



RETHINK

REAL

ESTATE

Immobilienentwickler richtig bewerten

Zur Bestimmung des jeweiligen Wertes von Entwicklern und Bestandshaltern werden häufig allgemeine Finanzkennzahlen herangezogen. Dieser verallgemeinernde Ansatz geht allerdings ebenso wie die Best Practices Recommendations Guidelines of European Public Real Estate Association (EPRA 2016) nicht ausreichend auf die jeweiligen Geschäftsmodelle von Projektentwicklern ein. Da Bestandshalter im Wesentlichen laufende Cashflows generieren und ein Immobilienportfolio halten, sind Kennzahlen wie der Auf-/Abschlag des Aktienkurses zum Nettoinventarwert (Net Asset Value, NAV) oder wie die Mittel aus laufender Geschäftstätigkeit (Funds from Operations, FFO) gut geeignet, um den Substanzwert und die Rentabilität des Unternehmens zu bewerten.

Bei der Bewertung von Entwicklern dagegen sollte der Schwerpunkt auf der laufenden Geschäftstätigkeit liegen, die – anders als das Vermögen der Bestandshalter – nicht statisch ist. Auch das Wachstum spielt in dieser Hinsicht bei der Bewertung von Immobilienunternehmen, insbesondere von Entwicklern, eine große Rolle. Sinnvoll wäre es daher, Entwickler anhand ihres Gewinns vor Steuern, Zinsen, Abschreibungen und Amortisation (EBITDA) zu bewerten. Eine Bewertung ließe sich auch dadurch erreichen, dass der Unternehmenswert (Enterprise Value, EV) eines Entwicklers, also der Börsenwert des Unternehmens zuzüglich der Nettoverschuldung, zum EBITDA ins Verhältnis gesetzt wird. Vereinfacht gesagt, kann man daran erkennen, wie viele Jahre ein Unternehmen Gewinne erwirtschaften muss, bis es seinen Unternehmenswert erreicht hat



Henley
Business School

UNIVERSITY OF READING

In der folgenden Tabelle werden ausgewählte Finanzkennzahlen von REITs/Immobilienbestandshaltern und Projektentwicklern in den Vereinigten Staaten für das Jahr 2018 miteinander verglichen:

DURCHSCHNITTLICHE BEWERTUNGSKENNZAHLEN VON REITS/BESTANDSHALTERN UND ENTWICKLERN

Kennzahlen	REITs/Bestandhalter		Entwickler	
	Mittelwert	Median	Mittelwert	Median
Nettoinventarwert (in USD 000)	6,833,716	3,841,648	5,750,670	5,470,798
Funds from Operations (in USD 000)	1,085,311	637,086	1,210,226	554,585
Nettogewinn (in USD 000)	593,764	389,074	653,547	387,268
Kurs-Gewinn-Verhältnis	39.5	43.4	12.3	7.7
Kurs-FFO-Verhältnis	17.4	18.1	15.5	14.1
Kurs-Buchwert-Verhältnis	2.8	2.2	0.7	1.0

Hinweis: Die Tabelle zeigt die durchschnittlichen Kennzahlen (arithmetisches Mittel und Median) ausgewählter amerikanischer REITs/Immobilienbestandhalter und -entwickler.

Die meisten Finanzkennzahlen der beiden Gruppen weisen keine (statistisch) signifikanten Unterschiede auf. Ausnahmen sind die Medianwerte des operativen Ergebnisses, des Kurs-FFO-Verhältnisses und des Kurs-Buchwert-Verhältnisses, die bei REITs signifikant höher sind. Aufgrund der Bedeutung des Vermögenszuwachses im Vergleich zur Erzielung laufender Cashflows reagieren Immobilienentwickler empfindlicher auf Wertveränderungen am Immobilienmarkt und sind damit stärker als REITs von Immobilienzyklen abhängig.

Als geeignete Kennzahl zur Bewertung von Immobilienentwicklern dient auch der wertberichtigte (bzw. revidierte) NAV, der als sektorspezifischer NAV die Veränderung des Wertes der gehaltenen Immobilien und vor allem die Wertsteigerung der zu entwickelnden Objekte erfasst. Ein prozentualer Ab- oder Aufschlag erfolgt nach Umfang und Qualität des Managements, des

Brandings und der Reputation des Unternehmens sowie der bisherigen Unternehmenserfolge und der Geschäftsrisiken.

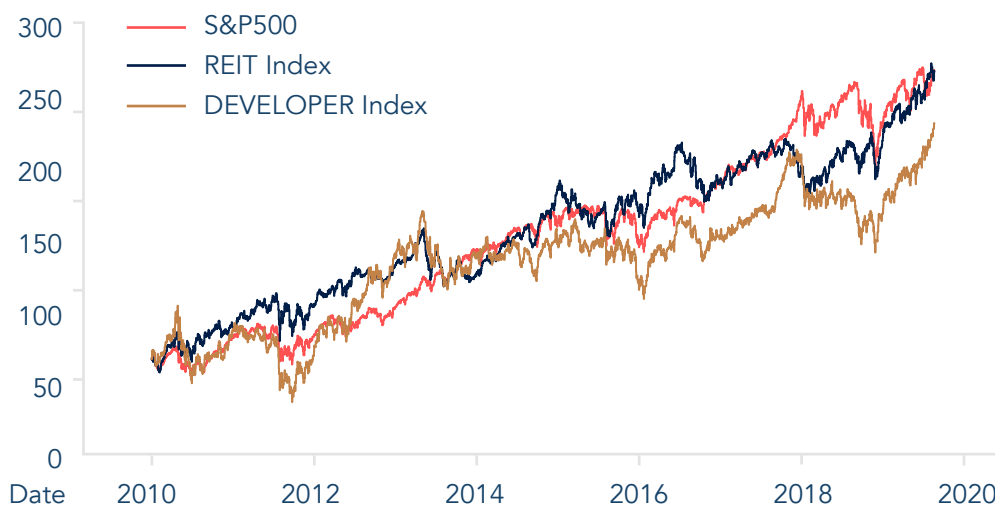
Als weitere Bewertungskennzahl kann der Bruttoentwicklungswert (Gross Development Value, GDV) dienen, der den Wert der fertiggestellten Objekte angibt. Zieht man von diesem Wert alle angefallenen Kosten ab – also die gesamten Baukosten, die Finanzierungskosten, Gebühren und den Grundstückswert – ergibt sich als Rest der Gewinn für den Immobilienentwickler. Wesentliche Größen für Projektentwickler sind folglich die in der Bilanz ausgewiesenen Grundstücke, die für zukünftige Bauprojekte zur Verfügung stehen, die Entwicklung der Grundstückspreise und der Baukosten sowie die Entwicklung der kurzfristigen Zinsen. Zudem sollten, wie bei der normalen Geschäftstätigkeit, künftige Gewinne aus künftigen Bauprojekten berücksichtigt werden.

Trotz der vermeintlich höheren Risiken der Entwickler korrelieren die Tagesrenditen zwischen Immobilienentwicklern, dem S&P 500 sowie dem REIT-Index in den USA sehr stark. Die Werte liegen zwischen 74 Prozent (Entwickler - S&P 500)

und 77 Prozent (Entwickler - REITs). Der nachfolgenden Abbildung ist die Preisentwicklung der drei Indizes im Zeitraum Januar 2010 bis September 2019 zu entnehmen.

AKTIENKURSE, REITS UND PROHEKTENTWICKLER

Indexed Price



Quelle: S&P Global (2019), eigene Berechnungen.

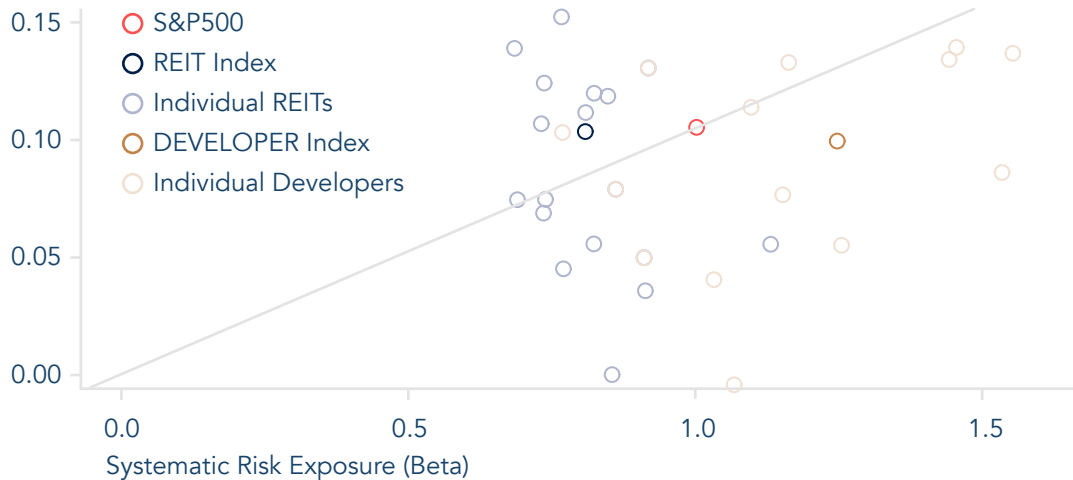
Die jährlichen geometrischen Renditen der beiden Immobiliensektoren unterscheiden sich kaum voneinander. REITs lieferten eine jährliche geometrische Rendite von 10,31 Prozent ab, während Entwickler 9,92 Prozent erzielten. Gleichzeitig waren die Entwickler wesentlich volatil.

Als Entscheidungshilfe für die Beteiligung an einem Unternehmen gilt, dass die erwartete Rendite über der vom Kapitalmarkt geforderten Rendite liegen muss. Die Eigenkapitalkosten des Unternehmens hängen vom Geschäfts- und Finanzrisiko ab und können als lineare Funktion seines systematischen Risikos, welches durch den Betafaktor gemessen wird, dargestellt werden. Ist die Rendite höher als die von der Wertpapiermarktlinie prognostizierte Rendite, hat das Unternehmen seinen Anteilseig-

nern eine höhere Rendite geliefert als nach fairer Kursgestaltung angesichts des systematischen Risikos (definiert als Beta - Sensibilität der Aktienrenditen gegenüber Marktbewegungen) gefordert würde. Ist die Rendite dagegen zu niedrig, hat das Unternehmen eine Rendite erzielt, die unter der von den Anlegern erwarteten Rendite liegt. Aus der Abbildung auf der nächsten Seite geht hervor, dass die meisten der Unternehmen im Sektor der Projektentwickler ebenso wie ihr gleichgewichtete Index in der Vergangenheit unter der Wertpapiermarktlinie lagen. Im Gegensatz dazu lagen sowohl die einzelnen REIT-Unternehmen als auch der korrespondierende REIT-Index in der Vergangenheit über der Wertpapiermarktlinie. Die meisten Anleger erzielten in der Vergangenheit aus der Beteiligung an diesen Unternehmen positive Überrenditen.

ERWARTETE UND GEFORDERTE KAPITALMARKTRENDITEN

Expected Return



Immobilienentwickler weisen tendenziell ein systematisches Risiko (Beta) von mehr als 1,0 auf, was ihre Prozyklizität gegenüber Marktbewegungen bestätigt, während REITs eine eher konservative, von Marktbewegungen weniger beeinflusste Anlage sind. REITs liegen tendenziell über, während Projektentwickler mehrheitlich unter der Wertpapiermarktklinie liegen. Hieraus lässt sich schließen, dass zumindest in der Vergangenheit entsprechend höhere (niedrigere) Aktionärsrenditen für Bestandshalter (Projektentwickler) erzielt wurden als erwartet, was teilweise auf die Unternehmensführung und eine höhere Transparenz bei REITs aufgrund ihrer Qualifizierung für die Steuerbefreiung auf Unternehmensebene zurückzuführen ist.

Die resultierenden Ergebnisse führen uns zur Überprüfung von drei möglichen Gründen, warum Immobilienentwickler nicht in der Lage sind, die prognostizierten Aktionärsrenditen zu erzielen:

- | Fordern Fremdkapitalgeber eine zu hohe Fremdkapitalrendite von Projektentwicklern, sind also die Fremdkapitalkosten zu hoch?
- | Kann ein Schuldenabbau zu einer deutlichen Senkung der Fremdkapitalkosten und damit zu einer Steigerung der Eigenkapitalrendite führen?
- | Führt die Verwendung standardisierter Finanzkennzahlen zu Fehlbewertungen bei Projektentwicklern? Sind standardisierte Kennzahlen und Modelle, die auf Bestandshalter wie REITs angewandt werden, auch auf die Bewertung von Entwicklern anwendbar?

Prof. Dr. Roland Füss, Professor für Real Estate Finance an der Universität St.Gallen und Gianluca Marcato, Professor of Finance and Real Estate an der Henley

Business School (University of Reading) erstellen derzeit eine Studie zur Erforschung eben dieses Phänomens. Ziel der Studienautoren ist die Identifizierung von „Best Practices Valuation Guidelines“ für die Kapitalmärkte, die – ähnlich den Best Practices Recommendations Guidelines of European Public Real Estate Association (EPRA 2016) – die Vergleichbarkeit der Bewertung von Immobilienunternehmen über alle Geschäftsfelder und Sektoren hinweg sicherstellen sollen. Die Ergebnisse dieser Studie werden für März 2020 erwartet.

Die Consus Real Estate AG mit Hauptsitz in Berlin ist der führende Immobilienentwickler in den Top-9-Städten in Deutschland. Als Impulsgeber und Initiator der Studie will die Consus das Bewusstsein am Markt für die Unterschiede und für die entsprechend notwendigen Ausdifferenzierung der Bewertungskriterien schärfen.

Das Entwicklungsportfolio der Consus hatte zum 30. Juni 2019 ein Gesamtentwicklungsvolumen (GDV) von 10 Mrd. Euro. Consus konzentriert sich auf die Entwicklung von Quartieren und den standardisierten Geschosswohnungsbau, die durch Forward Sales an institutionelle Investoren verkauft werden. Aufgrund der eigenen Baukompetenz und der Digitalisierung von Bauprozessen agiert Consus entlang der gesamten Wertschöpfungskette der Immobilienentwicklung. Die Realisierung der Projekte – von der Planung über die Ausführung bis zur Übergabe, die Immobilienverwaltung und die damit zusammenhängenden Dienstleistungen – erbringt Consus durch ihre Tochtergesellschaften CG Gruppe AG und Consus Swiss Finance AG. Die Aktien der Consus sind in das Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse und das m:access-Segment der Börse München einbezogen und werden unter anderem über XETRA in Frankfurt gehandelt.