

Büroimmobilienmärkte: A versus B Städte

Deutsche Standorte mit heterogenen Risiko-Rendite-Profilen



Steigen die Kaufpreise für Büroimmobilien in den Metropolen zu stark, weichen Investoren gerne auf sogenannte B-Städte aus. Das sind in Deutschland Großstädte abseits der Top-7 Metropolen. Die Risiko-Rendite-Profile der B-Städte weichen häufig signifikant von denen der Metropolen ab. In welchem Umfang das der Fall ist, hat die Ratingagentur Scope auf Grundlage der vergangenen zehn Jahre für 20 deutsche Büroimmobilienmärkte untersucht.

Ergebnis: Zwischen 2006 und 2016 erzielten Büroimmobilien in den deutschen Top-7-Städten eine durchschnittliche jährliche Gesamtrendite von 9,6%. Die 13 wachstumsstärksten B-Städte¹ schnitten mit durchschnittlich 8,5% p.a. schwächer ab. Dafür waren die Renditen in den Metropolen jedoch höherer Volatilität ausgesetzt: In den Top-7 lag sie im Durchschnitt bei 7,4%, in den 13 dynamischen B-Märkten bei nur 5,7%.

Die höchste Gesamtrendite erzielten Investoren in Berlin mit durchschnittlich 11,3% pro Jahr, dicht gefolgt von München mit 10,3% sowie Leipzig und Hamburg mit 10,0% bzw. 10,5% p.a. In Dortmund und Duisburg hingegen erzielten Investoren im Durchschnitt weniger als sieben Prozent pro Jahr.

Die hohen Gesamtrenditen vor allem der Top-7 Metropolen sind wesentlich auf hohe Wertänderungsrenditen zurückzuführen. In Berlin, München und Hamburg übertraf die durchschnittliche Wertänderungs- sogar die Mietrendite.

Abbildung 1: Durchschnittliche jährliche Gesamtrendite, Renditekomponenten und Volatilität in den 20 größten deutschen Büroimmobilienmärkten, 2006 - 2016

	Mietrendite in % p.a.	Wertänderungs- rendite in % p.a.	Gesamtrendite in % p.a.	Volatilität
Berlin*	5,1	6,2	11,3	7,5
München*	4,8	6,1	10,9	10,3
Leipzig	6,0	4,5	10,5	9,1
Hamburg*	4,9	5,1	10,0	6,7
Karlsruhe	5,9	3,8	9,8	8,3
Augsburg	6,0	3,6	9,6	6,5
Hannover	5,6	4,0	9,6	6,0
Stuttgart*	5,0	4,2	9,3	5,4
Mannheim	6,1	2,8	8,9	5,1
Frankfurt a. M.*	5,1	3,8	8,9	11,3
Düsseldorf*	5,2	3,6	8,8	6,6
Dresden	6,2	2,5	8,7	7,5
Bremen	6,1	2,3	8,5	5,5
Münster	5,4	2,9	8,3	3,7
Köln*	5,3	2,9	8,2	4,2
Nürnberg	5,6	2,4	8,0	5,6
Bonn	5,8	2,2	8,0	3,9
Essen	6,1	1,3	7,3	2,9
Dortmund	6,3	0,2	6,5	5,4
Duisburg	6,0	0,5	6,5	4,8

* Top-7-Standort (A-Standorte)

Quelle: Scope Analysis.

¹ Damit sind die 13 B-Städte mit dem größten Zuwachs an Bürobeschäftigten gemeint, siehe Anhang.

Analyst

Manfred Binsfeld
+49 69 6677389 60
m.binsfeld@scopeinvestors.com

Business Development

Wolfgang Kubatzki
+49 69 6677389 61
w.kubatzki@scopeinvestors.com

Redaktion / Presse

André Fischer
+49 30 27891 147
an.fischer@scopeanalysis.com

Weitere Veröffentlichungen

Europas Wohnimmobilienmärkte
Oktober 2017

Europas Top 20
Büroimmobilienmärkte
August 2017

Wohnimmobilienmarkt: Ende des
Booms aber kein Crash
Juni 2017

Marktstudie und Ratings 2017
Juni 2017

Offene Immobilienfonds –
Vermietungsquoten steigen
Mai 2017

Scope Investor Services GmbH

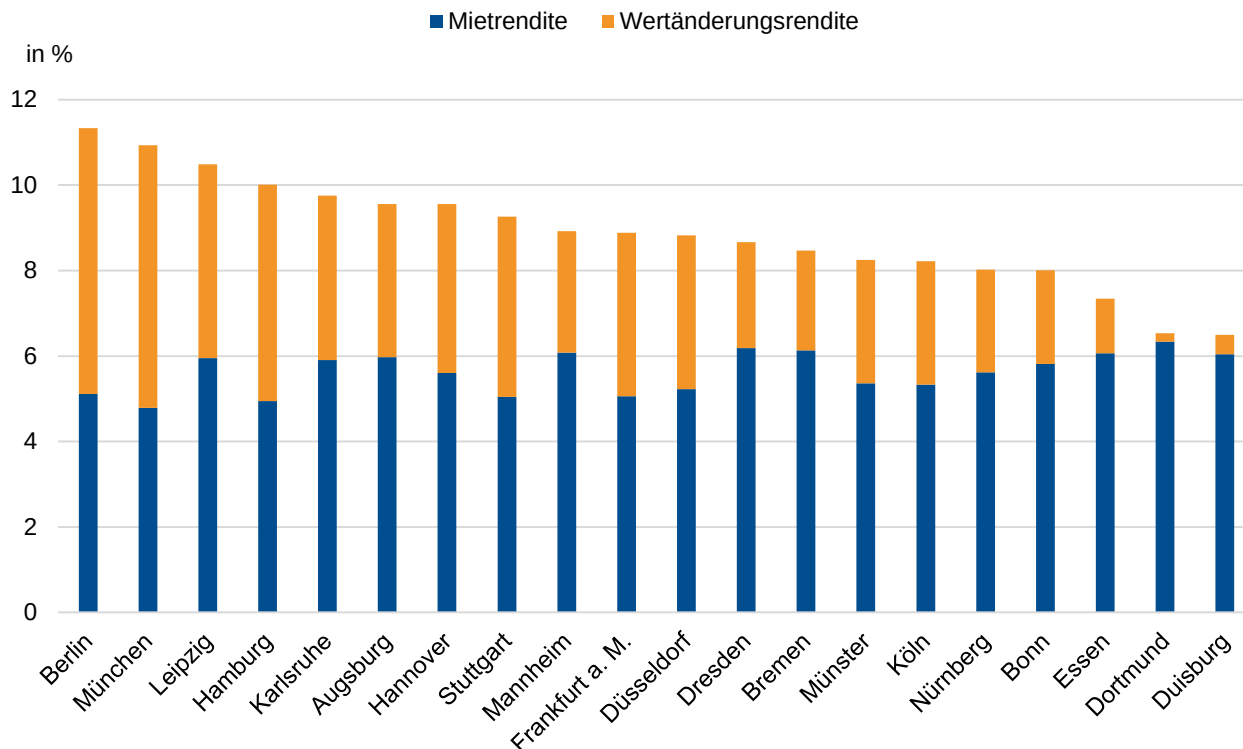
Neue Mainzer Straße 66-68
60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 6677389 65
Fax +49 69 6677389 99

news@scopeinvestors.com
www.scopeinvestors.com

Bloomberg: SCOP

Abbildung 2: Deutsche Bürostandorte: Top-7 Metropolen versus dynamische B-Städte - sortiert nach durchschnittlicher Gesamtrendite der Jahre 2006-2016



Quelle: Scope Analysis

Top-7 Metropolen – hohe Wertänderungsrenditen, hohe Volatilität

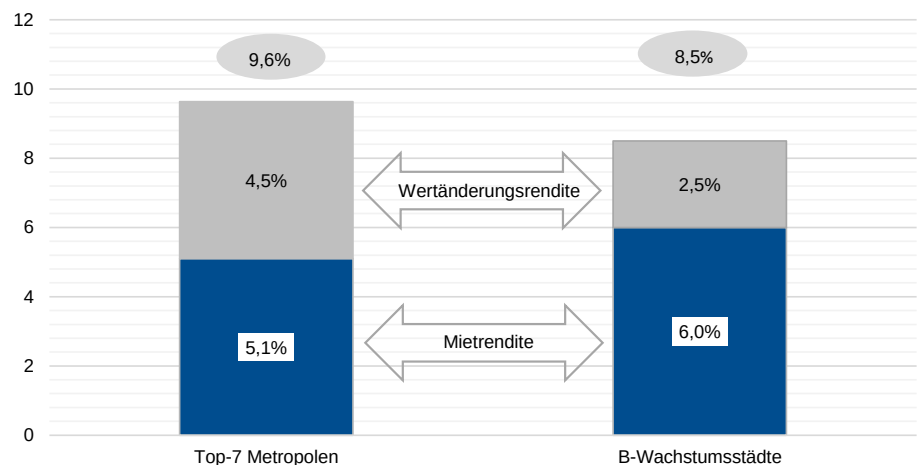
Die Gesamtrendite eines Immobilieninvestments setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: der Mietrendite und der Wertänderungsrendite. Aus Abbildung 3 geht hervor, dass sich die Renditekomponenten zwischen den Top-7-Städten und den B-Städten deutlich unterscheiden.

In den Metropolen lag die jährliche Wertänderungsrendite mit 4,5% p.a. fast doppelt so hoch wie im Durchschnitt der B-Städte. Dafür lagen die in den B-Städten erzielten Mietrenditen mit 6,0% p.a. über dem Niveau der Top-7 mit durchschnittlich 5,1% p.a.

Top-7: fast die Hälfte der Performance aus Wertänderung

Der große Anteil der volatilen Wertänderungsrendite an der Gesamtpperformance ist ein wesentlicher Grund für die im Durchschnitt höhere Volatilität der Gesamtrendite in den Top-7-Märkten. Wie Abbildung 3 zeigt, ist fast die Hälfte der jährlichen Performance auf die Wertänderung der Immobilien zurückzuführen. In den 13 betrachteten B-Städten hingegen resultiert weniger als ein Drittel der Rendite aus Wertänderungen – fast 70% dafür aus den deutlich weniger volatilen Mieteinnahmen.

Abbildung 3: Deutsche Bürostandorte: Top-7 Metropolen vs. dynamische B-Städte - durchschnittliche jährliche Gesamtrendite im Zeitraum 2006 bis 2016



Quelle: Scope Analysis

Höheres Risiko korrekt bepreist

Investoren blicken stets auf Risiko und Rendite zugleich. Setzt man die Volatilität als wichtige Risiko-Kennzahl und die erzielten Gesamtrenditen ins Verhältnis zueinander, erhält man die risikoadjustierte Rendite – die Sharpe-Ratio. Sie beschreibt die Überrendite einer Investition gegenüber dem risikolosen Zins im Verhältnis zur Volatilität. Sowohl die Top-7-Metropolen als auch die 13 dynamischen B-Städte erreichten im Durchschnitt eine Sharpe-Ratio von jeweils 0,8.²

Das heißt, die höhere Volatilität (bzw. das höhere zyklische Risiko) in den Top-7-Städten spiegelte sich im Vergleich zu den B-Städten geradezu idealtypisch in durchschnittlich höheren Renditen wider. Risiko-bereinigt rentierten A- und B-Städte in den zurückliegenden zehn Jahren identisch. Mit anderen Worten: Das so definierte Risiko wurde angemessen bepreist.

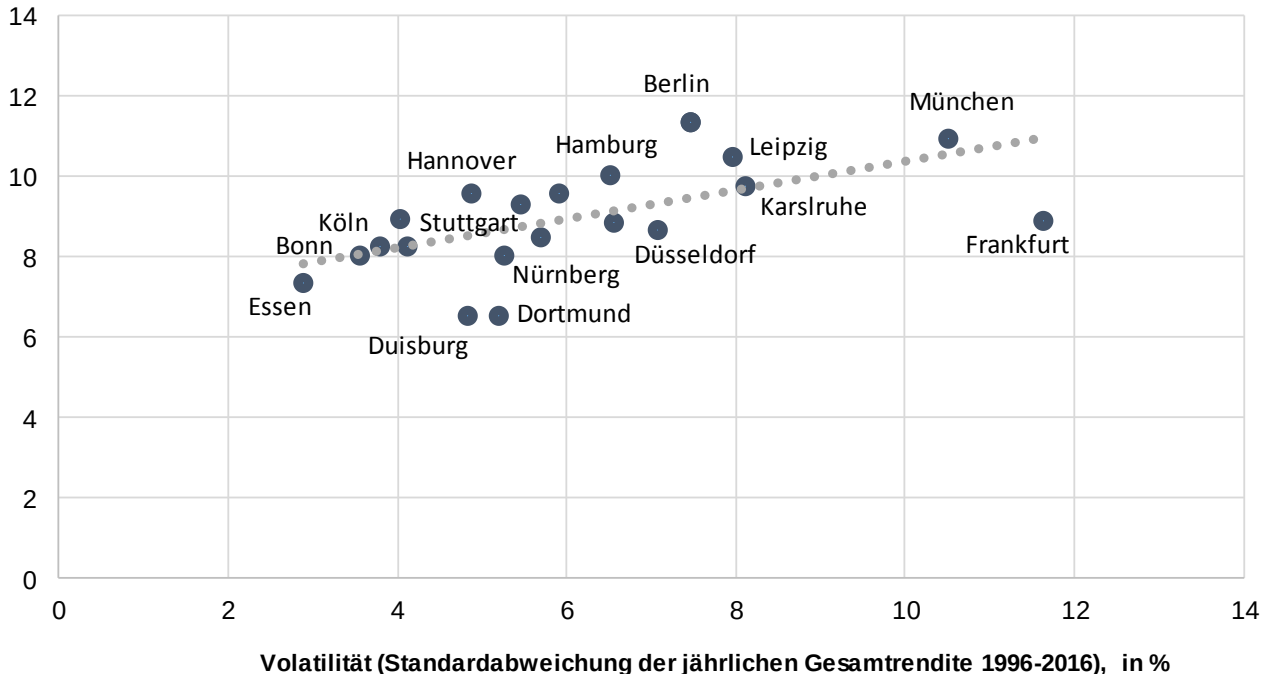
Allerdings versperrt die reine Durchschnittsbetrachtung den Blick für deutlichen Unterschiede innerhalb der beiden Gruppen:

Risiko-adjustierte Renditen von Top-7 und B-Städten identisch.

² Benchmark für den risikolosen Zins: Bundesanleihe mit zehnjähriger Laufzeit im Durchschnitt der letzten 20 Jahre.

Abbildung 4: Risiko-Rendite-Matrix für 20 Top-Bürostandorte in Deutschland

Jährliche Gesamtrendite, 2006-2016, in %



Quelle: Scope Analysis

A- und B-Städtegruppen sind nicht homogen

Die Rendite-Risiko-Matrix in Abbildung 4 setzt die Gesamtrendite der 20 betrachteten Büromärkte ins Verhältnis zu ihrer Volatilität. Die Tendenz einer positiven Korrelation von Rendite und Volatilität ist klar erkennbar. Genauso offensichtlich ist allerdings, dass nur wenige Städte genau auf der „Ideallinie“ liegen. Dagegen sind die Abweichungen der „Ausreißer“ ganz erheblich.

Frankfurt zum Beispiel weist für den Betrachtungszeitraum eine jährliche Gesamtrendite von exakt dem Durchschnitt der 20 Städte entsprechenden 8,9% p.a. aus, hat zugleich aber mit 11,3% die mit Abstand höchste Volatilität. Zusammen ergibt das mit 0,4 die niedrigste Sharpe-Ratio der 20 Büroimmobilienstandorte.

In Berlin dagegen fiel die Gesamtrendite mit 11,3% p.a. am höchsten aus, die Volatilität mit 7,5% aber nur leicht überdurchschnittlich (Durchschnitt: 6,3%). Mit einer Sharpe-Ratio von 1,0 gehört Berlin zur Spitzengruppe der untersuchten Städte.

A-Städte mit deutlich höherem Beta-Faktor

Wie heterogen die Bürostandorte in Bezug auf die Sharpe-Ratio sind, verdeutlicht Abbildung 5. Sie führt im Detail die Renditen und Volatilitäten sowie die Sharpe-Ratio und den Beta-Faktor der einzelnen 20 Büromärkte in den zehn Jahren zwischen 2006 und 2016 auf.

In Bezug auf die risiko-adjustierte Rendite (Sharpe-Ratio) reicht das Spektrum in den Top-7-Metropolen von 1,0 in Köln, Berlin und Stuttgart bis Frankfurt a.M. mit 0,4. In den B-Städten reicht das Spektrum von 1,2 in Köln bis 0,5 in Dortmund und Duisburg.

Frankfurt und Berlin sind die großen Ausreißer

Abbildung 5: 20 Top-Bürostandorte, sortiert nach Sharpe-Ratio, 2006 – 2016

Stadt	Gesamtrendite in % p.a.	Mietrendite in % p.a.	Mietrendite (2016) in % p.a.	Volatilität	Sharpe-Ratio	Beta-Faktor
Essen	7,3	6,1	5,6	2,9	1,2	0,0
Münster	8,3	5,4	4,9	3,7	1,1	0,6
Bonn	8,0	5,8	5,2	3,9	1,0	0,7
Köln*	8,2	5,3	4,5	4,2	1,0	0,8
Berlin*	11,3	5,1	4,2	7,5	1,0	1,5
Stuttgart*	9,3	5,0	4,3	5,4	1,0	1,2
Mannheim	8,9	6,1	5,8	5,1	1,0	1,0
Hannover	9,6	5,6	5,3	6,0	0,9	1,0
Hamburg*	10,0	4,9	4,2	6,7	0,9	1,3
Augsburg	9,6	6,0	5,9	6,5	0,9	1,4
Bremen	8,5	6,1	5,9	5,5	0,8	0,4
Düsseldorf*	8,8	5,2	4,6	6,6	0,7	1,2
Leipzig	10,5	6,0	5,6	9,1	0,7	0,9
Nürnberg	8,0	5,6	5,4	5,6	0,7	1,3
Karlsruhe	9,8	5,9	5,5	8,3	0,7	1,5
München*	10,9	4,8	4,0	10,3	0,7	2,1
Dresden	8,7	6,2	5,8	7,5	0,6	1,2
Duisburg	6,5	6,0	6,1	4,8	0,5	0,5
Dortmund	6,5	6,3	5,9	5,4	0,5	0,7
Frankfurt a. M.*	8,9	5,1	4,4	11,3	0,4	1,6

* Top-7-Standort (A-Standorte)

Quelle: Scope Analysis

Ein weiterer wichtiger Risiko-Parameter ist der Beta-Faktor als Indikator für das allgemeine Marktrisiko. Er gibt an, wie stark der jeweilige Standort im Vergleich zur durchschnittlichen Marktbewegung schwankt.³ In Märkten mit steigenden Preisen impliziert ein hoher Beta-Faktor (>1) überdurchschnittliche Preissteigerungen, in Märkten mit sinkenden Preisen hingegen überdurchschnittliche Rückgänge.

Auch in Bezug auf den Beta-Faktor herrscht sowohl innerhalb der A- als auch innerhalb der B-Städte Heterogenität – wobei die Top-7-Standorte im Durchschnitt ein signifikant höheres systematisches bzw. Marktrisiko haben.

Das trifft im Beobachtungszeitraum vor allem auf München (2,1) zu, aber auch auf Frankfurt (1,6) und Berlin (1,5). Einzig Köln (0,8) weist geringere Preisrisiken als der Gesamtmarkt (alle 20 Städte) auf. Im Durchschnitt beträgt der Beta-Faktor der Top-7-Metropolen 1,4.

Die 13 B-Wachstumsstädte hingegen weisen ein durchschnittliches Beta von 0,9 auf. Einige Städte liegen sogar deutlich darunter. Die Büroimmobilienpreise in Essen weisen mit einem Beta von 0,0 keinerlei Korrelation mit Marktzyklen auf. Die Beta-Faktoren von Karlsruhe und Augsburg hingegen bewegen sich auf dem Niveau der Top-7-Standorte.

³ Beträgt das Beta 1,0, so verhält sich der jeweilige Wert exakt wie der Markt. Ist es größer, so ist der Wert größeren Schwankungen ausgesetzt, und umgekehrt.

Einteilung in A- und B-Städte ignoriert signifikante Unterschiede

Die häufig anzutreffende Gruppierung der Bürostandorte in A- und B-Städte suggeriert eine gewisse Homogenität dieser Märkte, die so nicht vorhanden ist. Auf den ersten Blick grenzen sich die beiden Städtegruppen hinsichtlich ihrer Rendite und ihres Risikos zwar voneinander ab.

Kölns Profil entspricht eher dem einer B-Stadt...

Dennoch finden sich sowohl innerhalb der Gruppe der Top-7-Städte als auch unter den bedeutendsten B-Städten Märkte mit ganz unterschiedlichen Rendite-Risiko-Profilen. Investoren, die dies ignorieren, lassen die Chance liegen, ihr Portfolio gezielt strategisch auszurichten oder entsprechend zu diversifizieren.

... und Leipzigs Profil eher dem einer A-Stadt

Beispielsweise hat Köln mit einem Beta-Faktor von 0,8 eher das Profil eines B-Marktes. In Leipzig hingegen konnten Investoren nach Berlin und München in den letzten zehn Jahren dank der hohen Wertsteigerung die höchsten Gesamterrenditen einfahren. In der größten Stadt Sachsens wurde mit 4,5% eine höhere jährliche Wertänderungsrendite erzielt als in vier der sieben Top-Städte.

Investoren sollten sich von einfacher A- vs. B-Betrachtung lösen

Zunächst einmal ist festzuhalten, dass sich die hier dargestellte Betrachtung auf die zurückliegenden zehn Jahre bezieht. Prognosen lassen sich darauf basierend nur sehr eingeschränkt treffen.

Volatilität ist signifikante Risikokennziffer – aber nicht die einzige

Die Volatilität ist eine geeignete Kennziffer zur quantitativen Risikobestimmung. Aber sie ist nur eine unter vielen. Zu berücksichtigen sind beispielsweise auch strukturelle Risiken wie Wirtschaftsstruktur, Marktliquidität und Markttransparenz.

Volatilität und Beta-Faktor wiederum beschreiben nicht nur Risiken, sondern auch Chancen. Denn bei steigenden Marktpreisen schneiden entsprechende Standorte in der Regel auch überproportional ab. (Zudem sind die Renditen im Zeitablauf nicht normalverteilt, d.h. die Jahre mit positivem Gesamtertrag überwiegen etwa im Verhältnis von 80 zu 20 gegenüber den Jahren mit deutlichem Verlust.)

Wie sich die einzelnen Büroimmobilienmärkte im Vergleich zu anderen weiter entwickeln werden und wo sich eine Investition empfiehlt, hängt zudem von einer Vielzahl ökonomischer Faktoren ab: Wie zukunftssicher ist die lokale Wirtschaft aufgestellt? Ist die Wirtschaftsstruktur wettbewerbsfähig und breit diversifiziert oder bestehen Klumpenrisiken? Sind Forschung und Innovation ausreichend vorhanden? Wie sieht die demographische Struktur aus? Zieht die Stadt junge und kreative Menschen an?

Auf diese Fragen, die sich ein umsichtiger Immobilieninvestor immer stellen sollte, bieten weder Beta-Faktor noch Sharpe-Ratio, so signifikant sie zur quantitativen Risikoanalyse auch sein mögen, keine Antworten. Allerdings laden die deutlichen Unterschiede zu einer vertieften Analyse struktureller Risikofaktoren ein.

Dennoch lässt sich eine wichtige Erkenntnis aus der vorliegenden Untersuchung ableiten: Investoren sollten nicht bei einer einfachen Kategorisierung in A- und B-Städte stehen bleiben. Die deutschen Bürostandorte müssen mit ihren jeweiligen Risiko-Rendite-Profilen individuell betrachtet zu werden.

Anhang: Die Top-7 und die 13 dynamischen B-Städte

Bei der Betrachtung der B-Städte haben wir uns auf jene Gruppe beschränkt, die in den vergangenen zehn Jahren die dynamischste Entwicklung bei den Bürobeschäftigten gezeigt haben – siehe Abbildung 6.

Abbildung 6: Bürobeschäftigte und kumulierte Veränderung in den 20 größten deutschen Bürostandorten

Top 7 Metropolen	Bürobeschäftigte 2016	Veränderung seit 2006, in %
Berlin	568,753	31,9
Köln	240,961	24,0
München	418,973	24,0
Hamburg	426,222	21,1
Düsseldorf	206,729	17,8
Stuttgart	195,749	16,2
Frankfurt a. Main	288,958	15,0
Dynamische B-Städte	Bürobeschäftigte 2016	Veränderung seit 2006, in %
Leipzig	96,226	27,6
Karlsruhe	84,466	22,4
Münster	71,948	21,6
Augsburg	53,850	17,3
Mannheim	72,970	16,8
Bremen	103,952	16,6
Dresden	103,945	16,6
Bonn	91,296	16,3
Hannover	128,483	15,0
Essen	99,239	12,8
Dortmund	84,864	12,5
Duisburg	59,902	11,9
Nürnberg	118,856	10,9

Quelle: Scope Analysis



Büroimmobilienmärkte: A versus B Städte

Deutsche Standorte mit heterogenen Risiko-Rendite-Profilen

Scope Investor Services GmbH

Headquarters Berlin

Lennéstraße 5
D-10785 Berlin

Phone +49 30 27891 0

info@scopeinvestors.com

www.scopegroup.com

Frankfurt am Main

Neue Mainzer Straße 66-68
D-60311 Frankfurt am Main

Tel. +49 69 66 77 389 0

Nutzungsbedingungen / Haftungsausschluss

© 2017 Scope SE & Co. KGaA und sämtliche Tochtergesellschaften, einschließlich Scope Ratings AG, Scope Analysis GmbH, Scope Investor Services GmbH (zusammen Scope). Alle Rechte vorbehalten. Die Informationen und Daten, die Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen und die damit verbundenen Recherchen und Kreditbewertungen begleiten, stammen aus Quellen, die Scope als verlässlich und genau erachtet. Scope kann die Verlässlichkeit und Genauigkeit der Informationen und Daten jedoch nicht eigenständig nachprüfen. Scope's Ratings, Rating-Berichte, Rating-Beurteilungen oder damit verbundene Recherchen und Kreditbewertungen werden in der vorliegenden Form ohne Zusicherungen oder Gewährleistungen jeglicher Art bereitgestellt. Unter keinen Umständen haftet Scope bzw. haften ihre Direktoren, leitenden Angestellten, Mitarbeiter und andere Vertreter gegenüber Dritten für direkte, indirekte, zufällige oder sonstige Schäden, Kosten jeglicher Art oder Verluste, die sich aus der Verwendung von Scope's Ratings, Rating-Berichten, Rating-Beurteilungen, damit verbundenen Recherchen oder Kreditbewertungen ergeben. Ratings und andere damit verbundene, von Scope veröffentlichte Kreditbewertungen werden und müssen von jedweder Partei als Beurteilungen des relativen Kreditrisikos und nicht als Tatsachenbehauptung oder Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Wertpapieren angesehen werden. Die Performance in der Vergangenheit prognostiziert nicht unbedingt zukünftige Ergebnisse. Ein von Scope ausgegebener Bericht stellt kein Emissionsprospekt oder ähnliches Dokument in Bezug auf eine Schuldverschreibung oder ein emittierendes Unternehmen dar. Scope publiziert Ratings und damit verbundene Recherchen und Beurteilungen unter der Voraussetzung und Erwartung, dass die Parteien, die diese nutzen, die Eignung jedes einzelnen Wertpapiers für Investitions- oder Transaktionszwecke selbständig beurteilen werden. Scope's Credit Ratings beschäftigen sich mit einem relativen Kreditrisiko, nicht mit anderen Risiken wie Markt-, Liquiditäts-, Rechts- oder Volatilitätsrisiken. Die hierin enthaltenen Informationen und Daten sind durch Urheberrechte und andere Gesetze geschützt. Um hierin enthaltene Informationen und Daten zu reproduzieren, zu übermitteln, zu übertragen, zu verbreiten, zu übersetzen, weiterzuverkaufen oder für eine spätere Verwendung für solche Zwecke zu speichern, kontaktieren Sie bitte Scope Ratings AG, Lennéstraße 5, D-10785 Berlin.