

# Immobilienwirtschaftliche Kennziffern zur Bewertung von Wohnungsunternehmen

- Immobilienspezifische Kennzahlen -

Evonik Immobilien GmbH  
Dipl. Kfm. Robert Schmidt  
Mitglied der Geschäftsführung  
26.06.2008



## Immobilienpezifische Kennzahlen Agenda



1. Grundlagen der Unternehmensbewertung
2. Anforderungen des Kapitalmarktes
3. Wohnungswirtschaftliche Kennzahlen
4. Finanzwirtschaftliche Kennzahlen

## Immobilien-spezifische Kennzahlen Agenda



1. Grundlagen der Unternehmensbewertung

2. Anforderungen des Kapitalmarktes

3. Wohnungswirtschaftliche Kennzahlen

4. Finanzwirtschaftliche Kennzahlen

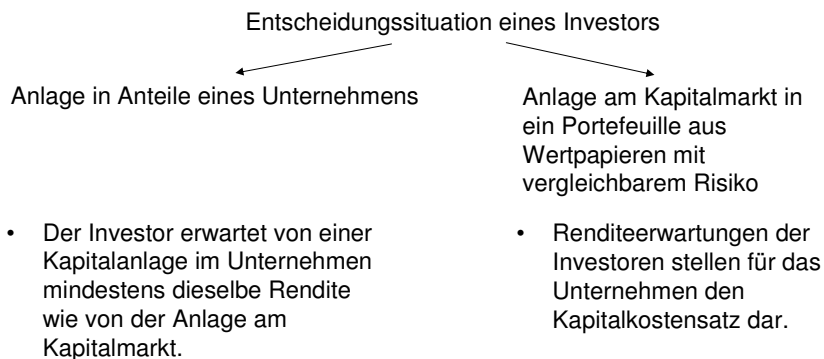
## Grundlagen der Unternehmensbewertung Grundgedanke (1)



- Grundgedanke der Unternehmensbewertung:

### „Bewerten heißt vergleichen“

(A. Moxter, Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung, 1983)



**Opportunitätskosten-Prinzip**



## Grundlagen der Unternehmensbewertung Systematik und Einordnung



### Wertmanagement

- Wertmanagement bedeutet: Bindung von (Des-)Investitionsentscheidungen und der Führung von Unternehmen/Beteiligungen an die Steigerung des Unternehmenswertes ➡ Grundgedanke des Shareholder Value Ansatzes
  - Zielgröße sollte der Total Shareholder Return sein, also die Steigerung des Unternehmenswertes zzgl. einer erwirtschafteten Dividende
  - Wertsteigerungskonzepte (etwa gemessen am Economic Value Added, Cash Flow Return on Investment etc.) begrenzen den dispositiven Freiraum des Managements
  - Unternehmenswert als Zukunftserfolgswert
  - Verzahnung der Messung des Unternehmenswertes mit der Des-/ Invest- oder Akquisitionsentscheidung: Konsistenz der Methodik
- ➡ **Wertmanagement als Grundlage der Unternehmenspolitik bedient sich der Unternehmensbewertung und Unternehmensanalyse als Instrument!**

## Immobilienspezifische Kennzahlen Agenda



1. Grundlagen der Unternehmensbewertung
2. Anforderungen des Kapitalmarktes
3. Wohnungswirtschaftliche Kennzahlen
4. Finanzwirtschaftliche Kennzahlen

## Anforderungen des Kapitalmarktes



- Indirekte Immobilien-Investoren erwarten grundsätzlich aus ihrem Investment eine lfd. Ausschüttung, die sich am Cash-Flow nach Steuern und Zinsen orientiert, so wie eine positive Wertentwicklung (Annahme: Inflationsschutz von Immobilien).
- Ein professionelles Management soll als Alternative zum direkten Investment Kosteneffizienz, Skaleneffekte und wertsteigernde Allokation von Investitionen und Desinvestitionen garantieren.
- Wesentliche Aufgabe des Managements ist es daher, Werte, Wert- und Mietsteigerungspotentiale, Ertragskraft und Qualität der Immobiliensubstanz transparent zu machen.
- Basis sämtlicher Beurteilungen ist nicht der Buchwert, sondern der Fair Value (Verkehrswert, beizulegender Zeitwert).



Profit is fiction  
(or an auditor's opinion),  
Cash is fact!

## Anforderungen des Kapitalmarktes



- Zur Reduzierung der Komplexität haben sich bei Steuerung und Reporting allgemein akzeptierte immobilienwirtschaftliche Kennziffern entwickelt, die grundsätzlich 2 unterschiedliche Kategorien betrachten:
  - Rendite
  - Effizienz
- Rendite = (Gewinn / Eingesetztes Kapital)
- Effizienz = Verhältnis vom Nutzen zu dem Aufwand, mit dem der Nutzen erzielt wird
- Gewinn/Nutzen soll im Rahmen der Analyse stets normalisiert (Nachhaltigkeit!), segmentiert nach Geschäftsarten (Bestandsmanagement, Projektentwicklung, Verkäufe) und cash-orientiert sein.
- Effizienz der Organisation / Unternehmen wird regelmäßig in Relationen zur Erlösquelle interpretiert
  - EBITDA-Marge Bestandsmanagement
  - Umsatzrendite Projektentwicklungen
  - Umsatzrendite Verkäufe auf Basis Fair Value

## Anforderungen des Kapitalmarktes



- International haben sich als Maßstab des Gewinnes von bestandshaltenden Immobilienunternehmen zwei Kennziffern etabliert:
  - Net Operating Income (NOI)=„normalisiertes EBITDA“
  - Funds from Operation (FFO)
- NOI: „Net income receivable from a property after all operating expenses have been paid and an allowance has been made for bad debts and defaulting tenants, but before payment of capital or interest on any loans and taxes.“
- FFO: „Net income, excluding gains (or losses) from debt restructuring and sales of property, plus depreciation and amortization, and after adjustments for unconsolidated partnerships and joint ventures.“



- $FFO = NOI - \text{Zinsen} - \text{Steuern}$
- NOI präferiert für die Steuerung interner Segmente
- FFO etabliert als Maßstab der externen Kommunikation

## Anforderungen des Kapitalmarktes



- Hinsichtlich des eingesetzten Kapitals wird grundsätzlich zwischen der Verzinsung des Vermögens (zu Verkehrswerten/Aktivseite der Bilanz/Asset Values) und des wirtschaftlichen Eigenkapitals (Net Asset Value) unterschieden.
  - $BCF \text{ oder } NOI / \text{Fair Values} = CF \text{ Rendite der Assets}$
  - $FFO/NAV = \text{Verzinsung des wirtschaftlichen Eigenkapitals}$
- Aufgrund der im industriellen Vergleich extrem langen Amortisation von Immobilieninvestitionen kommt der Finanzierungsstruktur und der steuerlichen Positionierung von Vermögen und Ertrag eine herausragende Bedeutung zu. Würden diese Positionen (Bruttobetrachtung) unberücksichtigt bleiben, wäre eine suboptimale Allokation aus Sicht des Investors unweigerlich die Folge.
- Dementsprechend sind aus Sicht des Kapitalmarktes folgende Kennziffern führend:
  - Gewinn = FFO
  - eingesetztes Kapital = NAV
  - Rendite = FFO-Yield

## Immobilien-spezifische Kennzahlen Agenda



1. Grundlagen der Unternehmensbewertung
2. Anforderungen des Kapitalmarktes
3. Wohnungswirtschaftliche Kennzahlen
4. Finanzwirtschaftliche Kennzahlen

## Wohnungswirtschaftliche Kennzahlen Organisationskosten



	Dt. Annington		Dt. Wohnen		GAGFAH		GAG		Patrizia Immobilien		THS	
	2006	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	2006	2007	
Wohneinheiten	185.438	23.360	51.127	151.366	170.316	41.028	40.972	1.427	13.127	76.735	76.073	
Gewerbeneinheiten	1.169					662	663			310	301	
Wohn- und Gewerbeeinheiten	186.607	23.360	51.127	151.366	170.316	41.690	41.635	1.427	13.127	77.045	76.374	
Mitarbeiter	1.385	271	1.397	1.455	1.401	377	397	149	230	803	756	
WE pro Mitarbeiter	134	86	37	104	122	111	105	10	57	96	101	
Personalkosten	101,3	17,1	22,2	103,0	88,4	20,7	21,9	9,9	13,7	55,5	55,1	
Sächliche Verwaltungskosten	35,7	10,3	14,4	66,5	67,2	9,0	10,3	5,4	8,1	15,9	15,2	
Organisationskosten	137,0	27,4	36,6	169,5	155,6	29,6	32,3	15,3	21,8	71,4	70,2	
<b>Organisationskosten/WE p.a.</b>	<b>739</b>	<b>1.173</b>	<b>716</b>	<b>1.120</b>	<b>914</b>	<b>721</b>	<b>786</b>	<b>10.720</b>	<b>1.661</b>	<b>931</b>	<b>923</b>	

„Definition“ Organisationskosten:

Personalaufwendungen

+ sächliche Verwaltungskosten

= Organisationskosten

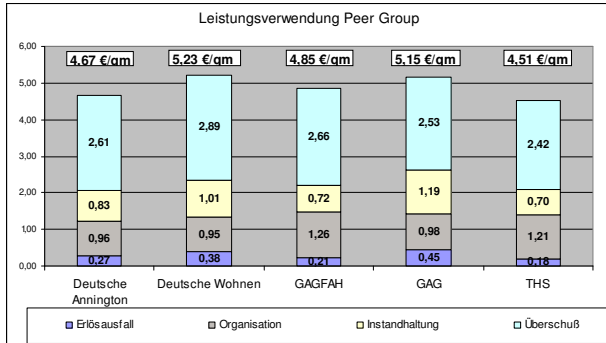
- Allgemein: Korrekturen um a.o. Effekte, neutrale Aufwandspositionen

## Wohnungswirtschaftliche Kennzahlen Leistungsverwendung



[Mio. €]	Deutsche Annington 2006	Deutsche Wohnen 2007	Gagfah 2007	GAG 2007	THS 2007
Nettokalmmiete	670,1	200,7	597,2	169,3	262,5
Erlösausfall	-38,2	-14,6	-26,3	-15,0	-10,6
Brutto Instandhaltung	-118,7	-38,6	-88,4	-39,05	-40,6
Organisationskosten	-137,0	-36,6	-155,6	-32,19	-70,2
<b>Saldo Bewirtschaftung</b>	<b>376,2</b>	<b>110,9</b>	<b>326,9</b>	<b>83,1</b>	<b>141,0</b>
% Nettokalmmiete	56,1%	55,3%	54,7%	49,1%	53,7%

- Die Patrizia Immobilien wurde aufgrund der beschränkten Aussagefähigkeit des Geschäftsberichtes von dieser Betrachtung ausgeklammert.



26.06.2008 | Immobilienspezifische Kennzahlen

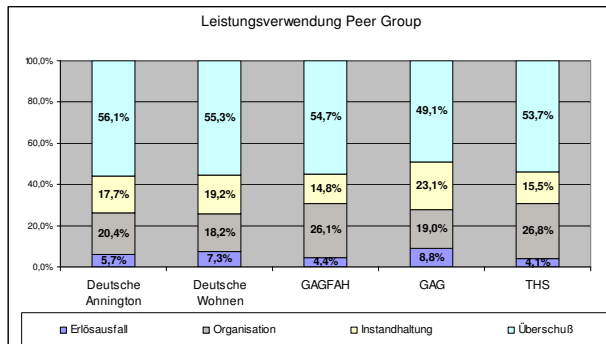
Seite | 15

## Wohnungswirtschaftliche Kennzahlen Leistungsverwendung



[Mio. €]	Deutsche Annington 2006	Deutsche Wohnen 2007	Gagfah 2007	GAG 2007	THS 2007
Nettokalmmiete	670,1	200,7	597,2	169,3	262,5
Erlösausfall	-38,2	-14,6	-26,3	-15,0	-10,6
Brutto Instandhaltung	-118,7	-38,6	-88,4	-39,05	-40,6
Organisationskosten	-137,0	-36,6	-155,6	-32,19	-70,2
<b>Saldo Bewirtschaftung</b>	<b>376,2</b>	<b>110,9</b>	<b>326,9</b>	<b>83,1</b>	<b>141,0</b>
% Nettokalmmiete	56,1%	55,3%	54,7%	49,1%	53,7%

- Die Patrizia Immobilien wurde aufgrund der beschränkten Aussagefähigkeit des Geschäftsberichtes von dieser Betrachtung ausgeklammert.



26.06.2008 | Immobilienspezifische Kennzahlen

Seite | 16



1. Grundlagen der Unternehmensbewertung
2. Anforderungen des Kapitalmarktes
3. Wohnungswirtschaftliche Kennzahlen
4. Finanzwirtschaftliche Kennzahlen

### **Definition:**

Marktwert Immobilien  
+ Wert übrige Vermögenswerte (AV und UV)  
- Fremdkapital  
+/- latente Steuern auf Differenz Buchwert  
= **NAV**  
Wertanpassung für Projekte auf IFRS Fair Value  
Wertanpassung für Immobilien im Umlaufvermögen  
= **NAV (nach Anpassung EPRA)**  
Wertanpassung für Finanzinstrumente  
Wertanpassung für Verbindlichkeiten  
= **Triple Net Asset Value (NNNAV)**

- Der NAV ist eine substanzwertorientierte Kennziffer, die das wirtschaftliche Eigenkapital eines Unternehmens wiedergibt.
- Die European Public Real Estate Association (EPRA) hat als Richtwert eine Berechnung des NAV formuliert die weitere Bereinigungsstufen enthält: Hauptunterschied zum „normalen“ NAV ist der, dass auch Projektentwicklungen nach Fair Value bewertet werden. Die Folge: In aller Regel ein höherer NAV. Die Berechnung des NAV bzw. des NNNAV wird von der Peer Group unterschiedlich gehandhabt, so definieren einige Unternehmen nach Abzug der latenten Steuern noch ein NNNAV (Double Net Asset Value), bzw. KPMG definiert die o.g. Definition des NAV schon als NNNAV. Bei einer Analyse der Peer Group ist vor allem die Qualität der jeweiligen Datenlage zu berücksichtigen, um einen einheitlichen Bewertungsmaßstab zu gewährleisten.

- Bezogen auf eine Aktie stellt der NAV deren inneren Wert da. Liegt der Aktienkurs über dem inneren Wert, so spricht man von einem premium, im umgekehrten Fall handelt es sich um einen discount. Die Ab- bzw. Zuschläge zum NAV entstehen, wenn weniger bzw. mehr als die risikoadäquaten Kapitalkosten auf das investierte Kapital verdient werden.

Mögliche Gründe für Abweichungen des NAV von der Börsenkapitalisierung

<u>Premium:</u>	<u>Discount:</u>
Professionelles Management	Negative Immobilienkonjunktur
Positive Immobilienkonjunktur	weder regionale noch sektorale Aufstellung
Transparenz	Ungünstiges Börsenumfeld
Strategie	Hohe Risiken (Klumpenrisiken, Projektentwicklungsrisiken)
Fokussierung auf Kernkompetenz	Marktineffizienzen
Markteffizienz	Nicht ausreichend Free Float
Ausreichend Free Float	Fehlende Phantasie
Aktives Portfoliomanagement	Mangelnde Transparenz
Liquidität auf Renditesuche	

<b>Definition: (National Association of Real Estate Investment Trusts)</b>	
Jahresüberschuss	
+ Abschreibungen	
-/+ Ergebnis aus Bestandsverkäufen	ohne Verkaufsergebnis
+/- Anpassung Beteiligungsergebnis nKvU	
<b>= FFO</b>	
<b>Definition: (analog zu GAGFAH )</b>	
EBIT	
+ Sondereffekte	
+ Abschreibungen	
<b>= EBITDA</b>	
-/+ Wertänderungen GuV-wirksame IAS 40-Effekte	mit Verkaufsergebnis
- Zinsergebnis	
- gezahlte Steuern	
<b>= FFO</b>	

- Diese Kennzahl zeigt wie das EBITDA die Stärke und Stabilität des operativen Geschäfts an. Im Vergleich zum EBITDA wird über die FFO das Kerngeschäft - die Vermietungstätigkeit - transparenter herausgearbeitet. Der Treiber hinter dieser Kennzahl ist nach Analystenmeinung das zukünftige Wachstum des Kerngeschäfts einer Immobilien AG sowie die Fähigkeit, den Anteil stabiler wiederkehrender Erträge zu erhöhen.

**Definition:**

*Aktienkurs/FFO je Aktie = FFO Multiplikator*

- Für Bewertungszwecke wird der jeweilige Aktienkurs ins Verhältnis zum FFO pro Aktie gesetzt. Vorteil des FFO Multiplikators ist, dass das Kerngeschäft der Immobilien AGs im Mittelpunkt steht.

**Definition:**

*Ausschüttung/FFO = FFO-Payout-Ratio*

- Die Payout-Ratio gibt die relative Höhe der Dividendenausschüttung eines Unternehmens ausgedrückt als Prozentsatz des FFO wieder. Die FFO-Payout-Ratio wird vor allem bei der Analyse von Real Estate Investment Trust genutzt.

**Definition:**

*FFO/Marktkapitalisierung bzw. NAV = FFO Yield*

- FFO Yield ist eine Renditekennzahl, die das Kerngeschäft der Immobilien AG in den Mittelpunkt stellt.

**Definition:**

*Gesamtleistung  
+ sonst betr. Erträge  
- Materialaufwand  
- Personalaufwand  
- sonst. betr. Aufwendungen  
+ Beteiligungsergebnis  
= EBITDA*

- Das EBITDA (Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen) ist eine international weit verbreitete und eine der aussagekräftigsten Erfolgskennzahlen um die operative Ertragskraft einer Gesellschaft zu beurteilen. Das EBITDA zeigt die Stärke und Stabilität der operativen Ertragskraft eines Unternehmens unabhängig von dessen Kapitalstruktur oder Investitionsneigung. Bei Immobilien-Gesellschaften handelt es sich im Kern um eine aus der Immobiliensubstanz durch Vermietung (und Verkauf) erwirtschaftete Ergebnisgröße abzüglich der Verwaltungs- und Instandhaltungsaufwendungen, die Cash Flow-orientiert ist.

**Definition:**

$EBITDA / \text{Umsatz} = \text{EBITDA-Marge}$

- Die EBITDA Marge gibt das Verhältnis von EBITDA zum Umsatz an. Sie ist als eine Variante der Umsatzrendite ein Maß für die Rentabilität und zeigt, wie profitabel das Unternehmen vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen wirtschaftet. Für die Immobilien Branche wird vom Kapitalmarkt eine EBITDA-Marge von rd. 60% erwartet.

**Definition:**

$\text{Marktkapitalisierung bzw. NAV}$   
 $+ \text{Marktwert FK}$   
 $= \text{Enterprise Value}$   
 $/ \text{EBITDA}$   
 $= \text{EBITDA-Multiple}$

- Ergebnisverzerrungen durch Abschreibungs- und Finanzierungspolitik sowie unterschiedliche Steuergegebenheiten werden eliminiert; die Ertragskraft der eigentlichen Geschäftstätigkeit einer Immobiliengesellschaft steht im Mittelpunkt.

**Definition:**

$\text{Dividende} / \text{Marktkapitalisierung} = \text{Dividend Yield}$   
 bzw.  
 $\text{Dividende pro Aktie} / \text{Aktienkurs} = \text{Dividend Yield}$

- Dividend Yield ist eine Kennzahl zur Bewertung von Aktien und zeigt die Verzinsung des in eine Aktie investierten Kapitals, die sich allein aus der gezahlten Dividende ohne Berücksichtigung der Kursentwicklung ergibt. Die Kennzahl ist vor allem für ausschüttungsorientierte Anleger von Bedeutung. In der Empirie zeigt sich insbesondere bei schwachen Kursentwicklungen ein Ansteigen der Dividenden. Vor diesem Hintergrund ist die Aussage der Kennzahl nur beschränkt. Zur Abbildung der korrekten Verzinsung ist der Total Shareholder Return heranzuziehen.

**Definition:**

$(\text{Aktienkurs}_{t1} - \text{Aktienkurs}_{t0} + \text{Dividende}) / \text{Aktienkurs}_{t0} = \text{Total Shareholder Return}$

- Der Total Shareholder Return führt zu einer korrekten Darstellung der Verzinsung, indem die Kursentwicklung mit in die Berechnung einbezogen wird. Bei nicht börsennotierten Gesellschaften könnte die Aktienkursentwicklung durch die Entwicklung der IAS 40 Werte zzgl. des erwirtschafteten Ergebnisses oder durch die Entwicklung des NAVs zzgl. der Dividende nachempfunden werden.

**Aber:**

- Wert ist das, was man hat!
- Preis ist das, was man bekommt!

**IPO GAGFAH:**

- NAV/Aktie: 10,73 €
- Erstnotiz: 22,00 €

# Immobilienwirtschaftliche Kennziffern zur Bewertung von Wohnungsunternehmen

- Immobilienspezifische Kennzahlen -