

Werden Immobilienprojektentwickler vom Kapitalmarkt „richtig“ bewertet?

Prof. Dr. Roland Füss
(Universität St.Gallen)

Immobilienbestandshalter versus Immobilienentwickler

Immobilienbestandshalter:

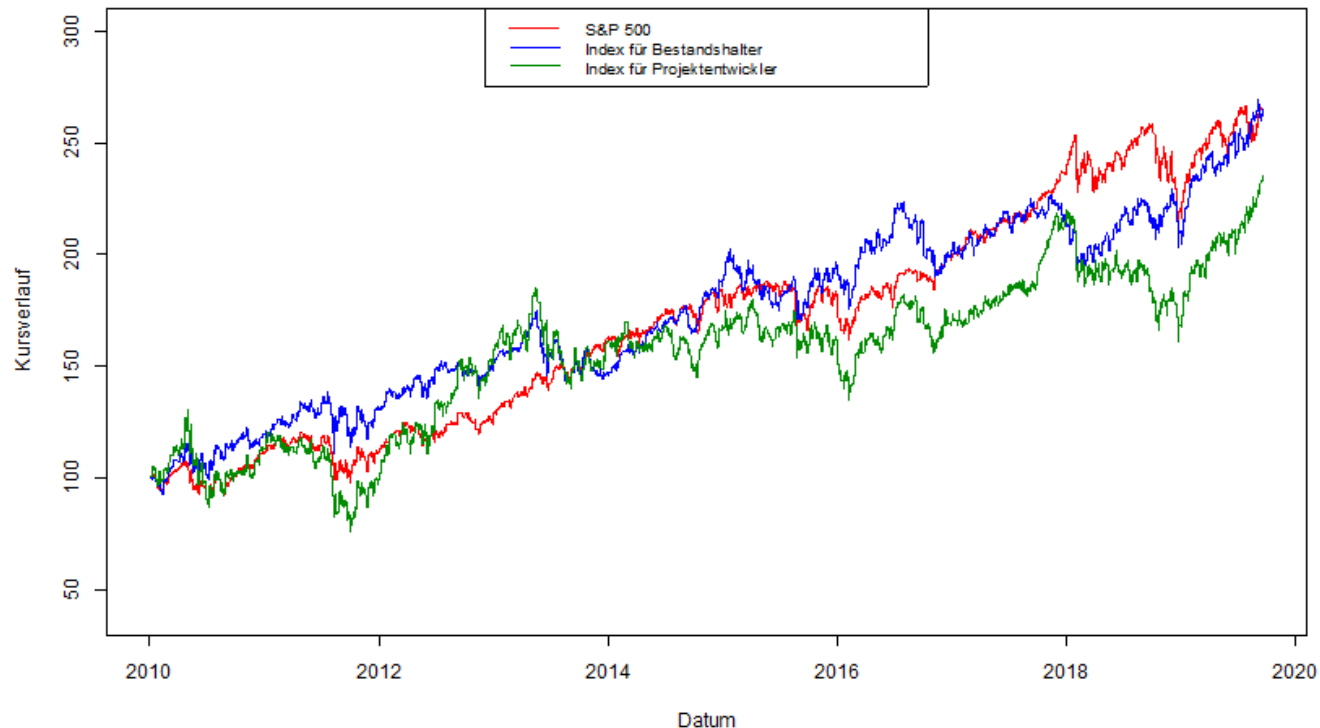
- generieren laufende Cash Flows für Investoren;
- halten Immobilienportfolio zwischen 5 und 10 Jahren.
⇒ **Kurs-NAV-Verhältnis**, (bereinigte) **FFO** etc.

Immobilienprojektentwickler:

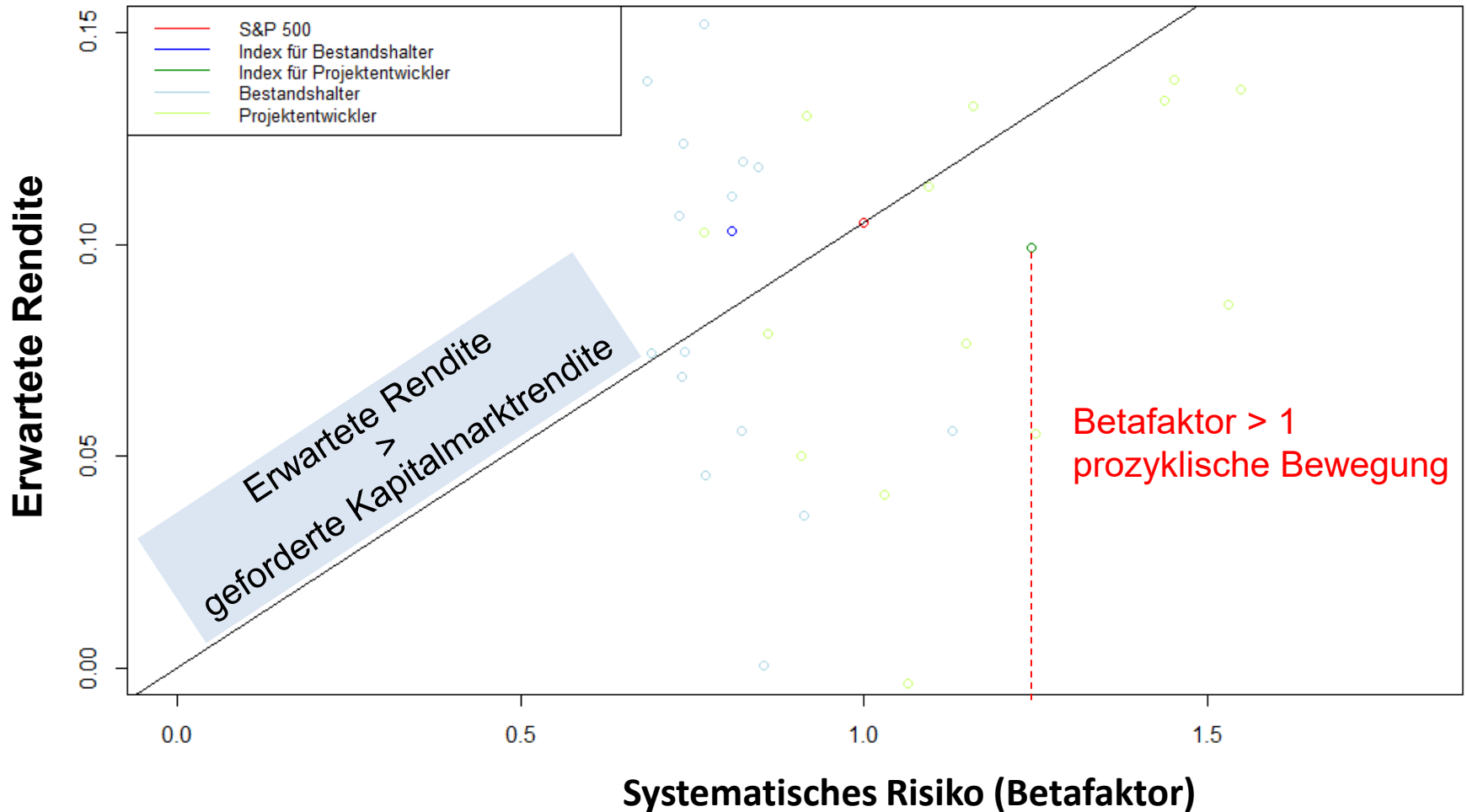
- generieren Wert bis zur Objektfertigstellung (Fokus auf laufender Geschäftstätigkeit);
- halten Grundstücke für zukünftige Bauprojekte;
- bieten *Forward Deals* für Investoren i.F.v. Forward Funding oder Forward Purchase.
⇒ **EV/EBITDA**, **RNAV**, **Gross Development Value (GDV)** etc.

Performance von Immobilienaktien

- Hoher Gleichlauf (Korrelation $> 70\%$) zwischen Immobilienentwicklern und Immobilienbestandshaltern sowie dem allgemeinen Aktienmarkt.
- Durchschnittsrendite der drei Anlagen liegt bei etwa 10% p.a. im Zeitraum von Januar 2010 bis September 2019.
- Projektentwickler weisen höhere Renditeschwankungen auf.



Wie bewertet der Kapitalmarkt Immobilienentwickler?



Wie bewertet der Kapitalmarkt Immobilienentwickler?

Ein Beispiel zur Illustration:

$$RoE = RoA + (RoA - RoD)(D/E)(1 - Steuersatz)$$

	Anlagenrendite	Fremdkapitalrendite	Verschuldungsgrad	Steuersatz	EK-Rendite
REIT	8,0%	4,500%	40/60	0%	10,3%
Developer	9,5%	9,000%	50/50	20%	9,9%

Mögliche Gründe für Abweichungen von der erwarteten Rendite:

- Kreditgeber fordern eine zu hohe Fremdkapitalrendite von Immobilienentwicklern;
- ein Schuldenabbau würde zu niedrigeren Fremdkapitalkosten führen und die Eigenkapitalrendite erhöhen;
- die Verwendung standardisierter Finanzkennzahlen führt zu einer Fehlbewertung von Immobilienentwicklern im Vergleich zu Immobilienbestandshaltern.

Fragen und Zielsetzung der Studie

Warum resultieren unterschiedliche Bewertungen zwischen den beiden Arten von Immobilienunternehmen?

Mögliche Gründe:

- unterschiedliche Risiken (Insolvenz, Baumängel, Fehlkalkulation etc.);
- Unternehmen mit unterschiedlichen Geschäftstätigkeiten werden mit den gleichen, allgemeinen Finanzkennzahlen bewertet;
- sektor-spezifische Besonderheiten (wie z.B. Forward Sales) werden in der Rechnungslegung nicht gewürdigt.

Ziel der Studie:

- Identifikation sektor-spezifischer Risiken und Werttreiber.
 - ⇒ Vergleichbarkeit in der Bewertung von Unternehmen (über Geschäftsfelder, Sektoren etc. hinweg)
 - ⇒ **Best Practice Valuation Guidelines** (ähnlich zu EPRA Best Practices Recommendations Guidelines)