

## Immobilien an der Börse

# Bewertung von Immobilienunternehmen

**Immobilien sind teuer, ob Kauf, Unterhalt oder Projektentwicklungen, und die Finanzierung durch Unternehmen führt zu einer höheren Fremdkapitalquote als bei durchschnittlichen Unternehmen. Demgegenüber steht allerdings auch ein höheres Maß an Stabilität der Vermögenswerte. Doch wie hoch ist das Ausfallrisiko eines Unternehmens tatsächlich? Je nach Immobilienunternehmen gibt es divergierende Bewertungsansätze, die dem jeweiligen Geschäftsmodell und unternehmerischen Schwerpunkt entsprechen. Im Folgenden führt Scope an, auf Grundlage welcher Indikatoren sie eine Unternehmensbewertung vornehmen und welche Gewichtungen sie vorschlagen.**

Red.

Der europäische Immobiliensektor ist stark fragmentiert. Die Marktanteile der Branchenakteure sind im Vergleich zu stärker konsolidierten Branchen – wie beispielsweise der Automobil- oder der Tabakindustrie – klein. Ein Beispiel: Unibail Rodamco S.E., das größte börsennotierte Gewerbeimmobilienunternehmen, kommt nur auf einen geschätzten Marktanteil von 1,5 Prozent (gemessen an der gesamten europäischen Verkaufsfläche). Der Marktanteil der größten börsennotierten Wohnimmobiliengesellschaft, der Deutschen Annington Immobilien S.E., liegt bei 0,1 Prozent (gemessen an der Anzahl der Wohneinheiten). Allerdings zeigen sich erste Zeichen einer stärkeren Konsolidierung im deutschen Wohnimmobiliensegment. Denn: Das Gesamtvermögen der zehn größten bör-

snotierten Wohnimmobilien-AGs ist zwischen 2009 und 2014 deutlich gewachsen (plus 82 Prozent).

In der Branche existieren unterschiedliche Geschäftsmodelle. Diese umfassen im Wesentlichen die Vermietung, die vergleichsweise gut prognostizierbare Einnahmen generiert, und die Projektentwicklung, bei der die Immobilien mit der Absicht gekauft oder gebaut werden, diese mit Gewinn weiter zu veräußern. Das Projektentwicklergeschäft führt tendenziell zu eher volatilen Cashflows und volatilerer Profitabilität. Letztere hängt in starkem Maß von der Anzahl und dem Stadium der Projekte ab, die sich in der Entwicklungspipeline des Unternehmens befinden, sowie vom Zeitpunkt im Konjunkturzyklus.

Segment wird auf unterschiedliche Weise vom Konjunkturzyklus beeinflusst. Die meisten Marktakteure konzentrieren sich auf einige wenige Länder und innerhalb dieser Länder auf bestimmte Regionen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass lokale Marktkenntnisse sehr wichtig für den Erfolg in der Branche sind.

Vorausgesetzt, dass sie über eine gute Diversifikation hinsichtlich Geografie und Mieterstruktur verfügen, können Immobilienunternehmen von stabilen und gut prognostizierbaren Cashflows profitieren. Dies ist im Wesentlichen auf die generell nicht vorzeitig kündbaren, langlaufenden Mietverträge zurückzuführen. Auch Immobilienunternehmen, die sich auf Projektentwicklungen fokussieren, können von relativ stabilen und gut prognostizierbaren Cashflows profitieren – vorausgesetzt, sie haben eine volle und ausgewogene Projektpipeline und hohe Vorvermietungs- und Vorverkaufsquoten. Der regional beschränkte Fokus und die Zyklizität des Geschäfts machen es herausfordernd für Immobilienunternehmen, ein Rating im oberen Investmentgrade-Bereich zu erhalten.

### Konsolidierung im Wohnimmobiliensegment

Die Konsolidierung im europäischen Immobiliensegment wird sich weiter fortsetzen – wesentlich getrieben von den deutschen Wohnimmobiliengesellschaften. Die Übernahme der Gagfah S.A. durch die Deutsche Annington Immobilien S.A. für 9,4 Milliarden Euro, die im Dezember 2014 verkündet wurde, läutet die nächste Konsolidierungsrunde im deutschen Wohnimmobiliensegment ein. Die Unternehmen, die in Scopes Branchenstudie bewertet wurden, werden wahrscheinlich in die verstärkten Fusionsaktivitäten involviert sein. Die Übernahmen werden durch erzielbare Skaleneffekte und das Niedrigzinsumfeld befördert. Im Bereich der gewerblichen Immobiliengesellschaften ist 2015 nur eine begrenzte Übernahmeaktivität zu erwarten. Bei der Sieben-Milliarden-Euro-Fusion von Klépierre und Corio handelt es sich wahrscheinlich um einen der größten Deals, da die meisten Marktakteure bereits eine kritische Größe erreicht haben.

#### Die Autoren



**Dr. Britta Holt**

Executive Director, Scope Ratings AG, London und Berlin



**Philipp Wass**

Associate Director, Scope Ratings AG, Berlin

### Hoher Kapitalbedarf und hohe Fremdkapitalquoten

Die Immobilienwirtschaft ist kapitalintensiv. Für den Kauf oder Unterhalt von Immobilien sind bedeutende Aufwendungen notwendig. Projektentwicklungen und Refurbishments sind integrale Bestandteile der Aktivitäten eines Immobilienunternehmens. Viele Unternehmen der Branche finanzieren einen großen Teil ihrer Objekte mit Fremdmitteln, was zu einer höheren Fremdkapitalquote als bei durchschnittlichen Industrieunternehmen führt. Allerdings steht der höheren Verschuldung auch ein höheres Maß an Stabilität der Vermögenswerte gegenüber. Letztere sind in vielen Fällen relativ einfach realisierbar.

Die wichtigsten Segmente der Branche bilden das Gewerbesegment (unter anderem Immobilien der Nutzungsarten Büro, Einzelhandel und Hotel), das Wohnsegment und Industrieimmobilien. Jedes

Die Mietentwicklung stagniert aufgrund der schleppenden wirtschaftlichen Erholung in Europa. Dies wird sich erwartungsgemäß fortsetzen. Allerdings wird auch erwartet, dass die Immobilienpreise – trotz der generell stagnierenden Mieten – aufgrund massiver Kapitalzuflüsse („Wall of Money“) weiterhin unter Aufwärtsdruck bleiben. Ein Beispiel für die „Wall of Money“ sind die Kapitalzusagen von Immobilienfonds mit Europafokus. Diese belaufen sich auf eine Gesamthöhe von 52 Milliarden Euro (Quelle: Prequin). Zudem ist zu erwarten, dass der Risikoaufschlag zwischen guten zweitklassigen Immobilien und Premiumobjekten geringer wird. Der Grund ist die große Knappheit an erstklassigen Objekten.

### Rating-Methodik für Immobiliengesellschaften

Bei der Bewertung des Ausfallrisikos eines Unternehmens konzentriert sich Scope auf die folgenden Indikatoren für das Geschäftsrisiko und das Finanzrisiko (Abbildung 2). Aufgrund der unterschiedlichen Geschäftsmodelle der jeweiligen Unternehmen können diese Indikatoren gegebenenfalls nicht immer voll auf alle Immobilienunternehmen angewendet werden. Das Geschäftsrisikoprofil wird anhand folgender Indikatoren bewertet (siehe dazu auch Abbildung 3):

**1. Wettbewerbsposition:** Die Größe und Wettbewerbsposition eines Immobilienunternehmens bestimmt seine Marktstärke und seine Fähigkeit, von Größenvorteilen zu profitieren. Mit zunehmender Größe geht oft eine ausgewogenere Diversifikation einher. Die wichtigsten Indikatoren für die Marktposition eines Immobilienunternehmens sind hier der Marktwert der Vermögensgegenstände, der FFO und der Marktanteil in den jeweiligen (Kern-)Märkten.

**2. Diversifikation:** Die Diversifikation eines Immobilienunternehmens – und zwar hinsichtlich der Geografie, der Branchen und der Mieter – bestimmt seine Fähigkeit, die Volatilität des Cashflows auszugleichen, die aus Konjunkturzyklen, regulatorischen Veränderungen und dem Verlust von einzelnen Mietern resultiert. Die geografische Diversifikation eines Immobilienunternehmens wird als Prozentsatz der Einnahmen gemessen, die in einer bestimmten Region generiert werden. Eine breite Diversifikation der Aktivitäten über viele geografische Regionen mit unterschiedlichen Nachfragemustern beziehungs-

**Abbildung 1: Top 5 der börsennotierten europäischen Immobilienaktiengesellschaften**

Unternehmen	Marktkapitalisierung <sup>3)</sup>	Gesamtvermögen <sup>3)</sup>
in Billionen Euro		
(1) Unibail Rodamco S.E.	23,6	34,5
(2) Klépierre S.A. und Corio N.V. <sup>1)</sup>	16,2	21,8
(3) Deutsche Annington Immobilien SE und Gagfah S.A. <sup>2)</sup>	12,1	21,2
(4) Gecina S.A.	6,9	10,4
(5) Deutsche Wohnen AG	6,3	10,5

<sup>1)</sup> Fusion im Juli 2014 angekündigt/Abschluss zum 31. März 2015 erwartet; <sup>2)</sup> Akquisition im Dezember 2014 angekündigt/Übernahme Anteilsmehrheit an Gagfah durch Deutsche Annington im Januar 2015; <sup>3)</sup> Bloomberg 21. Januar 2015

weise Zyklicitäten trägt dazu bei, die Cashflow-Volatilität eines Unternehmens zu reduzieren.

Eine hohe Mieterdiversifikation wird ebenfalls als positiver Einfluss auf das Rating betrachtet. Für Unternehmen, deren Tätigkeitsschwerpunkt auf dem Vermietungsgeschäft liegt, gilt: Je diversifizierter die Mieterbasis und je höher die Bonität der Mieter, desto niedriger ist das Risiko, dass es zu Störungen des Unternehmens-Cashflows kommt, wenn Mieter ausfallen oder verspätete Mietzahlungen leisten. Die Mieterdiversifikation wird als Prozentsatz der Gesamteinnahmen gemessen, der von den Top-3- und den Top-10-Mietern stammt.

Eine solide Diversifikation nach Branchen – gemessen als Prozentsatz der Einnahmen von Mietern einer bestimmten Branche – wird ebenfalls als positiver Einflussfaktor auf das Rating gesehen. Da der Konjunkturzyklus in einzelnen Branchen unterschiedlich verläuft, reduzieren Aktivitäten, die sich über verschiedene Branchen erstrecken, die Volatilität des Cashflows eines Immobilienunternehmens.

**3. Qualität der Immobilien (Asset Qualität):** Die Qualität der Vermögens-

werte eines Immobilienunternehmens beeinflusst die Stärke und Stabilität seines operativen Cashflows und die Wertbeständigkeit seiner Assets im Verlauf des Konjunkturzyklus. Eine hohe Objektqualität beispielsweise bei einer Core-Immobilie, die im zentralen Geschäftsviertel einer Stadt mit internationaler Bedeutung liegt, trägt dazu bei, höhere Vermietungsquoten, stabilere Cashflows, eine höhere Profitabilität und daher eine geringere Preisvolatilität an den Hoch- und Tiefpunkten des Konjunkturzyklus zu erreichen. Dies gilt vor allem im Vergleich zu Objekten von geringerer Qualität. Darüber hinaus sind qualitativ hochwertige Assets in der Regel liquider als solche mit geringerer Qualität und können daher leichter veräußert werden.

Bei der Bewertung der Objektqualität umfasst die Analyse die folgenden vier Faktoren:

- Lage des Objekts: Es werden folgende Lagen unterschieden: A-Lagen – Städte mit nationaler oder internationaler Bedeutung, die in der Regel große Immobilienmärkte mit hohen Aktivitäten ausweisen; B-Lagen – große Städte mit nationaler oder regionaler Bedeutung

**Abbildung 2: Rating Methodik für europäische Immobilienunternehmen**

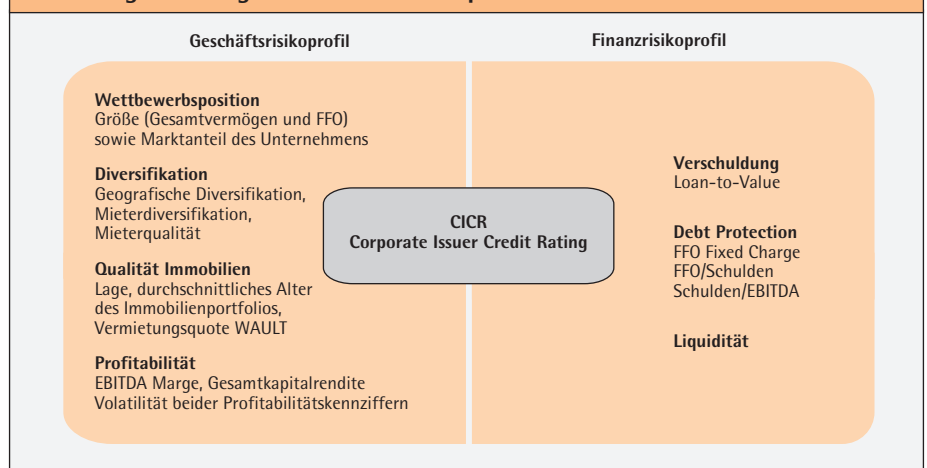


Abbildung 3: Indikatoren des Geschäftsrisikoprofils				
Wettbewerbsposition				
	A und höher	BBB	BB	B und niedriger
Marktwert der Vermögensgegenstände (in Millionen Euro)	> 10,000	2,000 bis 10,000	500 bis 2,000	< 500
FFO (in Millionen Euro)	> 500	100 bis 500	25 bis 100	< 25
Marktanteil in (Kern-)Märkten (in Prozent)	Dominant	Moderate	Modest	Very modest
Diversifikation				
	A und höher	BBB	BB	B und niedriger
Geografische Diversifikation	Signifikante internationale Präsenz in mehr als fünf Regionen	Signifikante internationale oder nationale Präsenz in mehr als drei Regionen	Signifikante nationale oder regionale Präsenz in mehr als einer Region	Regional Präsenz
Top 3 Mieter (in Prozent)	< 2,5	< 5,0	< 10,0	> 10,0
Top 10 Mieter (in Prozent)	< 10,0	< 20,0	< 50,0	> 50,0
Mieterqualität	Good	Moderate	Modest	Very modest
Mieter nach Branchen (Gesamtmieteinnahmen in Prozent)	< 15,0	15,0 bis 20,0	20,0 bis 25,0	> 25,0
Qualität der Immobilien				
	A und höher	BBB	BB	B und niedriger
Lage der Objekte	Überwiegend „A“-Lagen	„A“- und „B“-Lagen	Überwiegend „B“-Lagen	„B“- und „C“-Lagen
Wirtschaftliches Alter (Jahre)	< 5	5 bis 10	10 bis 15	> 15
Vermietungsquote (in Prozent)	> 95,0	90,0 bis 95,0	80,0 bis 90,0	< 80,0
WAULT (Jahre)	> 7	5,8 bis 7	4,6 bis 5,8	< 4,6
Profitabilität				
	A und höher	BBB	BB	B und niedriger
Volatilität	gering bis mittel		hoch	
EBITDA Marge (in Prozent)	> 75,0	60,0 bis 75,0	45,0 bis 60,0	< 45,0
Gesamtkapitalrendite (in Prozent)	hoch	mittel	gering	sehr gering

und C-Lagen – Städte mit regionaler Bedeutung.

– Wirtschaftliches Alter des Immobilienportfolios (nach Jahren): Das wirtschaftliche Alter wird vom gegenwärtigen baulichen Zustand der Objekte bestimmt und entspricht dem Baujahr oder dem Jahr der letzten umfassenden Revitalisierung. Ältere Immobilien (> 10 Jahre) sind generell weniger attraktiv für bestehende und potenzielle Mieter und bringen höhere Instandhaltungskosten mit sich.

– Die Vermietungsquote des Portfolios (Prozent): Diese Kennzahl wird gemessen

als Prozentsatz der Vertragsmieten geteilt durch die Vertragsmieten plus den geschätzten Mietwert (Estimated Rental Value „ERV“) der freien Flächen.

– Die gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge (Weighted average unexpired lease term „WAULT“) eines Immobilienportfolios (in Jahren): Ein hoher WAULT-Wert bedeutet eine höhere Vorhersagbarkeit zukünftiger Mieteinnahmen.

Daneben könnten noch Faktoren wie Alleinstellungsmerkmale einer Immobilie, beispielsweise herausragendes Design

oder eine besondere Lage (Airport-Cities), Entwicklungspotenzial (beispielsweise Mieten unterhalb des Marktniveaus, entwickelbares Land verfügbar) einen positiven oder negativen Einfluss auf die Einschätzung der Asset-Qualität haben.

**4. Profitabilität:** Die EBITDA-Marge (Prozent) und die Gesamtkapitalrendite (Prozent) einer Immobiliengesellschaft sind Messgrößen ihrer Profitabilität und Effizienz. Einnahmen aus Mietzahlungen stellen regelmäßig wiederkehrende Kapitalzuflüsse dar. Daher gilt: Je höher der Anteil der Einnahmen eines Immobilienunternehmens aus Mieteinnahmen ist, desto geringer ist in der Regel die Volatilität des FFO und der Profitabilität. Immobilienunternehmen, die den Großteil ihrer Einnahmen aus Mieten generieren, können EBITDA-Margen von bis zu 85 Prozent erreichen, während die EBITDA-Margen von erfolgreichen Gewerbeimmobilienentwicklern 95 Prozent erreichen können – allerdings sind diese in der Regel volatil.

Immobilienunternehmen mit dem Fokus auf Gewerbeimmobilien – entweder Einzelhandels- oder Büroobjekte – erreichen in der Regel EBITDA-Margen zwischen 50 und 85 Prozent. Zum Vergleich: Die Margen von Immobilienunternehmen mit dem Fokus auf Wohnimmobilien bewegen sich üblicherweise zwischen 25 und 60 Prozent. Die höheren Margen bei Gewerbeimmobilien resultieren hauptsächlich aus dem höheren Anteil an umlegbaren Kosten (Triple-Net-Mietverträge) und an Größenvorteilen aufgrund der anderen Losgrößen. Dennoch ist die Profitabilität von Wohnimmobilien aufgrund der kleinteiligen Mieterstruktur in der Regel stabiler. Die Volatilität der EBITDA-Marge und der Gesamtkapitalrendite eines Immobilienunternehmens werden bestimmt, da diese Messgrößen die Stabilität der Finanzkraft des Unternehmens stark beeinflussen. Sehr stabile EBITDA-Margen und Gesamtkapitalrenditen werden als positiv für die Bonität erachtet.

Neben den genannten vier Indikatoren werden im Rahmen der Analyse auch das Management eines Immobilienunternehmens und dessen Track-Record bewertet. Ein positiver Track-Record wird als günstiger Faktor für das Rating gewertet und stärkt die Glaubwürdigkeit und Aussagekraft der Prognosen des Immobilienunternehmens. Obwohl die Corporate-Governance-Struktur eines Unternehmens das Rating nicht nach oben verbessern kann, ist diese dennoch ein wichtiger Faktor bei der Festlegung des Ratings. Während Scope eine adäquate

Abbildung 4: Indikatoren des Finanzrisikoprofils				
Verschuldung, Debt Protection und Liquidität				
	A und höher	BBB	BB	B und niedriger
LTV (in Prozent)	< 30,0	30,0 bis 50,0	50,0 bis 60,0	> 60
FFO/Fixed Charge (x)	> 3,0	2,2 bis 3,0	1,7 bis 2,2	< 1,7
FFO/Schulden (in Prozent)	> 15,0	10,0 bis 15,0	7,0 bis 10,0	< 7,0
Schulden / EBITDA (x)	< 4,0	4,0 bis 6,0	6,0 bis 8,0	> 8,0
Liquidität (x)	> 1,5	1,2 bis 1,5	1,0 bis 1,2	< 1,0

Corporate Governance bei bewerteten Unternehmen als Minimalstandard betrachtet, wird eine schwache Corporate Governance das Rating wahrscheinlich nach unten beeinflussen.

## Finanzrisikoprofil

Das Finanzrisikoprofil ergibt sich aus den folgenden Indikatoren, die auch in Abbildung vier zusammengefasst sind.

### 1. Verschuldung und Debt Protection:

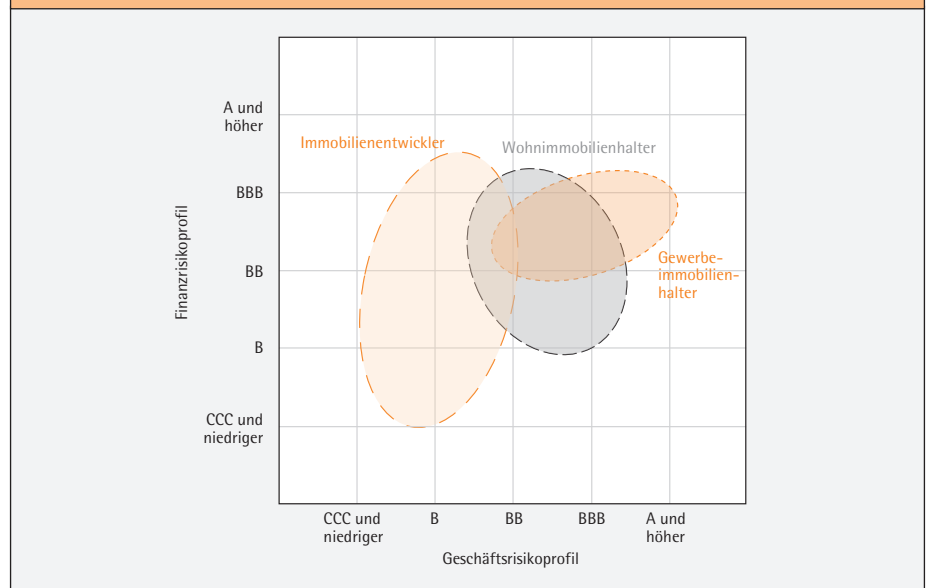
Die Kreditquote eines Immobilienunternehmens wird berechnet, indem der Marktwert aller Vermögensgegenstände des Unternehmens berücksichtigt wird. Dieser sogenannten Loan-to-Value („LTV“) ist definiert als Schulden/Marktwert aller Vermögensgegenstände in Prozent. Daneben wird der Cashflow-adjusted-Leverage eines Immobilienunternehmens bewertet, der über die Kennzahlen FFO/Schulden (in Prozent) und Schulden/EBITDA gemessen wird.

Viele der Immobiliengesellschaften finanzieren einen Großteil ihrer Objekte mit Fremdkapital und haben daher in der Regel einen höheren Verschuldungsgrad als durchschnittliche Industrieunternehmen. Allerdings steht diesem relativ hohen Fremdkapitalanteil in der Regel eine höhere Stabilität der Vermögenswerte gegenüber. Diese Vermögenswerte können oft vergleichsweise leicht realisiert, das heißt verkauft, werden. Die Bewertung der Kennzahlen zur Sicherstellung des Kapitaldienstes berücksichtigt den LTV, den FFO im Verhältnis zum Fixed Charge, den FFO im Verhältnis zu den Schulden des Unternehmens sowie das Verhältnis von Schulden zu EBITDA.

**2. Liquidität:** Bei der Analyse der Liquiditätssituation werden die internen und externen Finanzierungsquellen bewertet, die für ein Immobilienunternehmen zugänglich sind, um seine Verpflichtungen aus dem Schuldendienst zu erfüllen. Neben dem operativen Cashflow umfasst dies auch die Bewertung der Barbestände, der liquiden Vermögenswerte, der Erträge aus Veräußerungen (sofern geplant), der nicht gezogenen Kreditlinien bei Banken und erwarteten Kapitalspritzen von Eigentümern oder dritten Parteien.

Im Rahmen der Liquiditätsanalyse werden bei der Kalkulation der kurzfristigen Verbindlichkeiten des Immobilienunternehmens generell Non-Recourse-Finanzierungen von Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles, SPVs) ausgeschlos-

Abbildung 5: Bonitätsstrukturen der europäischen Immobilienunternehmen



sen. Diese Nicht-Berücksichtigung findet Anwendung, sofern keine Hinweise vorhanden sind, dass das Immobilienunternehmen diese Finanzierungen bedienen oder stützen könnte.

## Muster der Bonitätsstrukturen

Basierend auf dieser Rating-Methodik wurde für 17 europäische Immobilienunternehmen die Bonität auf Basis öffentlich zugänglicher Informationen bewertet. Es zeigt sich ein klares Muster der Bonitätsstrukturen. Gewerbeimmobilienunternehmen (Bestandshalter) weisen die höchste Bonität auf. Dieser Sektor gleicht die zyklische Natur der Branche durch eine konservativere Finanzierungsstrategie teilweise aus. Daher liegen die Finanzrisikoprofile in der Regel im Bereich von BB und BBB. Dies ist das niedrigste Finanzrisikoprofil unter den bewerteten Segmenten. Die Geschäftsrisikoprofile der bewerteten Unternehmen variieren zwischen den Ratingkategorien BB bis A. Diese Bandbreite ergibt sich im Wesentlichen aus der Unternehmensgröße, welche erstens die Fähigkeit, eine hohe Diversifikation zu erreichen, zweitens die Profitabilität und drittens die Cashflow-Stabilität beeinflusst.

Die zweitbeste Kreditqualität wurde für die Wohnimmobiliengesellschaften (Bestandshalter) festgestellt. Das Finanzrisikoprofil der bewerteten Unternehmen bewegt sich zwischen den B und BBB Ratingkategorien. Die Finanzrisikoprofile werden – im Vergleich zum Gewerbeimmobiliensegment – von einer höheren Verschuldung und einem geringeren

Niveau der Debt Protection geprägt. Allerdings wird dies teilweise durch stabilere Mieteinnahmen und Immobilienwerte ausgeglichen. Dies ist auf die relativ solide und kleinteilige Mieterstruktur zurückzuführen, die zu einer geringeren Volatilität im Laufe des Konjunkturzyklus führt. Das Geschäftsrisikoprofil der Wohnimmobiliengesellschaften liegt in der Regel im Bereich BB bis BBB. Im Gegensatz zu den Gewerbeimmobilienunternehmen sehen wir keine Wohnungsunternehmen, die ein Geschäftsrisikoprofil in der Ratingkategorie A oder oberhalb erreichen. Dies ist vor allem auf die geringere Profitabilität und den geringeren WAULT-Wert (gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit der Mietverträge) dieser Unternehmen zurückzuführen.

Bei den Immobilienprojektentwicklern begrenzt die dem Entwicklergeschäft inhärente Volatilität die Möglichkeit dieser Unternehmen, Investment-grade-Ratings zu erreichen. Die Volatilität der Cashflows führt zu großen Diskrepanzen in den Finanzrisikoprofilen der Unternehmen, die von der Ratingkategorie CCC bis zur Kategorie A reichen. Projektentwickler sind die Immobilienunternehmen, die am stärksten vom Konjunkturzyklus abhängen, mit Geschäftsrisikoprofilen, die in die Bereiche von CCC bis BB fallen. Das Geschäftsrisiko wird von der Diversifikation der Entwicklungspipeline, der Zeitverzögerung zwischen Planung und Fertigstellung, der geografischen und Produktdiversifikation der Unternehmensaktivitäten und dem Zeitpunkt im Konjunkturzyklus bestimmt. Dieses Muster wird sich über die kommenden Jahre kaum verändern.