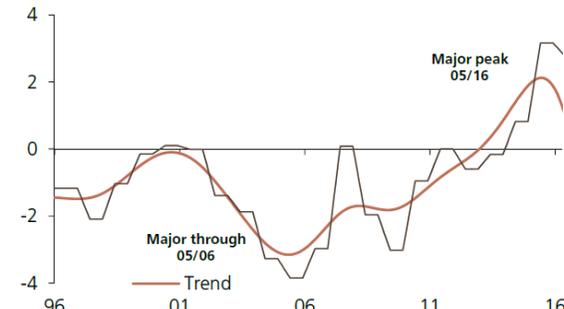
Versus 10-year government bond yield, in %



Source: Bloomberg, MSC/IPD, UBS, as of October 2017

### Capital gain cycle

Annualized capital growth, trend, in %

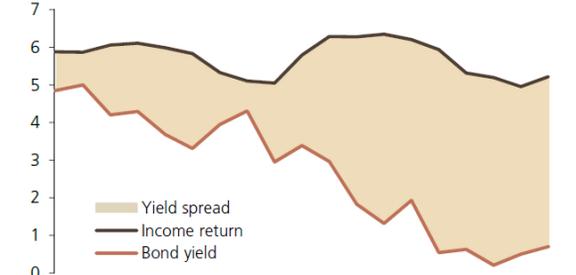


Source: Bloomberg, MSC/IPD, UBS, as of October 2017

## EU (ex Deutschland)

### Property income return Cont.- Europe ex DE

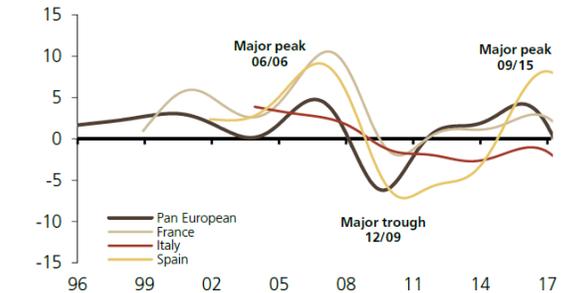
Versus 10-year government bond yield, in %



Source: Bloomberg, MSC/IPD, UBS, as of October 2017

### Capital gain cycle

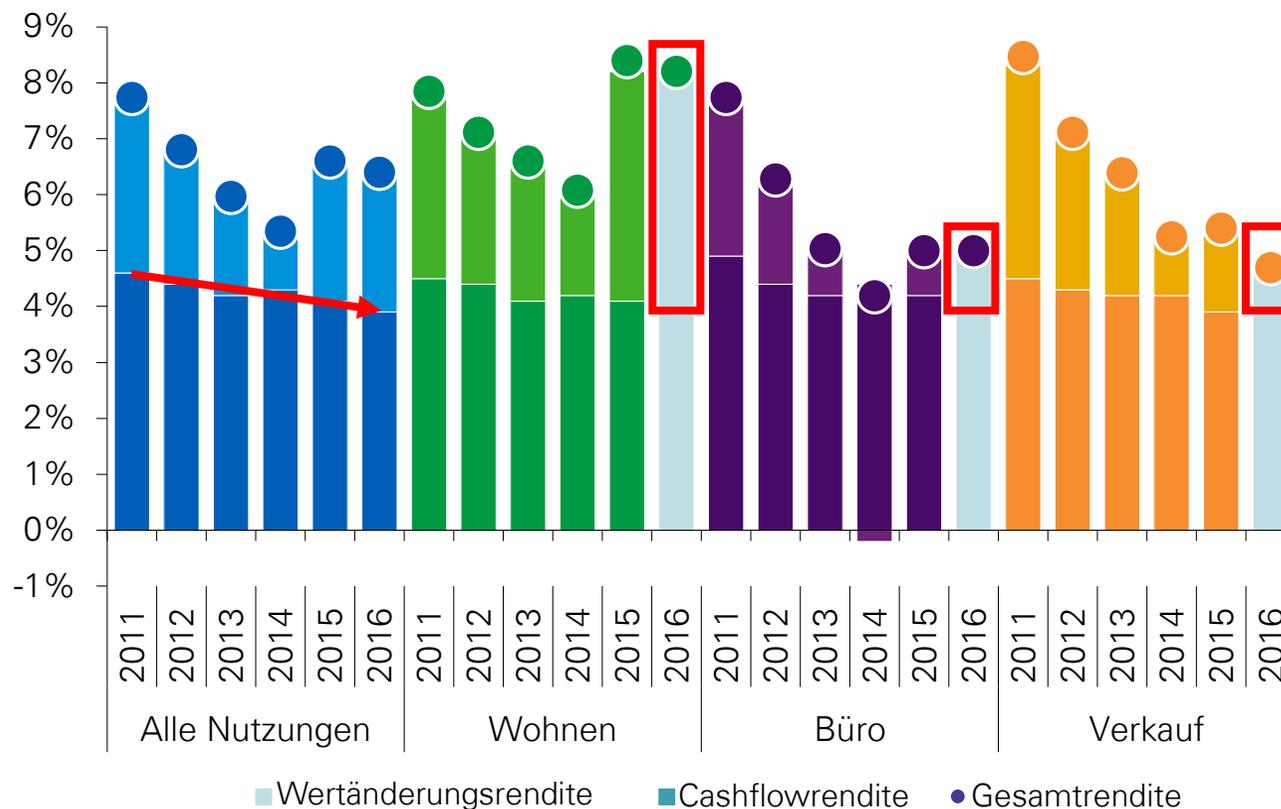
Annualized capital growth, trend, in %



Pan European: combined performance in 18 countries.  
Source: Bloomberg, MSC/IPD, UBS, as of October 2017

# Renditeentwicklung direkte Immobilienanlagen

## Performance Schweizer Immobilienanlagen (bewertungsbasiert)

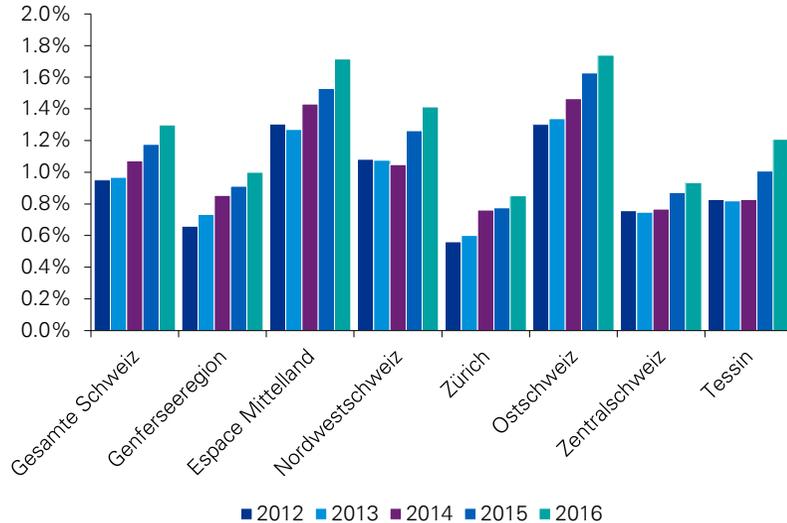


Quellen: MSCI und KPMG

Die Wertänderungs- und die Cashflowrendite werden seit 2016 von MSCI für die jeweiligen Nutzungen nicht mehr gesondert ausgewiesen, sondern lediglich in der Gesamtrendite zusammengefasst.

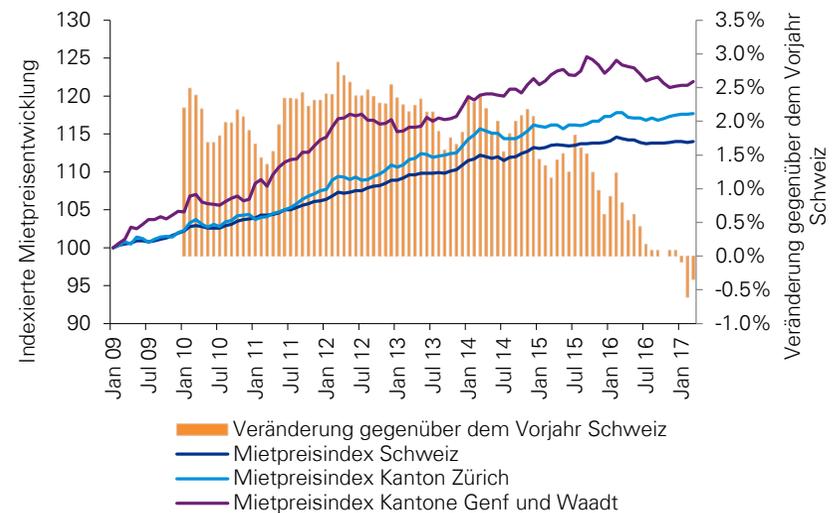
# Wohnflächen

## Leerwohnungsziffer



Quellen: BFS und KPMG

## Qualitätsbereinigte Angebotsmieten

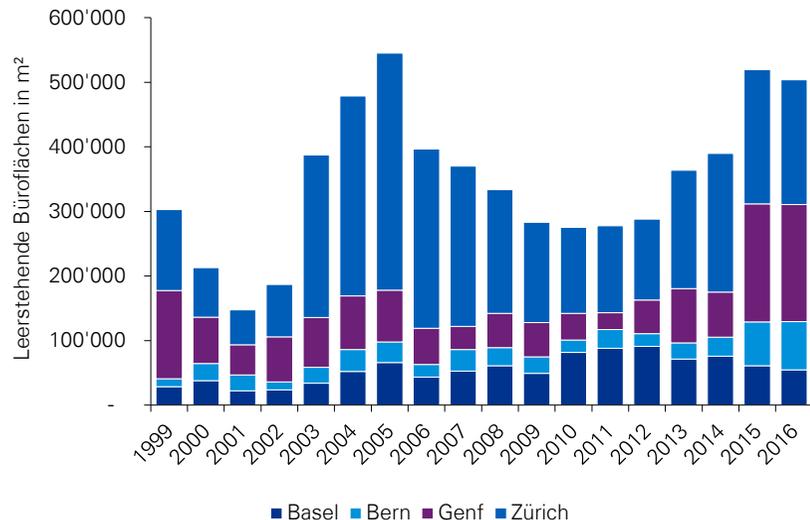


Quellen: homegate.ch und KPMG

- Die hohe Neubautätigkeit den letzten Jahre und der rückläufige Zuwanderungssaldo führten praktisch landesweit zu einem Anstieg der Leerwohnungsziffern; gesamtschweizerisch steigt die Leerwohnungsziffer das fünfte Mal in Folge und beträgt nun 1.30%. Während die Leerstandsquote in den Städten nach wie vor tief ist, haben die ländlichen Regionen im Jahr 2016 einen im Vergleich zu den Vorjahren überdurchschnittlichen Anstieg verzeichnet.
- Die Veränderung der qualitätsbereinigten Angebotsmieten im Vergleich zum Vorjahr ist seit Beginn des Jahres 2017 aufgrund des anhaltenden Überangebotes an Wohnflächen nach einer langen Wachstumsphase in der Schweiz erstmals wieder negativ. Im Juni 2017 sind diese im Vergleich zum Vorjahr um -0.3% gesunken. Die Angebotsmieten widerspiegeln damit eine gewisse Entspannung auf dem Mietwohnungsmarkt.
- Im Gegensatz zu den Angebotsmieten sind die Bestandsmieten bereits über die letzten Jahren unter dem Einfluss von Referenzzinssatzsenkungen tendenziell gesunken. Seit 2008 hat sich der Referenzzinssatz von 3.5% auf 1.5% gesenkt, was einer kumulierten Mietpreisreduktion von rund 18% entsprechen würde. Aufgrund des Auseinanderklaffens von Bestands- und Angebotsmieten sinkt der Anreiz für Mieter für einen Wechsel von einem langjährigen Mietverhältnis in eine Neubauwohnung.

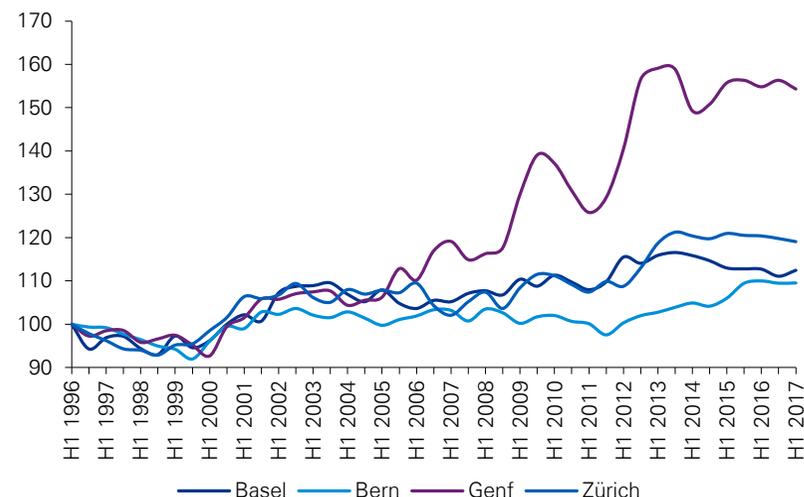
# Büroflächen

## Leerstehende Büroflächen



Quellen: Städtische Statistikämter und KPMG

## Angebotsmieten Büroflächen

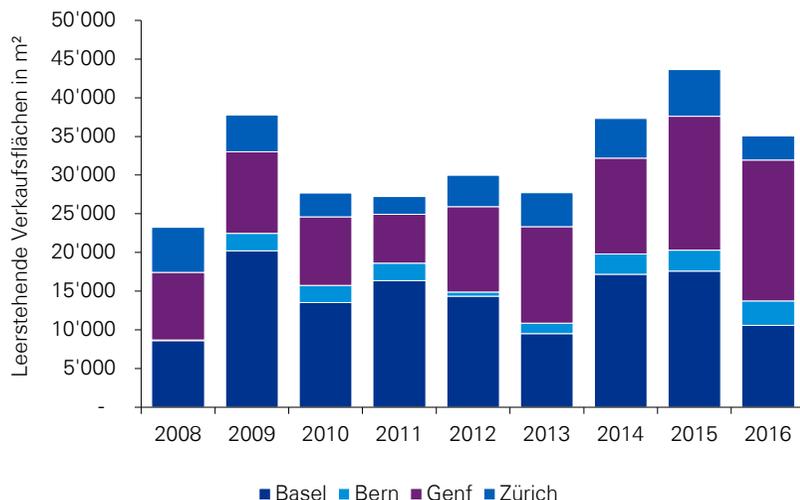


Quellen: WP und KPMG

- Im Büroflächenmarkt schlägt sich die hohe Bautätigkeit der letzten Jahre weiterhin in relativ hohen Leerständen nieder. Nach mehreren Jahren mit steigenden Leerständen ist das Überangebot 2016 mit rund 500,000m<sup>2</sup> aber erstmals wieder leicht tiefer (-3.0%) als im Vorjahr ausgefallen. Das Volumen der bewilligten Bürobauprojekte lag 2016 im Bereich des langjährigen Mittels von knapp CHF 2 Mrd. p.a. und ist damit seit 2013 im Jahresvergleich praktisch unverändert. In den Grossstädten Zürich (-31%) und Genf (-67%) ist das Planungsvolumen aber deutlich rückläufig.
- Die Angebotsmietpreise haben sich im letzten Jahr in den Zentren sehr unterschiedlich entwickelt. Nach einem ersten Rückgang im H2 2016 sind die Angebotsmieten im H1 2017 in Basel wieder leicht gestiegen. In Zürich und Bern bewegen sich diese weiterhin seitwärts. Den stärksten Rückgang der Angebotsmieten im ersten Halbjahr 2017 war in Genf (-2.0%) zu verzeichnen.
- Neben den bestehenden Leerständen und stagnierenden Angebotsmieten sieht sich der Büroflächenmarkt auch von politischen und strukturellen Herausforderungen konfrontiert. In diesem Umfeld genügen Altbauflächen oft nicht mehr den heutigen Ansprüchen und werden von qualitativen Neubauflächen in Bedrängnis gebracht, was auch in Zukunft eine hohe Flächenkonkurrenz und einen höheren Vermarktungsaufwand erwarten lässt.

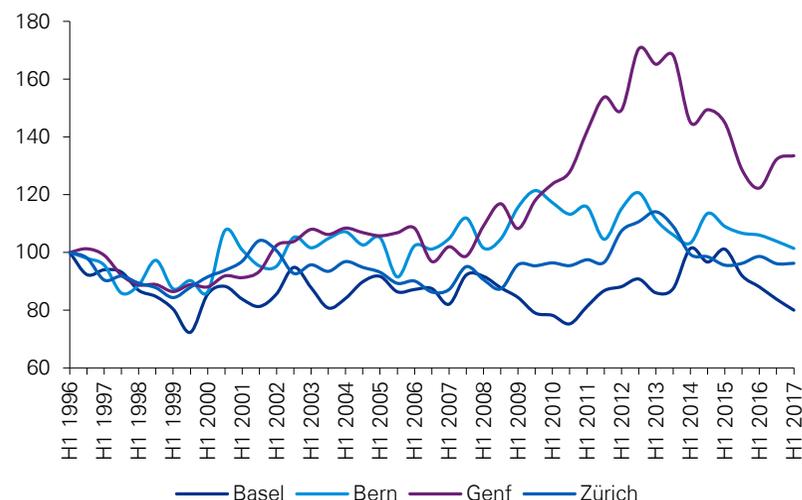
# Verkaufsflächen

## Leerstehende Verkaufsflächen



Quellen: Städtische Statistikämter und KPMG

## Angebotsmieten Verkaufsflächen



Quellen: WP und KPMG

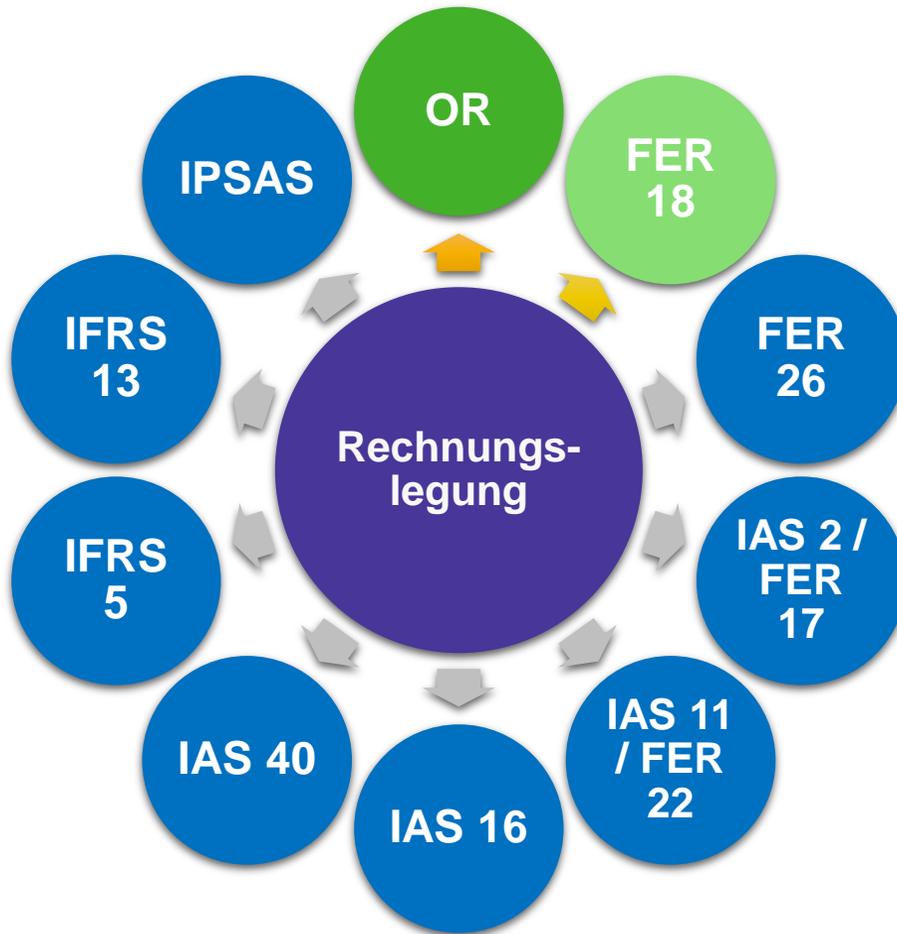
- Die leerstehenden Verkaufsflächen haben sich in den verschiedenen Zentren unterschiedlich entwickelt und fallen insgesamt im Jahr 2016 leicht tiefer aus. In Zürich haben sich die Leerstände zum Stichtag auf rund 3,000 m<sup>2</sup> praktisch halbiert und in Basel sind sie um rund 40% auf knapp 10,600 m<sup>2</sup> gesunken. In Bern und Genf dagegen sind sie im Jahr 2016 nochmals angestiegen.
- Die Detailhandelsumsätze entwickeln sich seit 2014 rückläufig und fallen im Jahr 2016 um -4.8% (2015: -3.2%) nochmals deutlich tiefer aus. Die zunehmende Bedeutung des Onlinehandels, die gestiegenen Auslandseinkäufe, die abnehmende Zuwanderung und die allgemeine Konsumentenstimmung lassen in naher Zukunft keine Trendumkehr erwarten. Die stagnierenden Umsätze im Detailhandel wirken sich auch auf den Verkaufsflächenmarkt aus. So weisen auch die Angebotsmietpreise über die letzten drei Jahre in allen vier Zentren insgesamt stagnierende bis rückläufige Angebotsmieten auf.
- Abseits der Top-Lagen sind auch im aktuellen Jahr tendenziell steigende Leerstände und sinkende Mieterträge zu erwarten. Die Angebotsmieten sind in den Städten Basel (-3.7%) und Bern (-2.5%) nochmals gefallen. In Zürich (+0.1%) und Genf (+1.3%) scheinen sich die Angebotsmieten gefangen zu haben. Trotz positiven Geschäftsimpulsen und optimistischerer Konsumentenstimmung, bleiben die Aussichten für den Verkaufsflächenmarkt durchzogen. Gründe dafür sind weitere bewilligte Bauprojekte und die immer noch grosse Differenz zwischen Flächenumsätzen und Mietpreisen.



# Immobilienbewertung

02

# Übersicht Rechnungslegungsnormen aus Sicht Bewertung



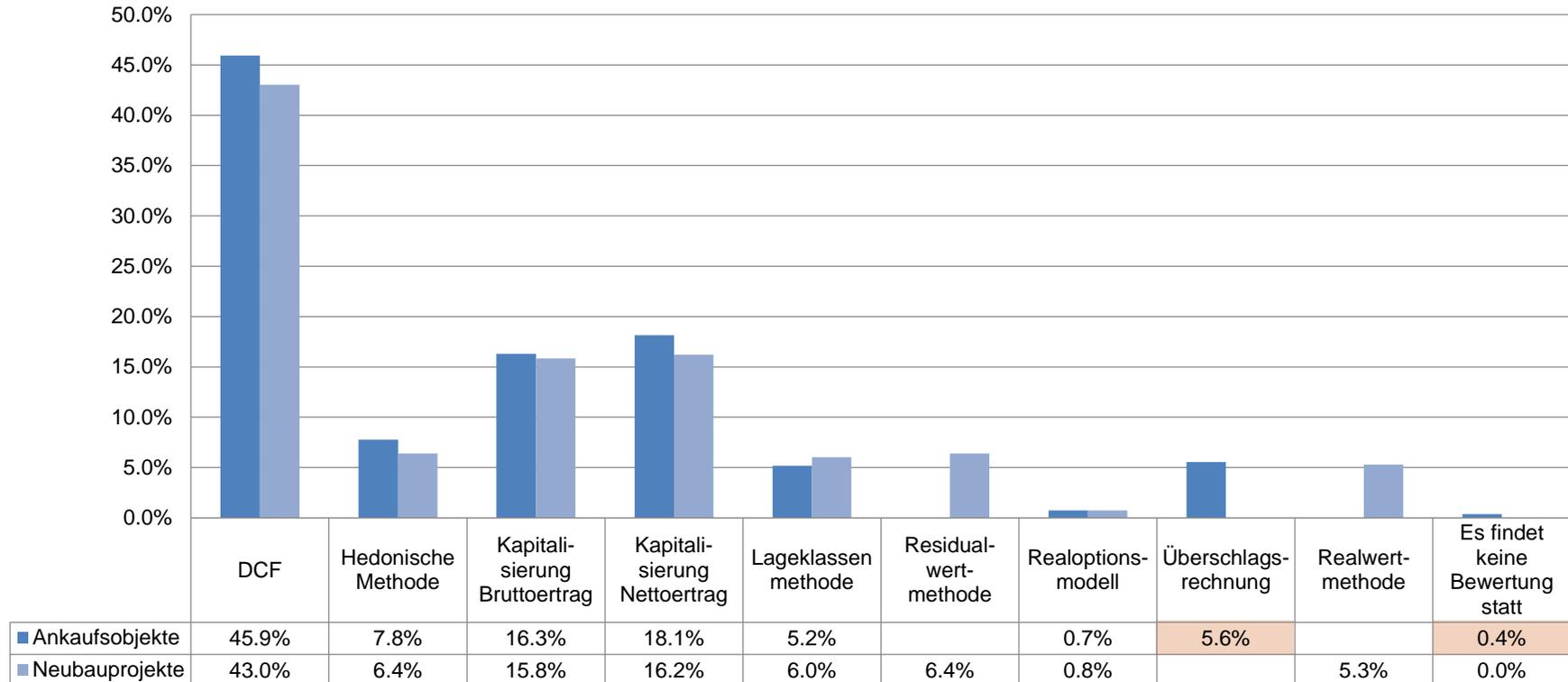
## Neues Rechnungslegungsrecht Bewertung (OR)

- **Status:** 1. Januar 2015 in Kraft getreten, frühere Anwendung erlaubt
- **Inhalt:** Grundsätzlich Einzelbewertungsprinzip für Bauten und Grundstücke

## Aus Sicht der Bewertung

- Sachanlagen, die ausschliesslich zu Renditezwecken gehalten werden, sind bei der Folgebewertung zum **aktuellen Wert** oder zum **Anschaffungswert abzüglich Abschreibungen auszuweisen** (Wahlrecht). Die Werthaltigkeit ist jährlich zu prüfen.
- Der **aktuelle Wert** wird **durch Vergleich** mit ähnlichen Objekten geschätzt, **nach dem zu erwartenden Ertrag bzw. Geldfluss** eines **risikogerechten Abzinsungssatzes** bewertet oder nach einer anderen **allgemein anerkannten Methode**
- Vergleichswertmethode in der Schweiz mangels Transparenz nicht möglich. Hedonische Bewertungsmodelle (W&P, IAZI, ZKB, FPRE) erfüllen die Anforderungen der Vergleichswertmethode nicht (fehlender konkreter Vergleich)
- **Best practice: Discounted-Cashflow-Methode**, weil nur damit «der zu erwartende Ertrag» am besten abgebildet werden kann

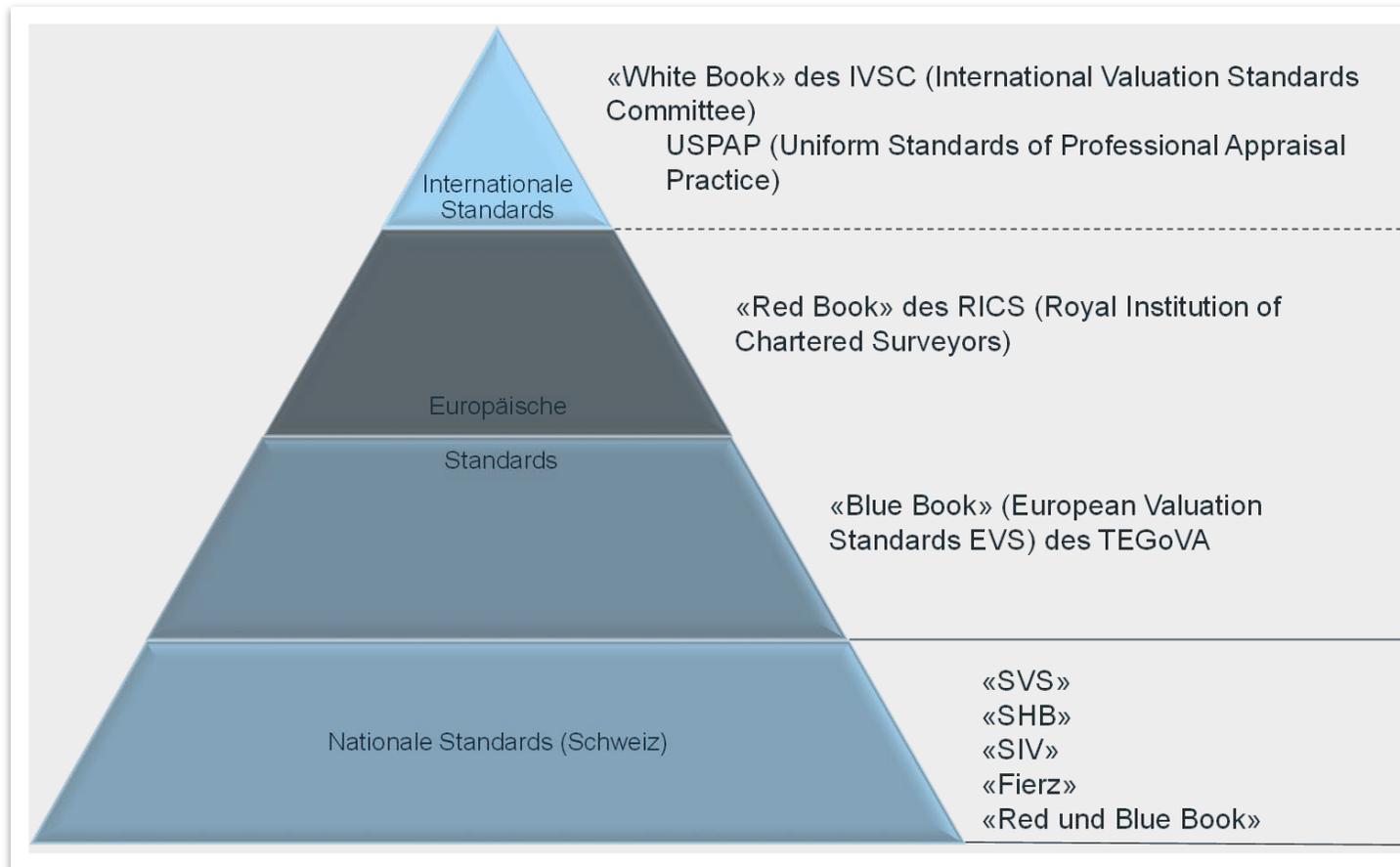
# Bewertungspraxis



Quelle: KPMG Investorenbefragung 2011

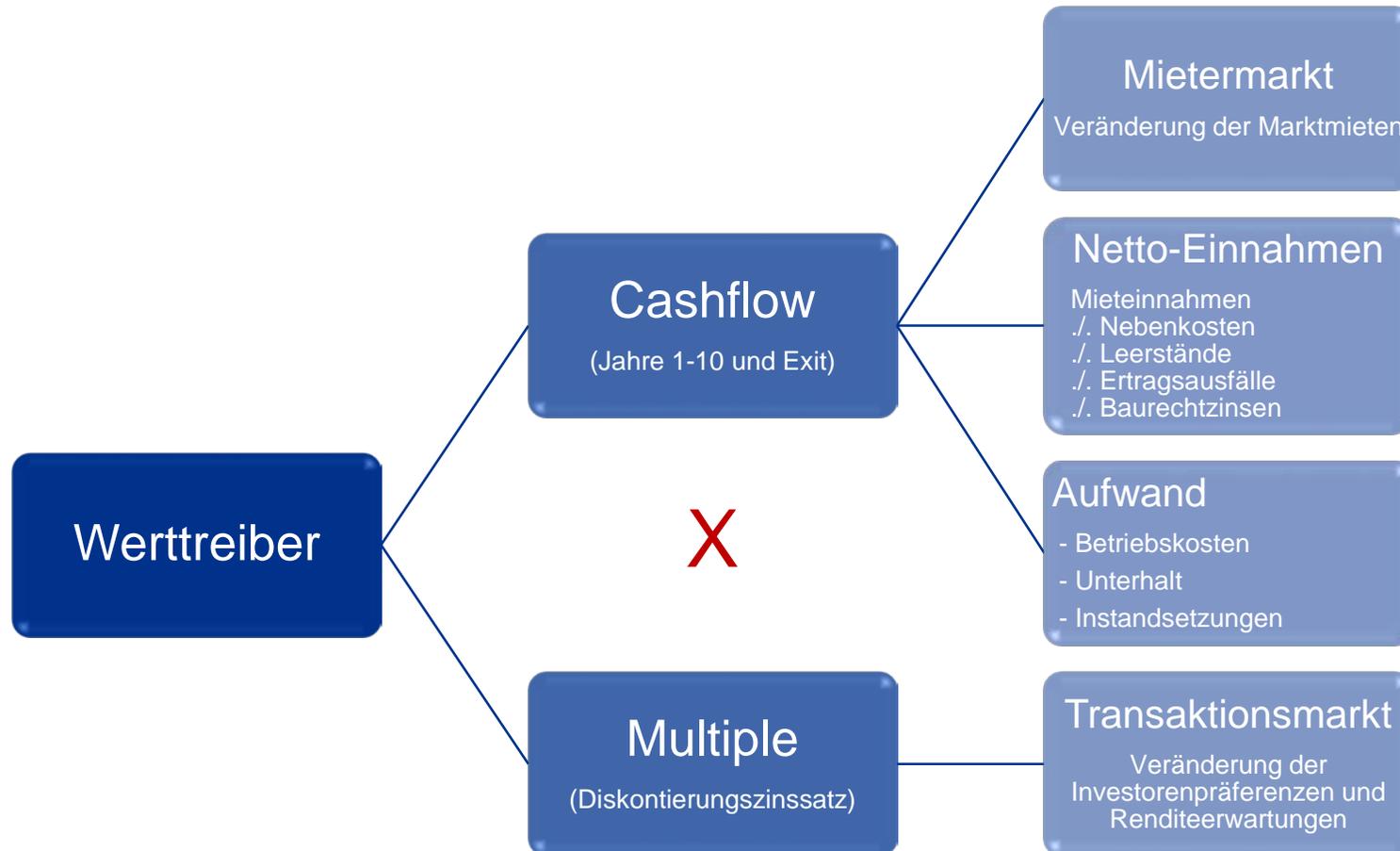
- 45% der Bewertungen nach DCF > Discounted Cashflow Methode («DCF») auf dem Weg zum Standard
- 33 % über Kapitalisierungsmethode, hedonisches Modell bei 7%

# Nationale und internationale Bewertungsstandards

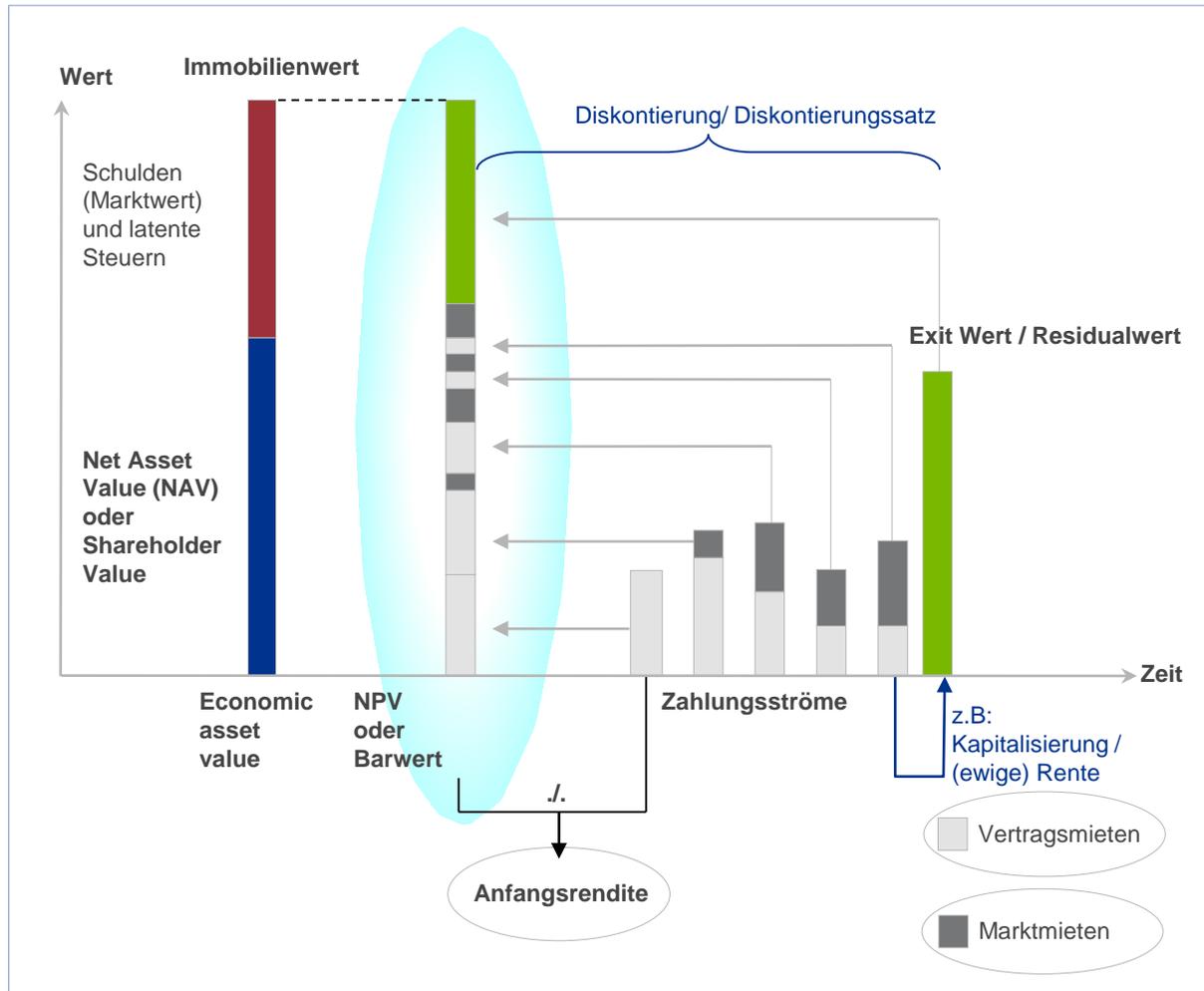


► Swiss Valuations Standards («SVS») / [www.vdf.ethz.ch](http://www.vdf.ethz.ch) / ISBN 978-3-7281-3775-3

# Werttreiber bei Immobilienanlagen



# Grundlagen DCF - Methode



Der DCF-Wert einer Immobilie entspricht der auf den Bewertungszeitpunkt diskontierten Summe aller zukünftigen Netto-Cashflows – oftmals Cashflows eines definierten Zeitraums + dem Residualwert.

So stützt sich die DCF Methode auf projizierte, zukünftige Cash Flows, basierend auf

- Vertragsmieten
- Marktmieten
- geplanten Immobilienkosten

zu einem bestimmten Zinssatz diskontiert.

# Dynamisch vs. Statisch

Nettokapitalisierung		
Mietzins (Brutto-Sollmiete)	100,000	
Mietwert Brutto	120,000	
Mietwert Netto	89,553	
Zinssatz für die Kapitalkosten		
./. Betriebskosten	5,373	4%
./. Unterhaltskosten	7,164	6%
./. Verwaltungskosten	3,582	3%
./. Risiko für Mietzinsausfälle	3,582	3%
./. Investitionen	10,746	9%
<b>Ertragswert</b>	<b>1,791,000</b>	

Dynamische Methoden		Jahr 01	Jahr 02	Jahr 03	Jahr 04	Jahr 05	Jahr 06	Jahr 07	Jahr 08	Jahr 09	Jahr 10	Exit
Mietzins (Brutto-Sollmiete)	100,000	100,000	100,000	100,000								
Marktmiete	120,000				120,000	121,200	122,412	123,636	124,872	126,121	161,600	161,600
./. Betriebskosten	5,373 4%	5,373	5,373	5,373	5,373	5,427	5,481	5,536	5,591	5,647	7,236	7,236
./. Unterhaltskosten	7,164 6%	7,164	7,164	7,164	7,164	7,236	7,308	7,381	7,455	7,529	9,648	9,648
./. Verwaltungskosten	3,582 3%	3,582	3,582	3,582	3,582	3,618	3,654	3,691	3,727	3,765	4,824	4,824
./. Risiko für Mietzinsausfälle	3,582 3%	3,582	3,582	3,582	3,582	3,618	3,654	3,691	3,727	3,765	4,824	4,824
./. Investitionen	10,746 9%	10,746	10,746	10,746	10,746					500,000		6,500
<b>Cash Flow</b>		69,553	69,553	69,553	89,553	101,302	102,315	103,338	104,372	-394,585	135,069	128,569
<b>Kapitalisierung</b>	<b>5.00%</b>											2,571,386
<b>Diskontierung</b>	<b>5.00%</b>	0.952	0.907	0.864	0.823	0.784	0.746	0.711	0.677	0.645	0.614	0.614
<b>DCF Wert</b>	<b>1,970,000</b>	66,241	63,087	60,082	73,675	79,373	76,349	73,441	70,643	-254,353	82,921	1,578,608



# Diskontierungssatz (Opportunitätskosten)

	Zinssatz für langfristige Anlage (z.B. Bundesobligationen 10 Jahre)	1.6%
+	Zuschlag für allgemeines Liegenschaftsrisiko	2.7%
+	Liegenschaftsspezifischer Zuschlag (Makro-, Mikrolage, Nutzung, sonstige Vor-/Nachteile)	1.2%
=	<b>Nominaler Diskontsatz</b>	<b>5.5%</b>
./.	Abschlag für Geldentwertungsschutz	-1.0%
=	<b>realer Diskontierungszinssatz</b>	<b>4.5%</b>

Finanzierung bleibt ausser Ansatz

# Diskontierungssätze sind nicht vergleichbar - nur Renditen

Diskontierung/Renditen	%
<b>Diskontierung real</b>	<b>5.20</b>
Annahme Teuerung p.a.	1.00
Diskontierung nominal	6.25
<b>Bruttorendite (BR) Annuität</b>	<b>8.56</b>

### 3.5. Zinssatz der Rechnung

Der Zinssatz der Rechnung findet Anwendung bei allen zinsrelevanten Betrachtungen wie der Berechnung des Barwertes, der Abschreibungen und als Diskontsatz bei Abzinsungen. Er repräsentiert das gewichtete Mittel der Kapitalkosten unter Berücksichtigung von Risikofaktoren und Kaufkraftsicherung.

	Anteil %	Satz %	Zinssatz %
Eigenkapital	100.0	4.10	4.10
Risikozuschlag	100.0	0.40	0.40
<b>Zinssatz der Rechnung</b>			<b>4.50 %</b>

<b>Diskontierungszinssatz</b>	<b>5.10 %</b>
<b>Kapitalisierungszinssatz (Ermittlung Restwert)</b>	<b>5.10 %</b>

Berechnung Diskontsatz		
Kapitalkosten	Zins Forecastperiode	Zins Residualperiode
Zins für langfristige Anlagen	2.15 %	3.50 %
+ Allg. Liegenschaftsrisiko	2.30 %	1.50 %
+ liegenschaftsspez. Risiko	0.00 %	0.20 %
<b>Nominaler Diskontsatz</b>	<b>4.45 %</b>	<b>5.20 %</b>
./. Geldentwertungsschutz	-1.00 %	-1.00 %
<b>Realer Diskontsatz</b>	<b>3.45 %</b>	<b>4.20 %</b>

### Diskontierungszinssatz

	Risikoprämie	Bemerkungen
Basis	3.50 %	10-jährige Bundesobligation
Immobilienmarktrisiken	1.50 %	Allg. Kapital-illiquidität von Liegenschaft
Nutzung	0.00 %	
Makro	0.00 %	
Mikro	0.19 %	
Diverse Risiken		
<b>Diskontierungszinssatz</b>	<b>5.19 %</b>	Nominal Jahre 1-10
<b>Kapitalisierungszinssatz</b>	<b>4.02 %</b>	Real im Jahr 11

Jahr	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	Exit
	01.07.2010	01.07.2011	01.07.2012	01.07.2013	01.07.2014	01.07.2015	01.07.2016	01.07.2017	01.07.2018	01.07.2019	01.07.2020
	30.06.2011	30.06.2012	30.06.2013	30.06.2014	30.06.2015	30.06.2016	30.06.2017	30.06.2018	30.06.2019	30.06.2020	30.06.2021
<b>Teuerung</b>											
Teuerung	1.25 %	1.25 %	1.25 %	1.25 %	1.25 %	1.25 %	1.25 %	1.25 %	1.25 %	1.25 %	
<b>Diskontsatz nominal</b>											
Diskontierungszinssatz t1-t10	5.15 %	5.15 %	5.15 %	5.15 %	5.15 %	5.15 %	5.15 %	5.15 %	5.15 %	5.15 %	5.15 %
<b>Diskontsatz real</b>											
Kapitalisierungszinssatz Exit											5.50 %

# Bewertung Immobiliengesellschaft (Share Deal)

NAV- Ermittlung durch Berücksichtigung der restlichen Aktiva und Passiva in der Bilanz:

Bilanz	
Flüssige Mittel, Wertschriften	Fremdkapital
Immobilien (Bewertung zum Marktwert)	Nettoverschuldung
	Latente Steuern
	Eigenkapital (NAV)

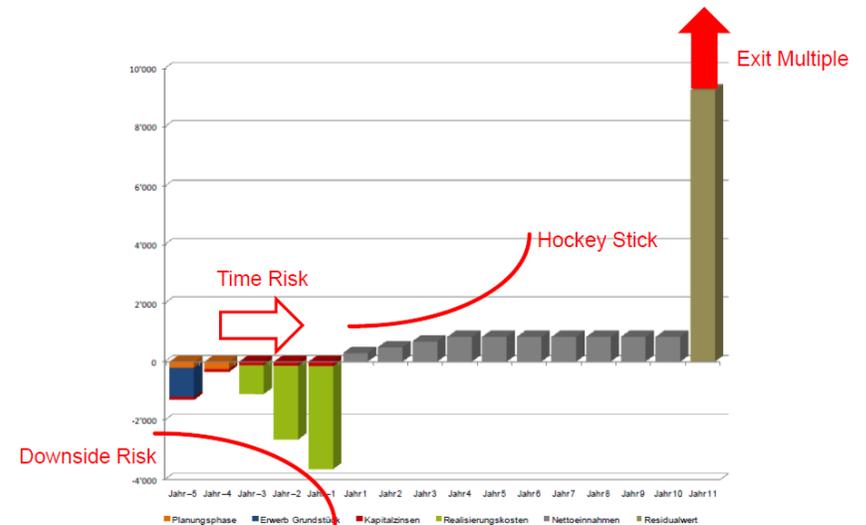
EV und NAV können mittels Multiples (Sales-, EBITDA-, EBIT-, P/E Multiples) überprüft werden.

Latente Steuern: Aufgeschobene Steuerlast im Falle des Verkaufes der Liegenschaften. Heterogene Berechnungen aufgrund der Annahme unterschiedlicher Haltedauern.

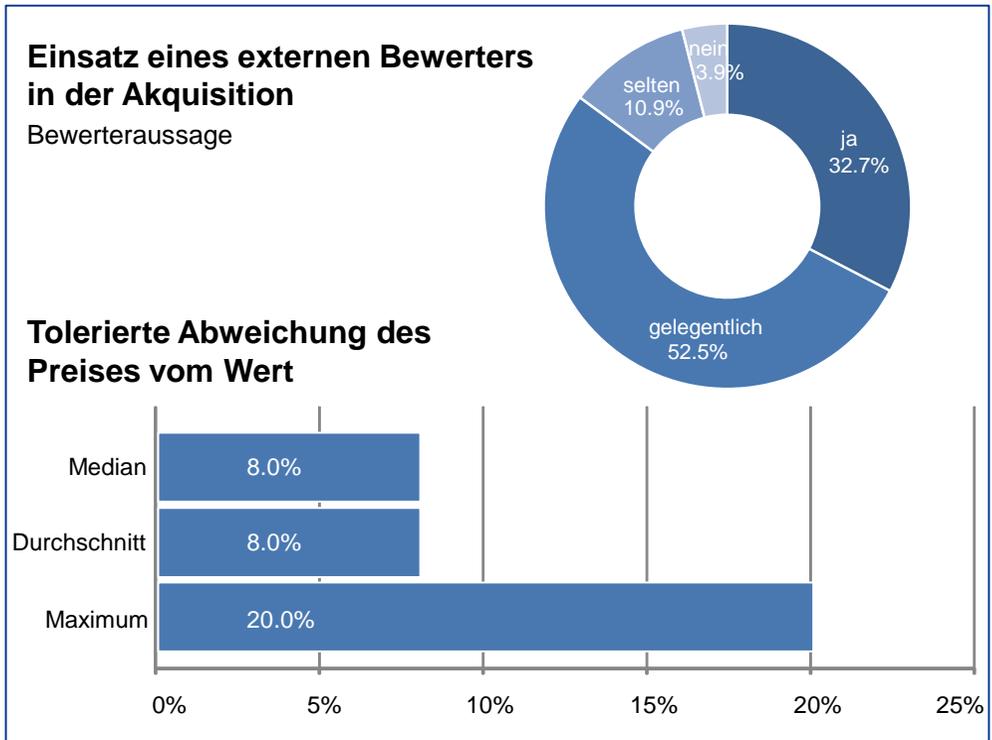
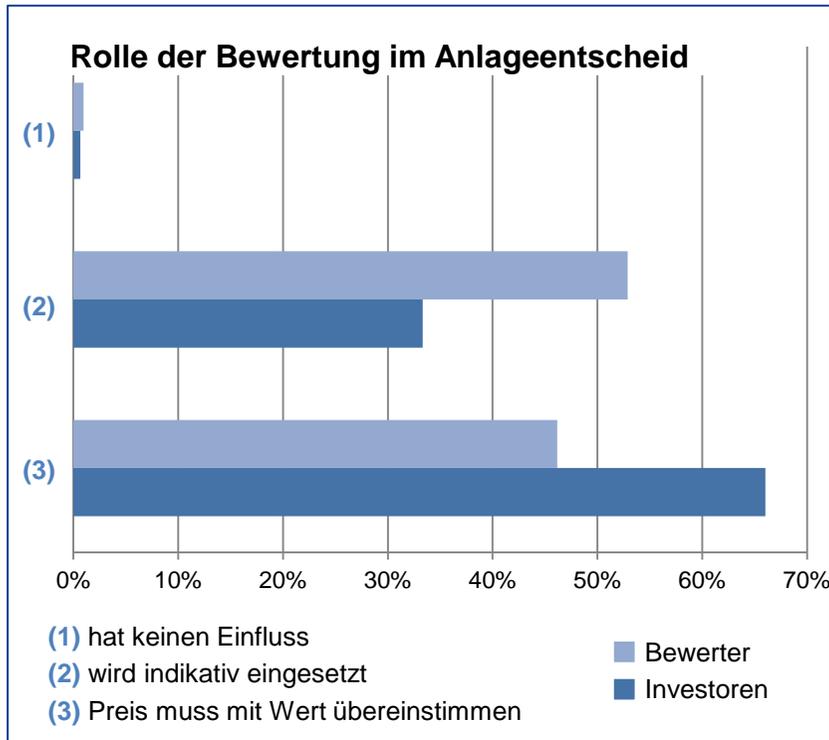
Alternativ: Bestimmung des Unternehmenswertes mittels klassischem DCF – Verfahren / WACC - Ansatz

# Risiken in der Bewertung

- Genaue Abbildung Cashflow
- Berücksichtigung Mietzinsanpassungen
- **Prognose Mietwertsteigerungen (Potenzial)**
- Modellierung von Leerständen / Absorptionen
- Prognose Bewirtschaftungs- und Instandhaltungskosten
- **Zukünftige Instandsetzungskosten und CAPEX**
- Prognose des Verkaufs- oder Endwertes
- **Diskontierungszinssatz**
- **Residualwert macht meist über 50% des Wertes aus**
- Kostenentwicklung und technologischer Wandel schwer abschätzbar
- Viele Indikatoren mit grosser Hebelwirkung (Gefahr der Kumulation)
- Kognitivität der Bewerter (jeder Wert kann berechnet werden)
- Korrekte Inflationsabbildung bei Einnahmen, Ausgaben und Diskontierung
- Unterschiedliche "Schüssigkeit" führt zu unterschiedlichen Werten



# Rolle des Bewerter



Quelle: KPMG Investorenbefragung 2011

**Der Preis muss in 99% der Fälle mindestens indikativ dem Wert entsprechen**

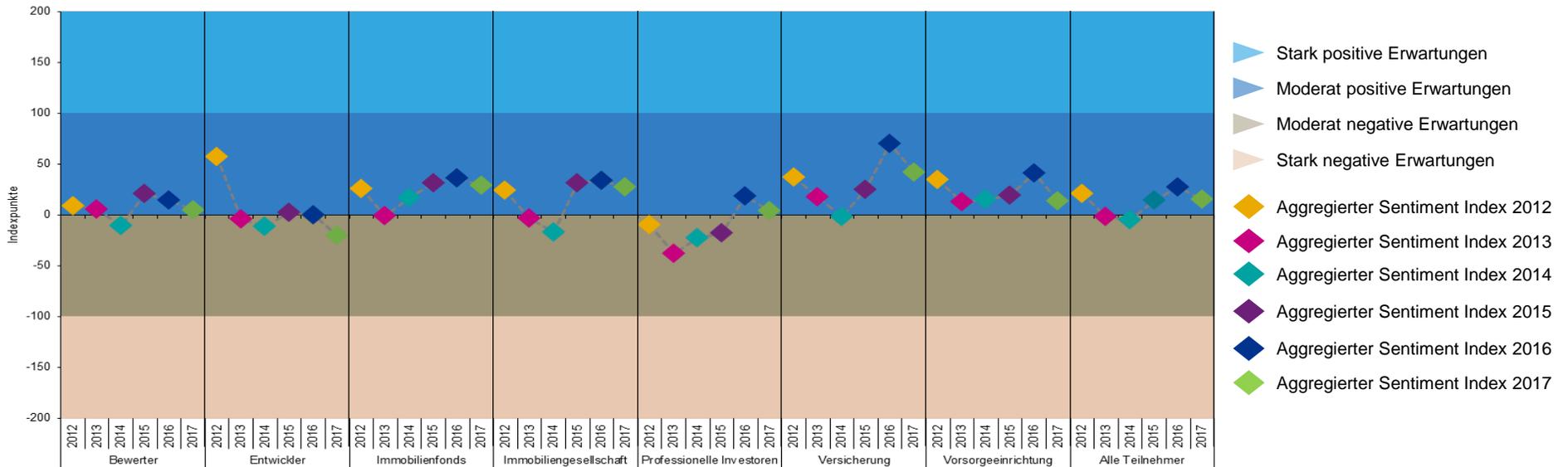


# Immobilienbewertung im heutigen Marktumfeld

03

# Verlangsamung der Preisentwicklung

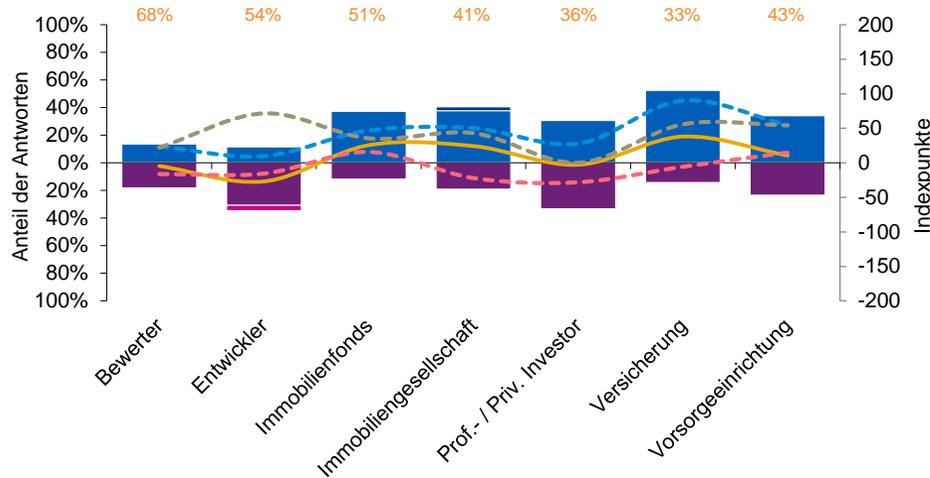
## Aggregierter Sentiment Index<sup>3</sup> nach Teilnehmergruppe



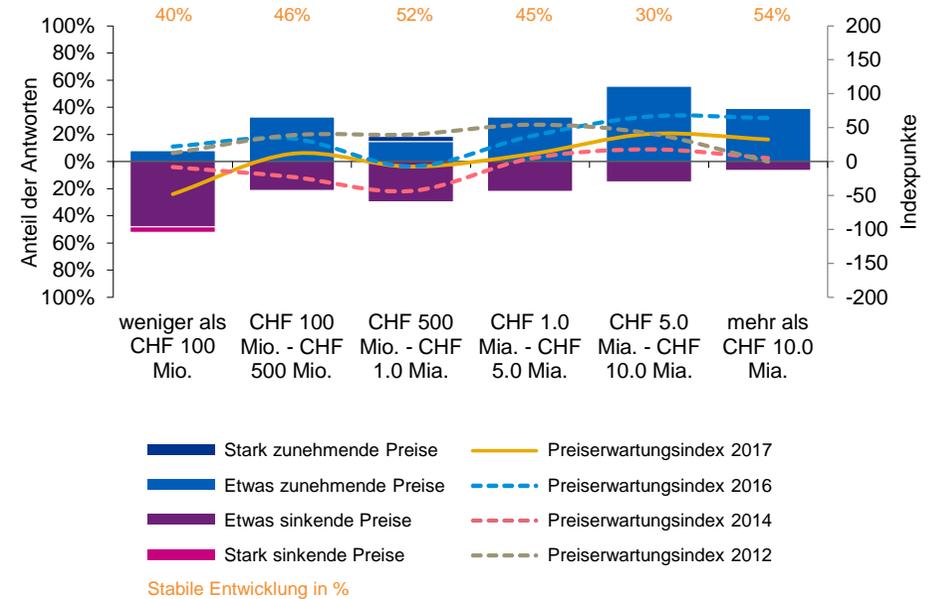
<sup>3</sup> Im aggregierten Index werden die Einschätzungen zur Wirtschaftslage mit 20% und die Einschätzungen zur Immobilienpreisentwicklung mit 80% gewichtet.

## Ende der Preisrally erwartet

### Preiserwartungen für Anlageimmobilien nach Teilnehmergruppe



### Erwartungen der Preisentwicklung nach Investitionsvolumen

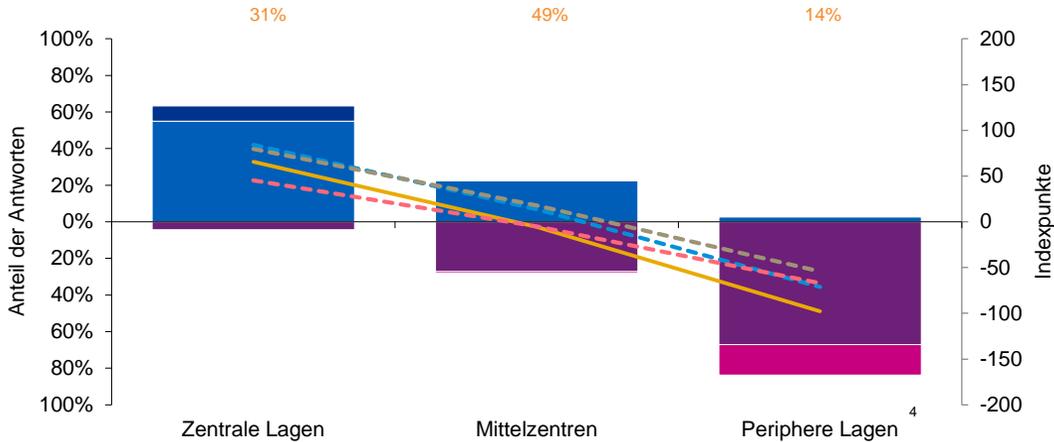


Teilindex	Index 2017	Index 2016
Preiserwartung	<b>10.3 pt.</b>	<b>39.1 pt.</b>

Wortlaut der Frage: Wie werden sich die Preise auf dem Schweizer Immobilienmarkt in den nächsten 12 Monaten entwickeln?

## Fokus auf Zentralität

### Preiserwartungen für Anlageimmobilien in Abhängigkeit der Lage



Teilindizes	Index 2017	Index 2016
Zentrale Lagen	➔ 65.5 pt.	84.0 pt.
Mittelzentren	➔ -5.7 pt.	13.7 pt.
Periphere Lagen <sup>4</sup>	↘ -97.8 pt.	-71.3 pt.

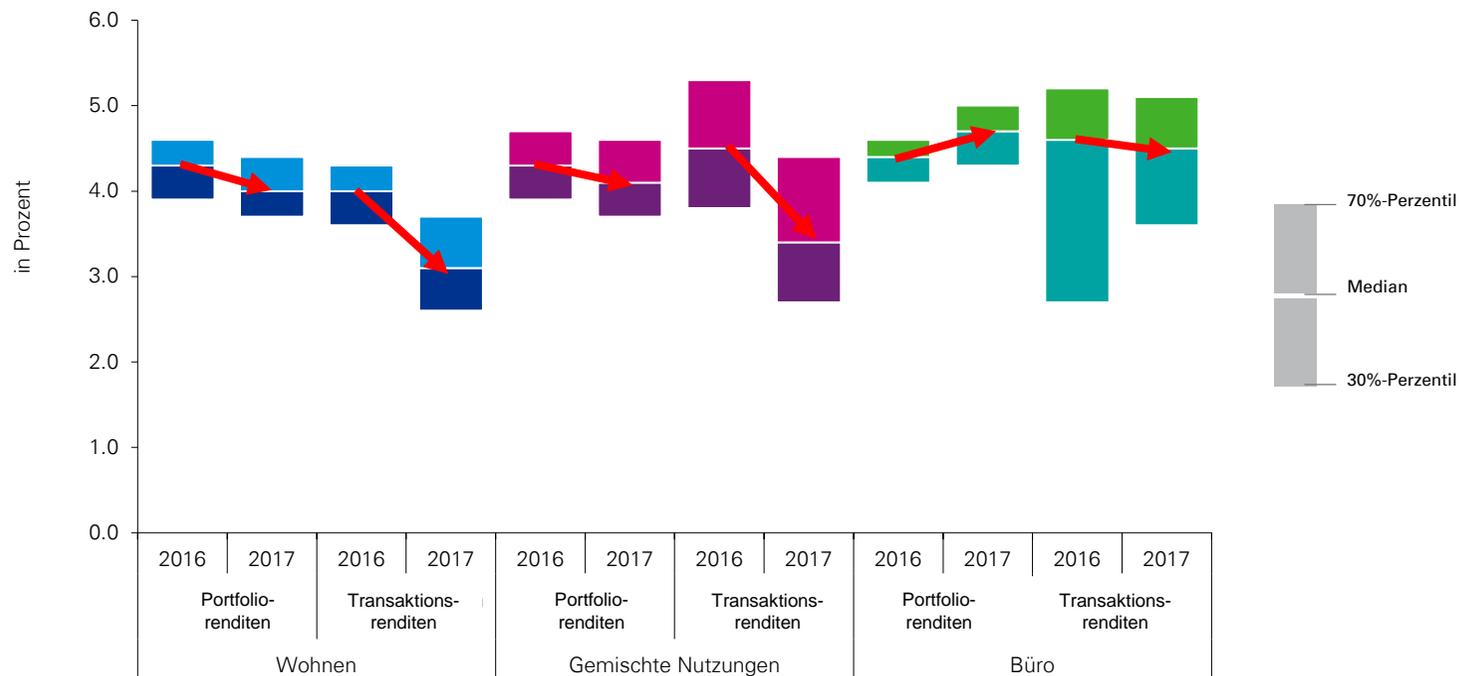
- Stark zunehmende Preise
- Etwas zunehmende Preise
- Etwas sinkende Preise
- Stark sinkende Preise
- Preiserwartungsindex 2017
- Preiserwartungsindex 2016
- Preiserwartungsindex 2014
- Preiserwartungsindex 2012
- Stabile Entwicklung in %

**Wortlaut der Frage:** Wie beurteilen Sie die Preisentwicklung in den nächsten 12 Monaten für folgende Lagen?

<sup>4</sup> Als periphere Lagen werden alle Lagen ausserhalb der grossen Zentren und Mittelzentren definiert.

# Renditeentwicklung direkte Immobilienanlagen

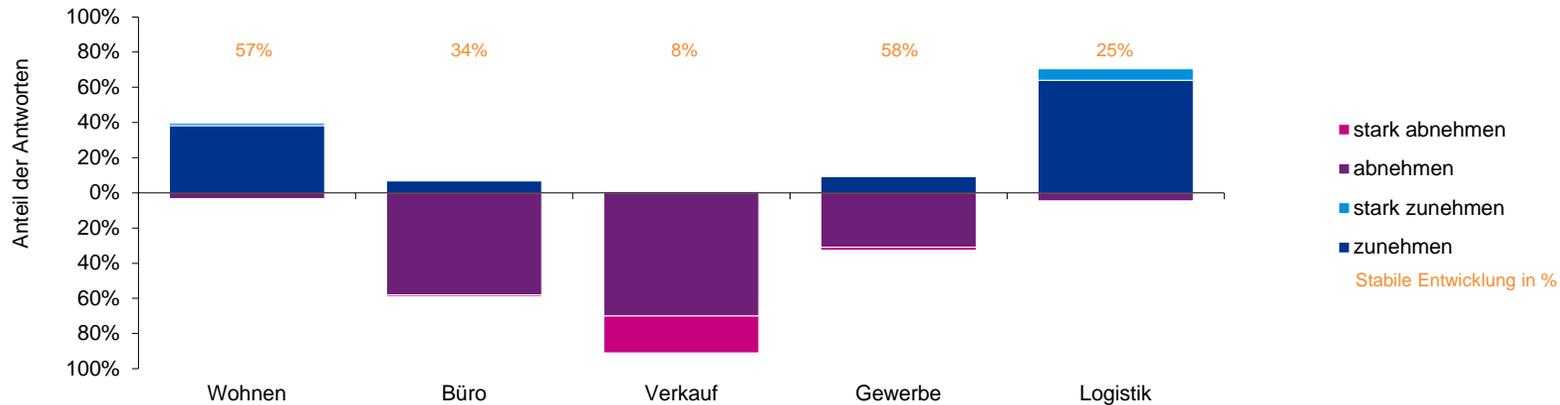
## Nettorenditen nach Nutzung (Portfoliorenditen (links) / Transaktionsrenditen (rechts))



Quellen: REIDA, SIV und KPMG

# Bedarf nach Büro, Verkauf und Gewerbe rückläufig

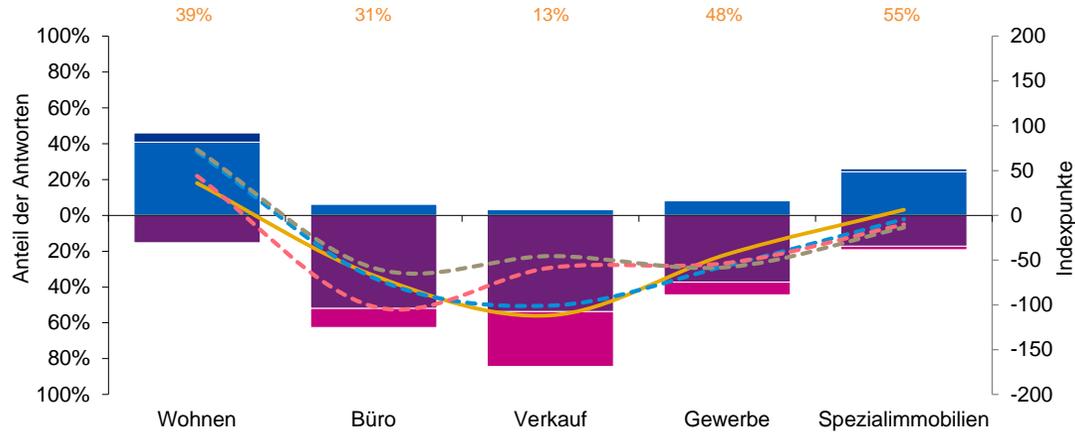
### Veränderung des Flächenbedarfs aufgrund der technologischen Entwicklung nach Nutzung



**Wortlaut der Frage:** Wie wird sich der Bedarf / die Nachfrage für folgende Flächentypen aufgrund der technologischen Entwicklung verändern?

# Preiserwartungen für Verkaufsimmobilien weiter sinkend

### Preiserwartungen für Anlageimmobilien nach Nutzung

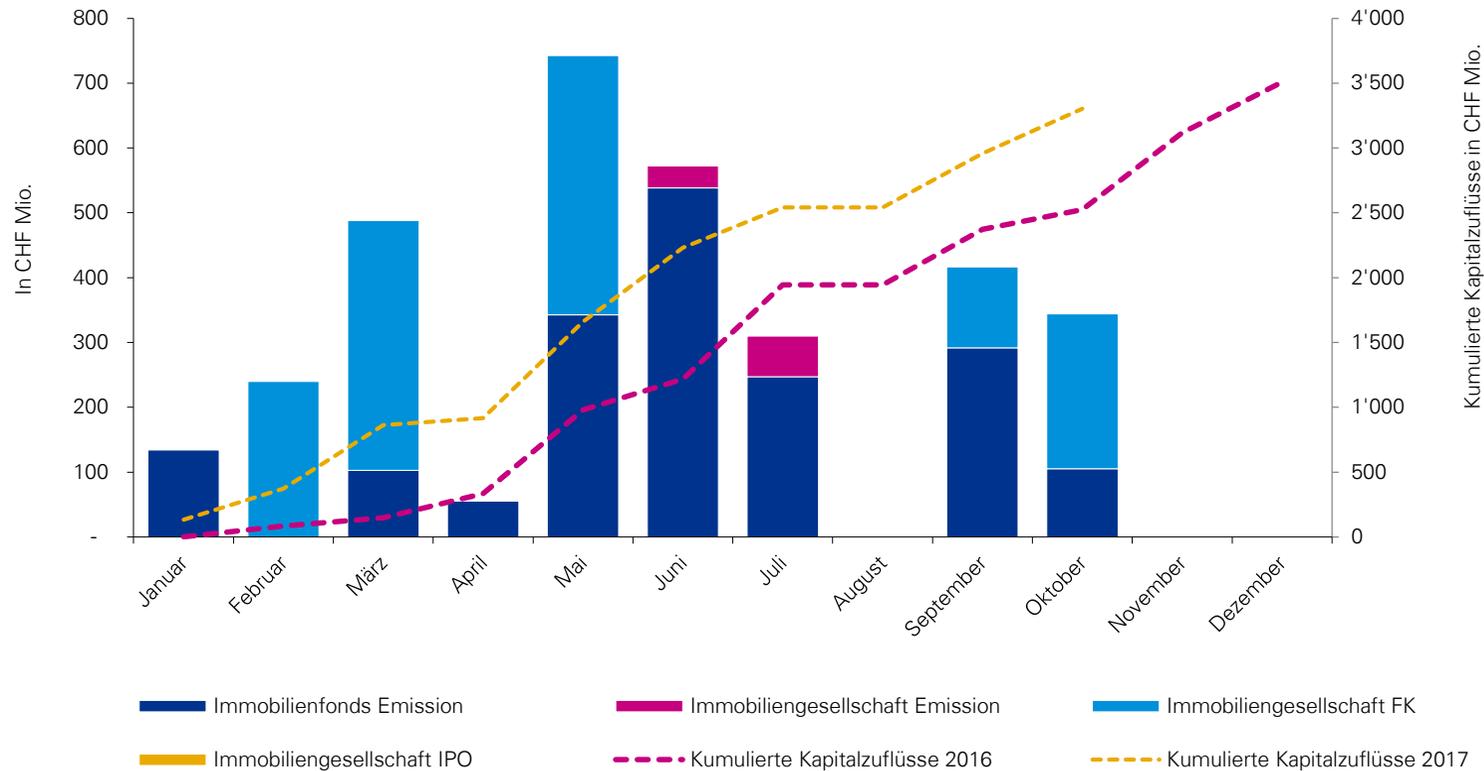


Teilindizes	Index 2017	Index 2016
Wohnen	<b>36.0 pt.</b>	<b>70.8 pt.</b>
Büro	<b>-67.1 pt.</b>	<b>-69.8 pt.</b>
Verkauf	<b>-111.7 pt.</b>	<b>-100.6 pt.</b>
Gewerbe	<b>-43.4 pt.</b>	<b>-56.0 pt.</b>
Spezialimmobilien	<b>6.3 pt.</b>	<b>-4.3 pt.</b>



**Wortlaut der Frage:** Wie schätzen Sie die Preisentwicklung folgender Nutzungssegmente in den nächsten 12 Monaten ein?

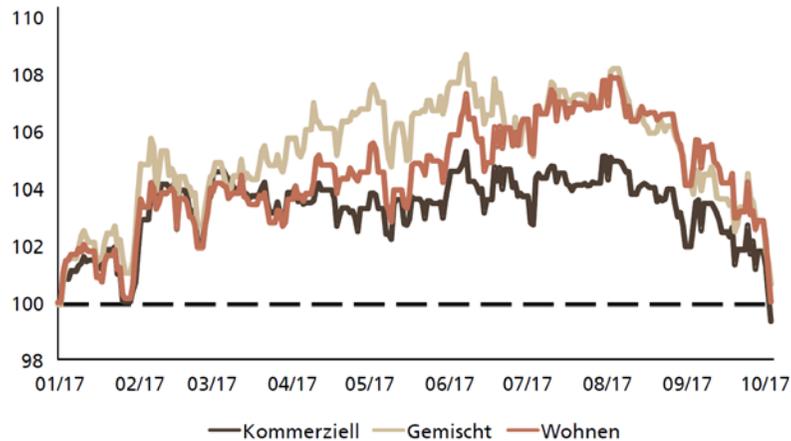
# Anlagedruck hält an



# Performance indirekte Immobilienanlagen

## Renditeeinbruch bei Immobilienfonds

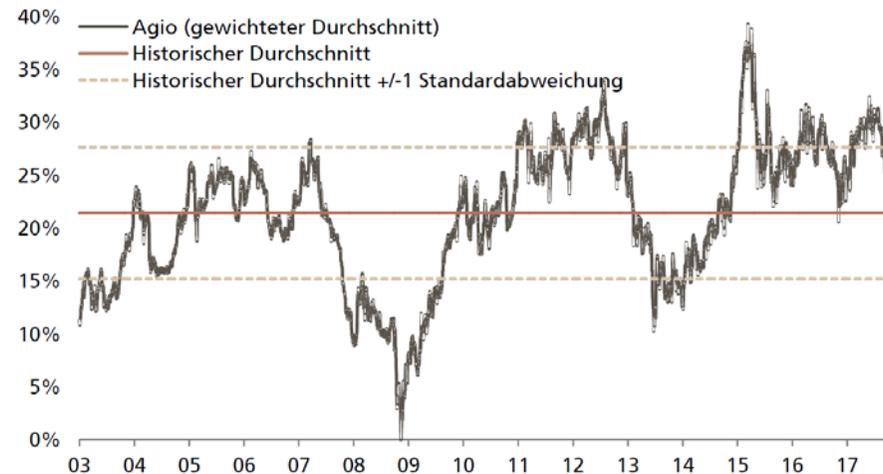
Gesamtrendite der Immobilienfonds nach Anlagefokus, Index 1.1.2017 = 100



Quelle: Bloomberg, UBS, per 4. Oktober 2017.

## Börsenaufschläge wieder moderater

Agios ausgewählter Immobilienfonds\*



Quelle: Bloomberg, UBS, per 4. Oktober 2017.  
\*Marktkapitalisierungsgewichtete Agios basierend auf historischen NAV folgender Fonds: SIMA, SIAT, INT, SREA, SIC, SRI, FONC, SOL61



# Kontakt

06



**Ulrich Prien**  
Partner  
Head Real Estate

Tel +41 58 249 62 72  
Mob +41 78 710 55 82  
uprien@kpmg.com



[kpmg.com/socialmedia](https://kpmg.com/socialmedia)



[kpmg.com/app](https://kpmg.com/app)

The information contained herein is of a general nature and is not intended to address the circumstances of any particular individual or entity. Although we endeavor to provide accurate and timely information, there can be no guarantee that such information is accurate as of the date it is received or that it will continue to be accurate in the future. No one should act on such information without appropriate professional advice after a thorough examination of the particular situation.

© 2017 KPMG AG is a subsidiary of KPMG Holding AG, which is a member of the KPMG network of independent firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss legal entity. All rights reserved.

The KPMG name, logo are registered trademarks or trademarks of KPMG International.



Vielen Dank!

Besuchen Sie uns auf [www.kpmg.ch/realstate](http://www.kpmg.ch/realstate)