

Bewertung von Immobiliengesellschaften

Net Asset Value als wichtiger Indikator

Von Prof. Dr. Heinz Rehkugler, Albert-Ludwigs-Universität, Freiburg*



Prof. Dr. Heinz Rehkugler

In Theorie und Praxis herrscht weitgehend Einigkeit darüber, daß der Wert eines Unternehmens dem Barwert der nachhaltig entziehbaren Einzahlungsüberschüsse entspricht. Auf diesem Grundsatz basiert die international gebräuchliche Discounted Cash Flow-Bewertung (DCF) in ihren Equity- und Entity-Varianten. Dies gilt natürlich auch für Immobiliengesellschaften. Der hierfür notwendige Dateninput ist aber meist nur in den Fällen verfügbar, wo es um die Vorbereitung des Verkaufs des Unternehmens oder eines Börsengangs geht. Einem Investor oder Analysten dagegen, der überwiegend auf öffentlich zugängliche Informationen angewiesen ist, ist eine methodisch korrekte, alle künftigen Zahlungen berücksichtigende Bewertung erschwert, wenn nicht unmöglich gemacht.

Bewertung nach dem Net Asset Value

Eine recht gute Näherung vermag hier die Bewertung nach dem Net Asset Value (NAV) zu liefern. Der Wert einer Immobiliengesellschaft mit Bestandscharakter (Immobilien AG oder auf Unternehmensebene steuerbefreiter REIT) wird primär durch die nachhaltige Ertragskraft des Immobilienvermögens bestimmt. Diese kommt im Markt- bzw. Verkehrswert des Immobilienbestands zum Ausdruck. Immaterielle Vermögenswerte spielen bei Immobilien-Bestandhalten nur eine untergeordnete Rolle. Auch die Synergieeffekte zwischen den einzelnen Immobilienobjekten halten sich in sehr engen Grenzen. Die Einnahmen und Ausgaben sind daher dem einzelnen Objekt recht gut zuzuordnen. Eine additive Verknüpfung der Ertragswerte zur Bestimmung des Gesamtunternehmenswerts läßt sich vor diesem Hintergrund gut rechtfertigen.

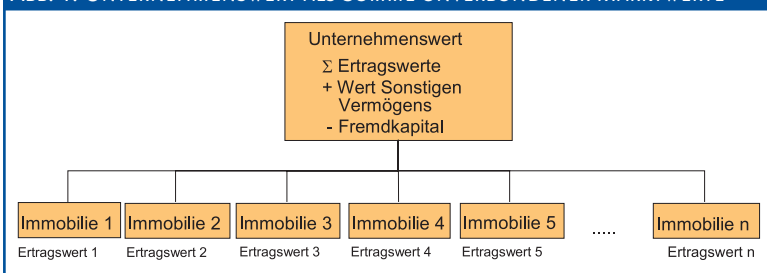
Der NAV einer Immobilien AG berechnet sich als Differenz der Marktwerte des Vermögens und der Schulden der Gesellschaft. Er entspricht also dem Reinvermögen unter Einfluß der stillen Reserven. Abb. 1 gibt dies typisiert wieder.

Die Immobilienobjekte sind dabei zu ihren Ertragswerten anzusetzen, die sich aus den diskontierten künftigen Nettomieten errechnen. Schwierigkeiten kann die Bewertung von Entwicklungsprojekten und von nicht „reinen“ bestandshaltenden Immobilien AGs bereiten, die auch andere Geschäftsfelder bedienen. Allgemein sind die Möglichkeiten einer korrekten Bestimmung des NAV wesentlich von der Datenbasis abhängig, die dem Bewerter zur Verfügung steht. Je nach Verfügbarkeit von Daten kommt der Bottom-up-Ansatz oder der Top-down-Ansatz zum Tragen. Beim Bottom-up-Ansatz wird der Wert des Immobilienbestands direkt über die Verkehrswerte der einzelnen Objekte ermittelt. Stehen diese dem Bewerter nicht zur Verfügung, kommt für die externe Ermittlung des NAV nur der Top-down-Ansatz in Frage. Dabei wird das Immobilienvermögen als Ganzes bewertet, indem von den erzielten Mieteinnahmen durch Ansatz eines Kapitalisierungszinssatzes auf den Wert des Immobilienbestands hochgerechnet wird. Diese sehr grobe Vorgehensweise weist jedoch einige Nachteile auf. Restlaufzeiten von Mieten, Angemessenheit der aktuellen Mieten und die anstehende Vermietung aktuell leerstehender Flächen, Immobilienalter und -qualität finden keine Berücksichtigung. Bei heterogenen Immobilienbeständen kann der Ansatz eines Mischkapitalisierungszinssatzes zu erheblichen Fehlbewertungen führen.

Bewertungsunterschiede

Der Unternehmenswert wird also nach NAV und DCF im Grundsatz vergleichbar ermittelt. Dennoch bleiben einige Differenzen in der Bewertungsmethodik, die zu Abweichungen der beiden Werte führen können.

ABB. 1: UNTERNEHMENSWERT ALS SUMME UNVERBUNDENER MARKTWERTE



Quelle: Prof. Dr. Heinz Rehkugler

So können Bewertungsunterschiede daraus resultieren, daß die Zahlungsströme zum einen unterschiedlich präzise und detailliert, zum anderen (beim NAV) unvollständig erfaßt werden. In der Standardvariante der Ermittlung des NAV bleibt

*) Prof. Dr. Heinz Rehkugler hat einen Lehrstuhl für Finanzwirtschaft und Banken und ist Leiter der Expertengruppe Financial Reporting Immobilien der DVFA Methodenkommission und Mitglied der DVFA.

ben die auf der Gesamtunternehmensebene anfallenden, zusätzlichen Leitungs- und Koordinationskosten, die sogenannten Overhead-Kosten, außer acht. In den klassischen DCF-Verfahren hingegen sind diese Kosten unmittelbar als Bestandteil des Zahlungsstroms des Immobilienunternehmens erfaßt. Sie sollten daher auch bei der Berechnung des NAV berücksichtigt werden. Auch aus dem Diskontierungszins können Unterschiede herrühren. Bei den Varianten des DCF wird üblicherweise ein kapitalmarktorientierter Vergleichszins angesetzt, der der durchschnittlichen erwarteten Rendite von Alternativanlagen an Finanzmärkten mit vergleichbarem Risiko entspricht. Bei der Bestimmung der Ertragswerte der einzelnen Immobilien werden die geschätzten künftigen Nettoeinnahmen mit dem Liegenschaftszinssatz bzw. einem all risk yield diskontiert. Dies ist der Zinssatz, mit dem der Verkehrswert von Grundstücken im Durchschnitt marktüblich verzinst wird. Auch die zu erwartende Steuerlast auf unrealisierte Wertgewinne ist Ursache für Wertdifferenzen. Durch Abzug dieser Steuerlast vom NAV wird verschiedentlich ein NNAV ermittelt.

NAV und Börsenkurs

In der Empirie zeigt sich, daß der Börsenkurs teilweise eng am NAV orientiert ist, teilweise aber nicht unerhebliche Abweichungen auftreten. So schwankt z.B. der NAREIT, der Index US-amerikanischer REITs, zyklisch um den NAV. Bei Einzelwerten finden sich verschiedentlich drastische (meist negative) Abweichungen von 50 % des NAV und mehr. Zum einen können Marktineffizienzen und irrationales Anlegerverhalten zu Über- und Unterbewertungen führen. Aber auch bei rationalem Marktverhalten wird der Kapitalmarkt bei der Aktienbewertung neben den erwarteten Einnahmen zusätzlich andere Aspekte einpreisen. Der Werteinfluß der Steuerbelastung der Immobiliengesellschaft wurde jüngst in Frankreich, Deutschland und UK deutlich, als schon die Ankündigung der Einführung von REIT-Strukturen (also der Steuerfreiheit auf Unternehmensebene) für einen kräftigen Abbau der Discounts gesorgt hat. Darüber hinaus sind aus Sicht des Kapitalmarkts die generelle Einschätzung der Qualität des Managements maßgebend, die sich insbesondere im Immobilienmix und einer plausiblen, erfolversprechenden Strategie niederschlägt. Auch mögliche Interessengegensätze zwischen Gesellschaftergruppen wirken sich negativ aus. Die Ausnutzung des Leverage Effects vermag einerseits als Renditehebel zu wirken, kann aber auch Verlust- und Liquiditätsrisiken in sich bergen. Mit einem starken „Abstrafen“, d.h. einem Wertabschlag, reagiert der Finanzmarkt darüber hinaus auf mangelnde Transparenz und schlechte Informationspolitik der Immobiliengesellschaften.

LITERATURHINWEIS

Rehkugler, H. (2005): *Bewertung von Immobiliengesellschaften*, in: Franke, H. / Rehkugler, H. (Hrsg.): *Immobilienmärkte und Immobilienbewertung*, München 2005, S. 303-330.



INVESTOR RELATIONS WORKSHOP „MANAGING EXPECTATIONS“

Was Analysten und Investoren wirklich wissen wollen

9. November 2005, DVFA Center, Frankfurt am Main
April/Juli/September/November 2006, Frankfurt am Main

Die DVFA bietet IR-Verantwortlichen in einem Tages-Workshop die Gelegenheit, sich anhand von Beispielen und realen Fällen mit Vertretern der Hauptzielgruppe der IR – Analysten und institutionellen Anlegern – auseinanderzusetzen und aus erster Hand zu erfahren, auf welche Themen und Sachverhalte Finanzanalysten und Investoren das Hauptaugenmerk richten. Es geht dabei nicht um Vermittlung von theoretischem Wissen, sondern um den direkten Dialog und Erfahrungsaustausch mit der Zielgruppe.

DVFA-ANALYST MEETINGS 2005

2nd SEQ_ – Smart Equities Conference

14.-16. November 2005, DVFA Center, Frankfurt am Main

DVFA-POSTGRADUIERTEN-AUSBILDUNGEN 2005

CIIA® Certified International Investment Analyst

7. Jahrgang, Start: 2. März 2006, Frankfurt am Main

CCrA® Certified Credit Analyst

10. Jahrgang, Start: April 2006, Frankfurt am Main

DVFA-SEMINARE 2005

Modernes Bond-Portfolio Management (Experten-Seminar)

22./23. November 2005, DVFA Center, Frankfurt am Main

Financial Statements nach IFRS und US-GAAP (Experten-Seminar)

29.-30. November 2005, DVFA Center, Frankfurt am Main

Kapitalmarktorientierte Unternehmensbewertung (Experten-Seminar)

5.-6. Dezember 2005, DVFA Center, Frankfurt am Main

Änderungen vorbehalten.