



Whitepaper Investeringsanalyses

april 2020

SMART
Real Estate

Powered by
ORTEC
FINANCE

▮ Inhoudsopgave

	Managementsamenvatting	4
1.	Introductie	8
	Leeswijzer	8
2.	Investeringsanalyse	10
2.1	De marktwaarde in relatie tot investeringsanalyses	11
2.2	De beleidswaarde in relatie tot investeringsanalyses	11
3.	Op welke manieren kan een investering worden getoetst?	12
3.1	IRR (Internal Rate of Return)	14
3.2	Rendement van de investering (delta-berekening)	16
3.3	Direct rendement	18
3.4	Waarderatio's	20
3.5	Bruto/Netto verhouding	22
	Benchmarking	23
4.	Een slecht financieel resultaat, wat nu?	24
	Is een optimalisatie mogelijk?	25
	Slotwoord	26

▮ Een goed investeringsbesluit is uitlegbaar, transparant, reproduceerbaar, rekenkundig correct en bij voorkeur extern gevalideerd. In deze whitepaper Investeringsanalyse lees je hoe je dit tot stand kan brengen.

“Vroeger zeiden we nog: een IRR onder de WACC moet je niet accepteren”

Tot enkele jaren geleden zou deze opmerking op volledige steun kunnen rekenen van (bijna) iedereen in de corporatiesector. De laatste jaren staat de IRR echter zwaar onder druk. Hierdoor is het een flinke uitdaging geworden voor corporaties om het financiële resultaat van een investeringsproject te beoordelen. Afnemende IRR'en, alsmede de introductie van de beleidswaarde, hebben in de corporatiebranche geleid tot een zoektocht naar aanvullende toetsingscriteria.

Er zijn meerdere redenen aan te wijzen waarom de rendementen van investeringsprojecten onder druk zijn komen te staan:

- Sterk gestegen marktwaarden;
- Fors gestegen bouwkosten;
- De verhuurdersheffing;
- Geringe stijging van de huurinkomsten.

Gezamenlijk heeft dit een grote impact op de financiële haalbaarheid van projecten. In een tijd van lage rendementen is het de vraag welk rendement nog voldoende is en wat een verantwoord investeringsbesluit is.

Met de invoering van de marktwaarde in verhuurde staat is het gebruikelijk geworden om investeringen te toetsen aan de IRR. De IRR is zeer nuttig om het rendement van een complex te berekenen en te spiegelen aan een rendementseis. Ook kan het rendement van de investering zelf worden berekend op basis van de IRR. Uit de Benchmark* van SMART Real Estate blijkt dat een groot deel van de projecten niet aan de gestelde rendementseis voldoen. De belangrijkste toegevoegde waarde van de IRR is echter het onderling scenario's met elkaar kunnen vergelijken.

Een te lage IRR, en nu?

De IRR bevat zowel een kasstroom- als een waardecomponent. De waardecomponent is voor corporaties minder van belang omdat corporaties doorgaans niet tot verkoop overgaan. Door een investering te toetsen op het direct rendement wordt getoetst of de kasstromen ná investering een positieve bijdrage leveren aan het eigen vermogen van de corporatie.

Oftewel, zijn de huurinkomsten voldoende om de kosten te dragen? Wanneer het direct rendement lager is dan de kapitaalslasten (WACC) wordt er vanuit het project onvoldoende bijdrage geleverd aan de groei van het eigen vermogen. Uit de benchmark blijkt dat een direct rendement lager dan de WACC nauwelijks voorkomt bij corporaties. Wanneer dit voorkomt, geeft dit wel een duidelijk signaal af. Wellicht kan dit zelfs een no go voor het project betekenen.

Toetsen die bijdragen aan een goede investeringsbeslissing:

1. Is de IRR van een complex na investering hoger dan de gestelde norm?
2. Is het direct rendement na investering hoger dan de WACC?
3. Is de IRR van de investering (delta-berekening) positief?
4. Creëert de investering voldoende (leeg-, markt-, en beleids-)waarde?

Maar wat nou als na alle toetsen en analyses het financiële resultaat overall gezien slecht blijkt te zijn? De maatschappelijke noodzaak om te investeren is onmiskenbaar: een toenemende woningnood en een grote uitdaging om de woningvoorraad te verduurzamen en van het gas af te krijgen. Een actief investeringsbeleid is daarnaast essentieel voor een gezonde portefeuille waarbij de corporatie op zoek gaat naar vernieuwing en verbetering van het vastgoed.

Waarom is een goede investeringsanalyse van belang?

- Zorgvuldige investeringsafweging;
- Waarborgen financiële continuïteit;
- Voorkomen misstanden;
- Inzicht creëren in impact verschillende parameters op financiële resultaten;
- Optimalisatiemogelijkheden verkennen;
- Controleren onderbuikgevoel;
- Op consistente wijze vastleggen van projectbesluiten, met mogelijkheid tot verantwoording achteraf;
- Eenduidig en objectieve doorrekening voor alle projecten o.b.v. gecertificeerde rekenregels.

Uit de benchmark blijkt dat veel corporaties momenteel worstelen met (te) lage rendementen. Een investeringsbesluit is, ondanks een slecht financieel resultaat, toch aanvaardbaar indien de volgende stappen zijn doorlopen:

1. Volledige **verkenning**. Toets op meer dan alleen de IRR (deze is met name geschikt voor het vergelijken van scenario's) en laat aannames en uitkomsten extern valideren voor een objectief besluit.
2. Stel **alternatieve** scenario's op. Hierin worden eventuele **optimalisatiemogelijkheden** onderzocht; Welk huurniveau kiezen we? Is renovatie een optie in plaats van sloop/nieuwbouw? Kan de voorgenomen investering worden versoberd? Dit wil zeker niet zeggen dat alsmaar voor het hoogst mogelijke financiële rendement gekozen moet worden. Zorg alleen wel wat je weet wat de impact van een keuze is voordat deze wordt gemaakt.
3. Controleer of de investering op **portefeuilleniveau** voor problemen zorgt ten aanzien van financiële continuïteit en investeringsruimte op de langere termijn;
4. Kies bewust! Staat het **maatschappelijke doel** dat je voor ogen hebt in verhouding tot het financiële effect of kunnen deze (maatschappelijke) euro's beter op een andere manier besteed worden?
5. Maak een vergelijking met andere investeringen door middel van een interne of externe **benchmark**, en verklaar waarom het project qua resultaat afwijkt.

Een goed investeringsbesluit is uitlegbaar, transparant, reproduceerbaar, rekenkundig correct en bij voorkeur extern gevalideerd. In deze whitepaper Investeringsanalyse lees je hoe je dit tot stand kan brengen.



Introductie

01 Maatschappelijke noodzaak om te investeren is groot

- ▣ Van onrendabele top, bedrijfswaarde en levensduurverlenging naar IRR, marktwaarde en beleidswaarde. De afgelopen jaren is een investeringsbeslissing voor een corporatie er wezenlijk anders uit gaan zien. Gecombineerd met de sterk gestegen bouwkosten en toegenomen verhuurdersheffing is het tegenwoordig uitdagend om tot een goede investeringsanalyse te komen.

Niet investeren is bijna geen optie. De maatschappelijke noodzaak om te investeren is namelijk groot. Toenemende woningnood en een groot verduurzamingsvraagstuk vereisen een actief investeringsbeleid. Ondanks dit alles blijft het belangrijk om te zorgen dat de investeringen de financiële continuïteit van de corporatie niet in gevaar brengen.

Deze whitepaper zal uitgebreid ingaan op de verschillende mogelijkheden die een corporatie heeft om een investering te toetsen en de voorwaarden waaraan een goed investeringsbesluit moet voldoen.

Leeswijzer

- ▣ De whitepaper begint met een uitgebreide toelichting op de verschillende manieren waarop een investering financieel getoetst kan worden en wanneer welke toets het meest geschikt is. In het derde hoofdstuk wordt kort stil gestaan bij de meerwaarde die benchmarking kan hebben bij investeringsanalyse. Daarnaast komen in dit hoofdstuk enkele resultaten van de door ons uitgevoerde benchmark aan bod. Tot slot wordt in het laatste hoofdstuk ingegaan op hoe een investeringsanalyse geïnterpreteerd moet worden en hoe deze geoptimaliseerd kan worden.



▣ **Vergelijk met andere corporaties: Benchmark**

02 Waarom is het belangrijk om een investering te toetsen?

┌ Een corporatie kan haar vermogen maar één keer inzetten. Een investering in vastgoed gaat met veel geld gepaard. Het is dus van belang dit geld doeltreffend in te zetten. Door middel van objectieve toetsen kan worden aangetoond wat het effect van een investering is op het vermogen. Een goede toets van een investering maakt de financiële effecten van de investering transparant zodat deze vergeleken kunnen worden met andere investeringen binnen en buiten de corporatie. Daarnaast kunnen objectieve toetsen van investeringen comfort bieden aan bestuurders, commissarissen en toezichthouders die geconfronteerd kunnen worden met tegenvallende projectresultaten of rendementen.

Ondanks het feit dat er veel geld om gaat in investeringen in vastgoed speelt het onderbuikgevoel vaak nog een grote rol bij investeringsbeslissingen. Het is essentieel de keuzes die gemaakt worden goed te onderbouwen zodat nu en eventueel in de toekomst uitgelegd kan worden waarom tot een besluit is gekomen en wat de consequenties van dit besluit zullen zijn.

┌ **De marktwaarde creëert een waardevolle spiegel voor de corporatie; wat zou het rendement zijn als een belegger dit vastgoed zou exploiteren en kunnen we dit verschil verklaren met de maatschappelijke meerwaarde die het beleid van de corporatie toevoegt?**



Investeringsanalyse

2.1 De marktwaarde in relatie tot investeringsanalyses

┌ Een investering toetsen is zeker niet nieuw in de corporatiesector. Corporaties hebben hier al decennialang ervaring mee. Wat wel relatief nieuw is, zijn de termen marktwaarde en beleidswaarde die de bedrijfswaarde hebben vervangen. De marktwaarde van vastgoed is het geschatte bedrag waartegen het vastgoed aan een belegger kan worden verkocht. Hierbij wordt rekening gehouden met de lopende huurcontracten en beperkingen en verplichtingen die op het vastgoed rusten. Corporaties dienen vanaf 2016 in het kader van de jaarrekening hun vastgoed in exploitatie te waarderen

op basis van marktwaarde in verhuurde staat. In relatie tot investeringsanalyse kan de marktwaarde worden gezien als het bedrag waartegen het complex kan worden verkocht aan een derde. Hoewel verkoop in veel gevallen haaks staat op de doelstellingen van een corporatie is het bij het doen van investeringsanalyse wel goed om te beseffen dat dit alternatief bestaat. Is het goedkoper om een complex te verkopen en ergens anders vastgoed terug te bouwen, dan het vastgoed te slopen en te herbouwen (mits er locaties beschikbaar zijn)?

Investeringsanalyse

2.2 De beleidswaarde in relatie tot investeringsanalyses

┌ Omdat bepaalde uitgangspunten in de marktwaardering, zoals uitponden en marktconform verhuren, haaks staan op de doelstellingen van een corporatie is de beleidswaarde geïntroduceerd. De beleidswaarde komt op dezelfde wijze tot stand als de marktwaarde maar gaat ervan uit dat het bestaande exploitatiebeleid van de corporatie wordt gecontinueerd. Dit heeft een behoorlijk effect op de kasstromen en op de waarde.

De afslag tussen de marktwaarde en de beleidswaarde komt door een viertal onderdelen:

- Beschikbaarheid; de marktwaarde wordt altijd berekend op basis van twee scenario's: doorexpluiten en uitponden. In het merendeel van de waarderingen leidt het uitpondscenario tot de hoogste waarde en daarmee tot de marktwaarde. Bij de berekening van de beleidswaarde wordt enkel

het doorexploteerscenario berekend. Door een complex niet uit te ponden maar door te exploiteren blijft het object beschikbaar voor de doelgroep. Indien uitponden tot een hogere waarde leidt dan kost het niet kunnen uitponden dus rendement.

- Betaalbaarheid; dit komt naar voren in de huurkorting die de corporatie geeft ten opzichte van een marktconforme huurprijs alsmede de verhuurdersheffing die met de sociale huur gemoeid is.
- Kwaliteit; dit is het verschil tussen het marktconforme onderhoudsbedrag en het beleid van de corporatie.
- Beheer; een corporatie heeft doorgaans een hogere beheernorm dan een marktpartij. Dit komt deels door extra administratieve druk en deels door leefbaarheidsuitgaven.

Investeringsstoetsen

03 Op welke manieren kan een investering worden getoetst?

Er is een veelvoud aan manieren om een investering te toetsen. Enkele jaren geleden was het nog gebruikelijk om te toetsen op de onrendabele top op basis van de bedrijfswaarde. Tegenwoordig is de meeste gangbare methode een toets op de IRR (Internal Rate of Return). Naast de IRR zijn er steeds meer corporaties die sturen op kasstromen en dus (ook) op direct rendement toetsen. Tot slot kan een investering getoetst worden door deze te

confronteren met de impact op leegwaarde, marktwaarde en/of beleidswaarde. De verschillende toetsen worden hieronder verder uitgediept op basis van een voorbeeldcasus: de gemiddelde corporatiewoning



Voorbeeld:

De gemiddelde corporatiewoning
De rekenvoorbeelden in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op een fictieve 'gemiddelde' corporatiewoning. Een grondgebonden woning uit de jaren '50 met de volgende kenmerken:

	Voor	Na
Huur	€ 521,-	€ 546,-
Streefhuur	€ 550,-	€ 663,-
Marktwaarde	€ 100.000,-	€ 129.000,-
Leegwaarde	€ 150.000,-	€ 175.000,-
Renovatiebedrag	€ 15.000,-*	€ 60.000,-

* noodzakelijke ingreep om het complex te kunnen blijven verhuren. Dit bedrag heeft geen impact op de waarde. Maar wel op de rendementsberekeningen.

Investeringsstoetsen



I. IRR
Toets op basis van het rendement over de hele looptijd, inclusief de investering.

II. Delta analyses
Toetsen op de verandering van IRR en Direct rendement als gevolg van de investering. Rendement van de investering.

III. Direct rendement
Toets op het verwachte direct rendement, na de investering

IV. Waarderatio's
Toetsen op de leegwaarde, marktwaarde en beleidswaarde ratio's

V. Marktconformiteit
Toets op de investeringskosten



Meerdere toetsen zijn noodzakelijk

3.1 IRR (Internal Rate of Return)

┌ Een veel toegepaste financiële toets in de sector is de toets op IRR. Met deze toets wordt de totale investering vergeleken met de kasstromen die worden behaald met de exploitatie. De IRR is het rendement op basis van de verwachte kasstromen van de toekomstige exploitatie, en de waarde aan het eind van de exploitatie. De disconteringsvoet waarbij alle toekomstige kasstromen en de eindwaarde gelijk zijn aan de inbrengwaarde is de IRR. De IRR is dus een rendement over de lange looptijd.

Om de IRR te berekenen worden alle verwachte kasstromen voor een periode van vijftien jaar geprognosticeerd. Hiervoor wordt het huurbeleid gesimuleerd en moeten aannames gedaan worden voor bijvoorbeeld de onderhoudsuitgaven, beheerskosten en belastingen. Zo wordt de gehele business case van het vastgoed inzichtelijk gemaakt.

Het is gebruikelijk om als inbrengwaarde de marktwaarde in verhuurde staat te hanteren. Dit is namelijk ook de waarde waartegen het complex verkocht zou kunnen worden. Dit kan de marktwaarde zijn afkomstig uit de jaarrekening, of een apart getaxeerde waarde. In jaar 15 wordt de marktwaarde van het vastgoed opnieuw geschat, dit is de eindwaarde. Deze wordt bij een taxatie op basis van een exit yield bepaald.

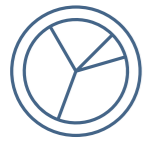
In onderstaande afbeelding is een voorbeeld op basis van de gemiddelde corporatiewoning, weergegeven van de kasstromen die ten grondslag liggen aan een IRR berekening. De berekening begint met een inbrengwaarde (marktwaarde), simuleert vervolgens 15 jaar exploitatiekasstromen en eindigt met een eindwaarde. De IRR van het onderstaande voorbeeld, zonder investering, bedraagt 2,8%.

In de rechterkolom van figuur 2 kan worden afgelezen dat de IRR afneemt tot 2,1% indien de investering van EUR 60.000,- wordt meegenomen. In deze grafiek wordt de IRR op basis van marktconforme kasstromen (grijze kolommen) vergeleken met de IRR op basis van beleidskasstromen, zowel in de situatie zonder investering (Scenario 0 | Nul) als met investering (Scenario 1 | Verbetering).

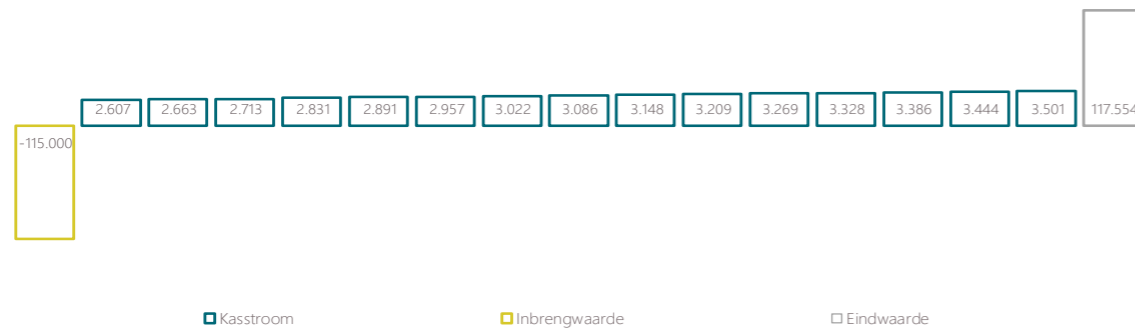
De IRR is zeer geschikt om een vergelijking te maken tussen verschillende scenario's. De IRR kan worden vergeleken van een renovatiescenario versus een sloop/nieuwbouwsceario of het verduurzamen van een woning tot energielabel A versus B. Als uit de analyse blijkt dat de stap van B naar A onevenredig veel geld kost waar te weinig opbrengsten tegenover staan, zou je de vraag moeten stellen of dit verstandig is. Het is niet fout als alsnog gekozen wordt voor energielabel A. De kracht zit hem in het feit dat beide scenario's zijn verkend en dat er een bewuste keuze is gemaakt.

Veelal hebben corporaties een rendementseis voor projecten bepaald. In het verleden werd hiervoor vaak de WACC gebruikt, maar de WACC is geschikter als norm voor het direct rendement na oplevering. Als rendementseis voor de IRR kan gebruik worden gemaakt van benchmarking.

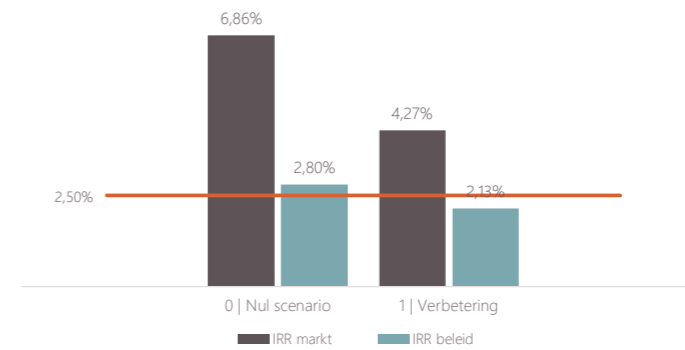
Ook kan de rendementseis bepaald worden aan de hand van de standaard investeringsprototypen waarmee het portefeuilleplan is opgesteld. Welke basis ook gekozen wordt voor de rendementseis, het is belangrijk dat voldoende gedifferentieerd wordt, bijvoorbeeld naar rendementseisen per product/markt-combinatie. Per project kan dan worden getoetst of de rendementseis wordt behaald.



Figuur 1: Voorbeeld kasstromen IRR berekening



Figuur 2: IRR markt en beleid



3.2 Rendement van de investering (delta-berekening)

Bij investeringen in het bestaand bezit is de IRR na investering afhankelijk van de IRR voor investering. Zo kan een vergelijkbare ingreep in twee verschillende complexen tot een groot verschil in IRR leiden.

Als een IRR van een complex zonder investering 8% bedraagt en na investering 3% dan heeft de investering 5% rendement gekost, maar wordt waarschijnlijk wel voldaan aan de rendementseis. Echter, op een complex waar zonder investering een IRR van 3% wordt behaald, dat na investering afneemt tot 2% is, voldoet wellicht niet aan de rendementseis.

Toch is de financiële impact op de corporatie bij de tweede investering aanzienlijk kleiner. Om een eerlijke beoordeling te maken van het rendement van de investering kan deze berekend worden door de kasstromen van de bestaande exploitatie niet mee te tellen. Door dit te doen worden enkel de aanvullende kasstromen die worden veroorzaakt door de investering in de IRR-berekening meegenomen. Zo wordt het investeringsbedrag vergeleken met alle extra inkomsten en kosten die er mee gepaard gaan. Deze methodiek wordt ook wel het zuivere rendement van de investering genoemd.

Het doen van een investering heeft doorgaans ook impact op de exploitatiekasstromen. De huur en/of streefhuur stijgen en de onderhoudslasten dalen of stijgen. Indien deze effecten positief zijn wordt de investering (deels) terugverdiend gedurende de looptijd. Daarnaast zie je (een deel) van de investering terug in een toegenomen eindwaarde.

De delta-berekening vormt voor veel corporaties een belangrijke toets. Het belang van een correcte inschatting van de eindwaarde na investering is voor deze toets bijzonder groot zoals uit onderstaande figuur kan worden gesignaleerd. In de figuur staan wederom de kasstromen van de gemiddelde corporatiewoning. Echter, nu zijn alle aanvullende kasstromen, die veroorzaakt worden door de investering gemarkeerd. Alleen deze kasstromen worden meegenomen in de berekening. De IRR van de investering zal in veel gevallen negatief of erg laag zijn. In onderstaande voorbeeld bedraagt deze IRR -3,4%.



Belang correcte inschatting van de exit yield

Vanuit het handboek wordt de eindwaarde modelmatig berekend. Deze modelmatig berekende eindwaarde leidt niet in alle gevallen tot een realistische eindwaarde*. Met name bij gerenoveerde complexen valt op dat de logica bij de eindwaarde voor en na investering vaak ontbreekt.

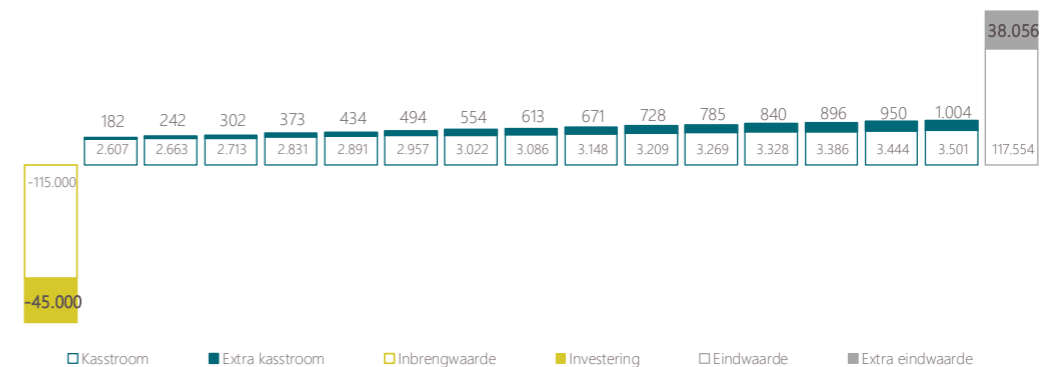
Bij het vaststellen van de marktwaarde vormt de exit yield een belangrijke parameter om tot een juiste inschatting van de marktwaarde te komen. Ook bij investeringsprojecten is het essentieel om de eindwaarde goed in te schatten op basis van een logische exit yield.

Bij de deltaberekening van de IRR worden de extra kasstromen vaak voor het merendeel bepaald door de toename van de eindwaarde. Een correcte inschatting van de eindwaarde is, met name bij deze toets, van essentieel belang.

* SMART Real Estate heeft meerdere onderzoeken verricht naar de hoogte van een realistische eindwaarde en een logisch verband tussen de marktwaarde en de eindwaarde. De adviseurs van SMART Real Estate hebben een taxatieachtergrond en kunnen desgewenst adviseren en/of een training verzorgen ten aanzien van het vaststellen van deze belangrijke parameter.

Figuur 3: Voorbeeld Delta IRR berekening

Deze toets is bij nieuwbouw en aankoop overigens gelijk aan de IRR berekening uit paragraaf 3.1. Dit komt omdat er geen bestaande situatie is ten opzichte waarvan de delta kan worden bepaald.

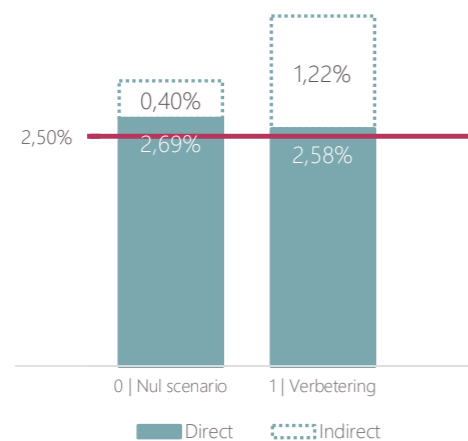


3.3 Direct rendement

▮ Het directe rendement is de verhouding tussen de inkomsten en de waarde van vastgoed. Deze is gelijk aan het netto exploitatieresultaat gedeeld door de marktwaarde. Het exploitatieresultaat wordt berekend door de huurinkomsten te verminderen met alle kosten die voor de exploitatie van het vastgoed worden gemaakt, zoals onderhoud, beheerkosten en verhuurdersheffing. Voor deze kosten wordt gekeken naar de normen zoals gebruikt voor de beleidswaardeberekening. De toets op direct rendement kijkt daarmee naar het verwachte resultaat van een project, na de investering. De investeringsbedragen maken zelf dus geen onderdeel uit van de berekeningen.

Het directe rendement kan worden berekend over het actuele jaar, of op basis van een langjarig gemiddelde. Op het moment dat uitgegaan wordt van een enkel jaar is het directe rendement gelijk aan een ander rendementsbegrip: de NAR (netto aanvangsrendement). Bij het bepalen van het directe rendement is het zinvol om uit te gaan van het gemiddelde directe rendement van een 15-jaars periode. Bij een streefhuur die fors hoger is dan de actuele huur zou door verwachte mutaties het directe rendement aanzienlijk beter kunnen zijn in de toekomst.

Figuur 4: Direct- en Indirect rendement



Het directe rendement wordt veelal gespiegeld aan de WACC. Deze toets geeft daarmee aan of

met de verwachte exploitatie voldoende rendement gemaakt kan worden om de kapitaalslasten te dekken. Indien dit niet het geval is zal de corporatie jaarlijks verlies leiden op de exploitatie van het complex. Als er na het verminderen met de kapitaalslasten een positieve kasstroom over blijft (het directe rendement is dan hoger dan de WACC) kan hiermee de investering worden terugverdiend.

Het directe rendement van een project kan ook goed worden vergeleken met het directe rendement dat op de rest van de portefeuille van de corporatie wordt behaald.

De meerwaarde van de toets op direct rendement ligt met name in het feit dat hier een harde rendementseis aan gekoppeld kan worden, een knock-out criterium. Eerder werd beschreven dat een lage of zelfs negatieve IRR acceptabel zou kunnen zijn als de maatschappelijke meerwaarde van de investering dat rechtvaardigt. Een direct rendement onder de WACC zou niet zonder meer geaccepteerd mogen worden. De inkomsten die het complex na investering genereert zijn dan namelijk niet voldoende om enkel de kapitaalskosten te kunnen dekken. Op die manier zijn er ook geen inkomsten die kunnen compenseren voor de overheadkosten van een corporatie, om het eigen vermogen met inflatie mee te laten groeien (koopkracht op peil houden) of om toekomstige investeringen te kunnen uitvoeren.

Naast direct rendement bestaat ook indirect rendement. Het indirecte rendement is de waardeverandering van het vastgoed. Een toename van de waarde van vastgoed vertaalt zich niet direct in betere kasstromen, maar wel in een hoger balanstotaal. Dit biedt voordelen. Een hogere waarde leidt logischerwijs tot een hogere verkoopopbrengst bij een eventuele verkoop. Daarnaast kan een corporatie in potentie meer vreemd vermogen aantrekken op het moment dat de waarde van vastgoed toeneemt doordat de verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen verbetert.

▮ Een direct rendement onder de WACC zou niet zonder meer geaccepteerd mogen worden



3.4 Waarderatio's

┌ Een vraag die een corporatie zichzelf kan stellen bij het doen van een investering is of een marktpartij deze investering ook zou doen. Het antwoord op deze vraag kan worden verkregen door de investering te spiegelen aan de leegwaarde en marktwaarde.

Deze toets is eenvoudig uit te leggen bij nieuwbouw. Als de investeringskosten onder de leegwaarde van het complex liggen, zou door een belegger winst te behalen zijn op het project als de woningen direct de verkoop in zouden gaan. Het investeringsbedrag staat daarmee in verhouding tot het vastgoed dat gerealiseerd wordt.

Hoewel een woningcorporatie nadrukkelijk andere doelstellingen heeft en dus ook andere keuzes maakt ten aanzien van huurprijzen en

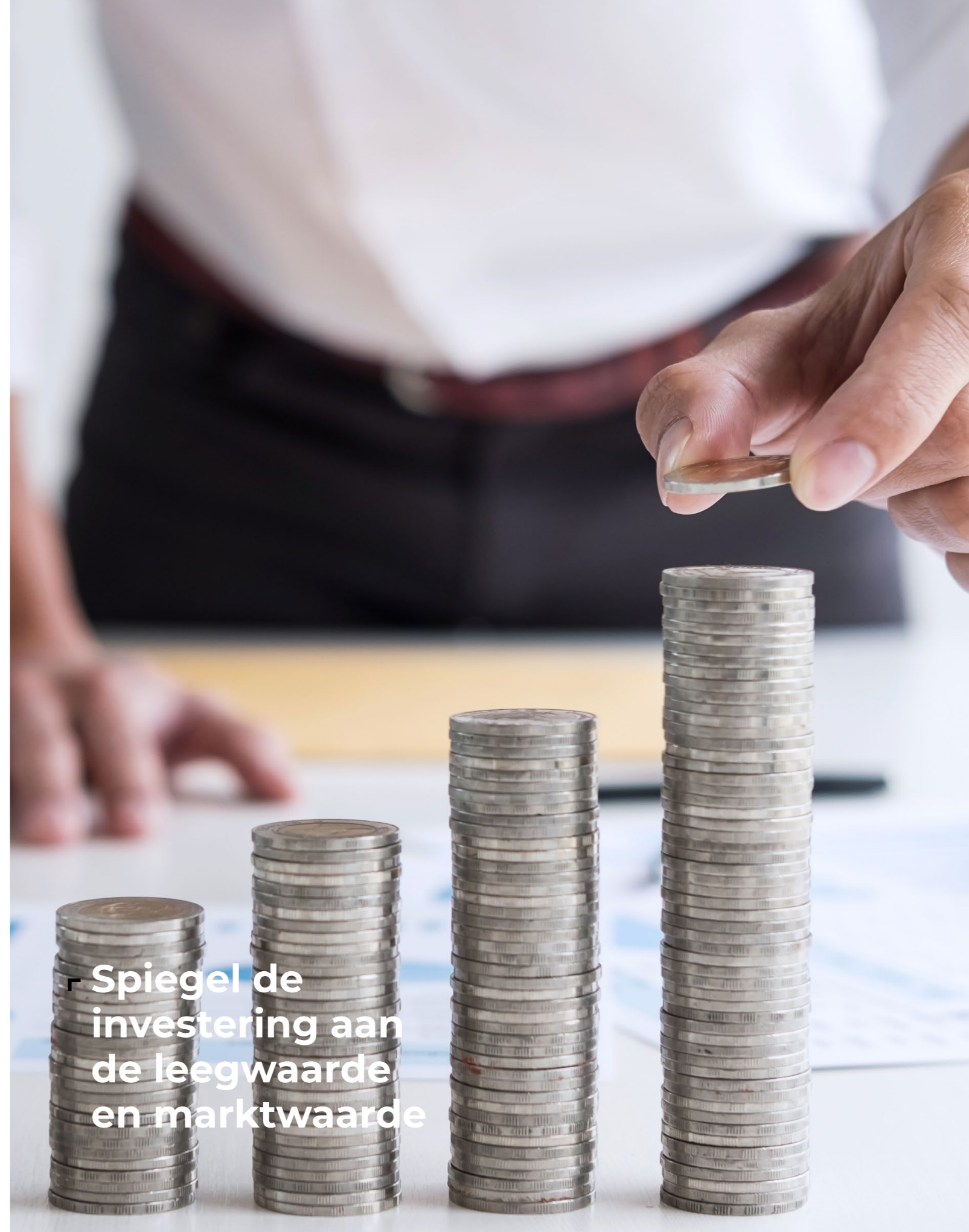
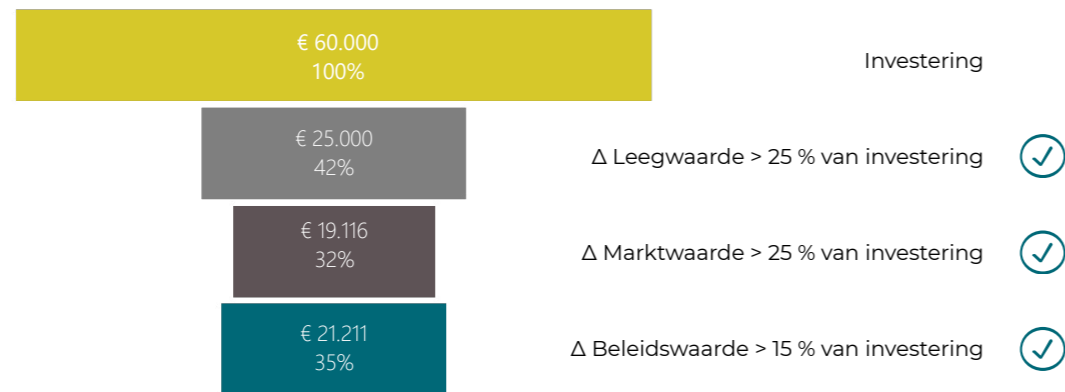
onderhoud, is het goed te controleren of de investeringskosten in verhouding staan tot de (wijziging in) waarde van het vastgoed.

Bij ingrepen in de bestaande voorraad kan een vergelijkbare ratio worden berekend: het deel van het investeringsbedrag dat aan de waarde van het vastgoed wordt toegevoegd. Als het investeringsbedrag €60.000,- is en de leegwaarde door de ingreep met €25.000,- toeneemt is deze ratio bijvoorbeeld 42%. Dezelfde ratio kan ook worden berekend over het effect op de marktwaarde of beleidswaarde.

Een manier om normen voor deze toets te bepalen is door middel van investeringsprototypen vanuit de portefeuillestrategie of een interne of externe benchmark van vergelijkbare projecten.



Figuur 5: Waarderatio's



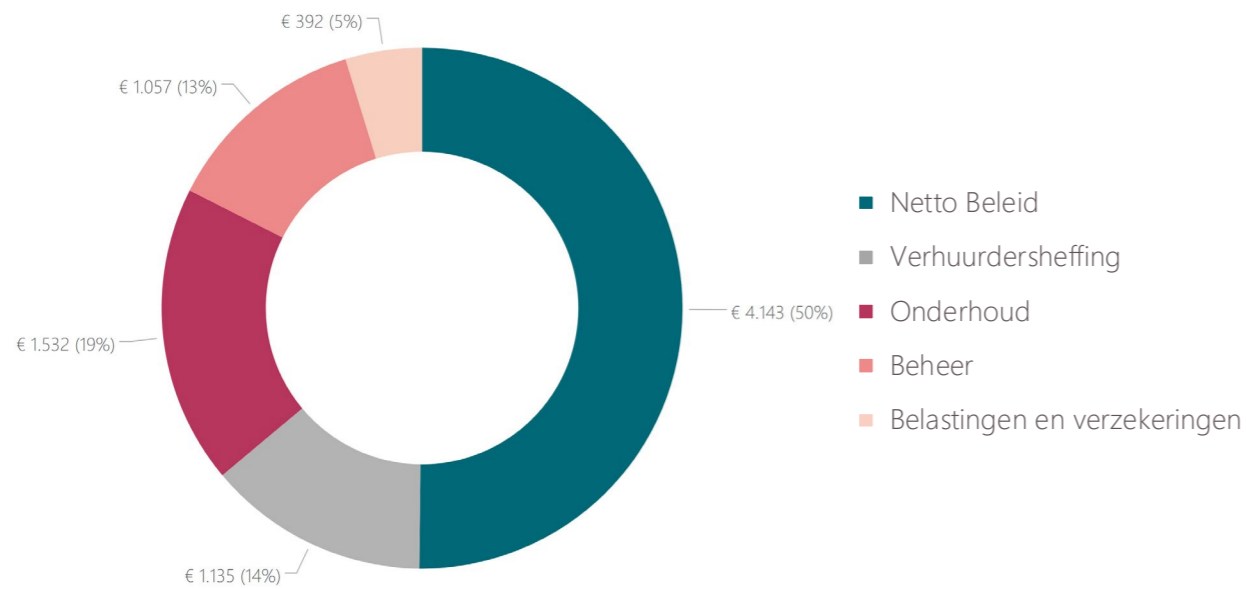
┌ Spiegel de investering aan de leegwaarde en marktwaarde

3.5 Bruto/Netto verhouding

┌ Een andere methode om een project nader te analyseren is door goed naar de bruto/netto verhouding te kijken. Met deze verhouding wordt snel duidelijk of de business case van het vastgoed interessant is.

Denk hierbij aan onderhoud, beheer, belastingen en verhuurdersheffing. Logischerwijs is het rendement van de investering lager naarmate de bruto/netto verhouding slechter wordt. In onderstaande figuur is de gemiddelde bruto/netto verhouding weergegeven van de projecten in de benchmark. Hieruit blijkt dat gemiddeld 50% van de huurinkomsten nodig zijn voor exploitatiekosten. 50% kan dus worden aangewend voor andere doeleinden.

De bruto/netto verhouding geeft aan hoeveel huurinkomsten opgaan aan verschillende kosten die gemaakt moeten worden om het vastgoed te exploiteren.



Waarom benchmarken?

┌ Een project spiegelen aan projecten die de corporatie, of andere corporaties, eerder hebben uitgevoerd kan tot waardevolle inzichten leiden. Is een verschil in investeringskosten te verklaren door een ander kwaliteitsniveau of kan het ontwerp efficiënter? De investeringskosten, maar ook individuele onderdelen, zoals bouwkosten, bijkomende kosten, interne kosten en grondkosten kunnen onderling worden vergeleken. Als een project sterk afwijkt van de benchmark moet hier een verklaring voor zijn. Een goede benchmark draagt daarmee bij aan de objectivering van de besluitvorming en kan inzichtelijk maken of het onderliggende investeringsvoorstel in lijn is met vergelijkbare projecten elders.

Daarnaast kan een benchmark worden gebruikt om normen op te stellen voor de verschillende investeringstoetsen. Zo kan de rendementseis voor een toets op de (delta-berekening van de) IRR worden gebaseerd op het gemiddelde behaalde rendement bij vergelijkbare projecten. Ook de waarderatio toetsen kunnen worden genormeerd met behulp van een benchmark. Het voordeel van het hanteren van een externe benchmark is dat het veelal tijdrovend is om rendementnormen op te stellen. Daarnaast voert een individuele corporatie meestal onvoldoende projecten uit om een interne benchmark goed gevuld te krijgen met recente projecten.

Het creëren van een maatstaf (referentiekader) om de uitkomsten van een investeringsproject aan te toetsen



Financieel resultaat

04 Een slecht financieel resultaat, wat nu?

Uit de benchmark blijkt dat veel corporaties met (te) lage rendementen worstelen. Een investering die in financiële zin niet aantrekkelijk is kan desondanks acceptabel zijn, mits deze investering op portefeuilleniveau niet voor problemen zorgt ten aanzien van de financiële continuïteit en financieel en maatschappelijk past binnen het portefeuilleplan van de corporatie. Staat het maatschappelijke doel dat voor ogen staat in verhouding tot het financiële effect? Met een maatschappelijke score of

portefeuillescore kan dit effect gekwantificeerd worden. Daarnaast is het van belang de keuzes zo transparant en objectief mogelijk inzichtelijk te maken zodat alle stakeholders, van bestuur tot RvC, de keuze begrijpen en onderschrijven. Hiermee wordt ook voorkomen dat in de toekomst alsnog een gemaakte keuze in twijfel wordt getrokken. Essentieel daarbij is dat alle scenario's en (optimalisatie)mogelijkheden verkent zijn.

Wat is het probleem van investeren onder de rendementseis?

Een rendementseis kan een cruciaal middel zijn om een gezonde financiële positie te waarborgen. Het effect van investeren onder de rendementseis is wel afhankelijk van welke rendementseis is gehanteerd en hoe deze tot stand is gekomen. Wel kunnen enkele generieke conclusies worden verbonden aan de toetsen die eerder voorbij zijn gekomen.

Als het directe rendement lager is dan de WACC zal er met de exploitatie van het vastgoed te weinig geld worden gegenereerd om de kapitaalslasten te dekken. Het exploitatie-resultaat moet voldoende zijn om zowel de rentelasten van het vreemd vermogen als het rendement op het eigen vermogen op te kunnen brengen. Rendement op eigen vermogen is bijvoorbeeld nodig om het vermogen met inflatie mee te laten groeien. Indien het directe rendement voor alle complexen lager is dan de WACC maakt de corporatie structureel 'verlies' op de exploitatie en zal het complex de investeringsruimte van de corporatie negatief beïnvloeden. Uit de benchmark blijkt echter dat een direct rendement onder de WACC nauwelijks

voorkomt bij corporaties. Wat wel gebruikelijk is, is een IRR na investering die lager uitvalt dan de WACC. Hoewel het mogelijk is dat het complex na realisatie op basis van direct rendement een positieve bijdrage gaat leveren aan de financiële positie van de corporatie wordt met deze toets wel duidelijk dat het investeringsbedrag niet in zijn geheel terugverdiend zal gaan worden. Dit wil dus zeggen dat een corporatie niet onbeperkt dergelijke investeringen kan doen zonder op termijn in de knel te komen met haar financiële positie.

Wat vaak onderbelicht blijft is dat de gestegen marktwaarden niet alleen leiden tot lagere rendementen maar ook zorgen voor hogere balanswaarden. Het indirect rendement van de portefeuille was in die jaren dus sterk positief. Die hogere balanswaarde kan in potentie worden benut door middel van extra financieringscapaciteit waardoor projecten niet alleen uit eigen vermogen hoeven te worden gefinancierd.

Financieel resultaat

Is optimalisatie mogelijk?

Bij het maken van een goede investeringsanalyse kan een scenarioverkenning en optimalisatie niet ontbreken. Het is soms verassend te zien hoeveel impact verschillende variabelen kunnen hebben op het rendement van een investering. Met een gevoeligheidsanalyse, ten aanzien van de IRR beleid na investering, kan worden geanalyseerd wat het verhogen van bijvoorbeeld de streefhuur voor effect heeft op het rendement van het project. Een optimalisatie van een project kan worden gevonden in de volgende aspecten:

1. Opbrengsten verhogen

Kan de huur en / of streefhuur worden verhoogd?

2. Kosten verlagen

Kan het investeringsbedrag worden verlaagd door het kwaliteitsniveau te verlagen of door slimmer te bouwen?

3. Verdichten

Is het mogelijk om meer woningen in het project toe te voegen om zo ook meer opbrengsten toe te voegen en de inbrengwaarde over meer woningen te verdelen?

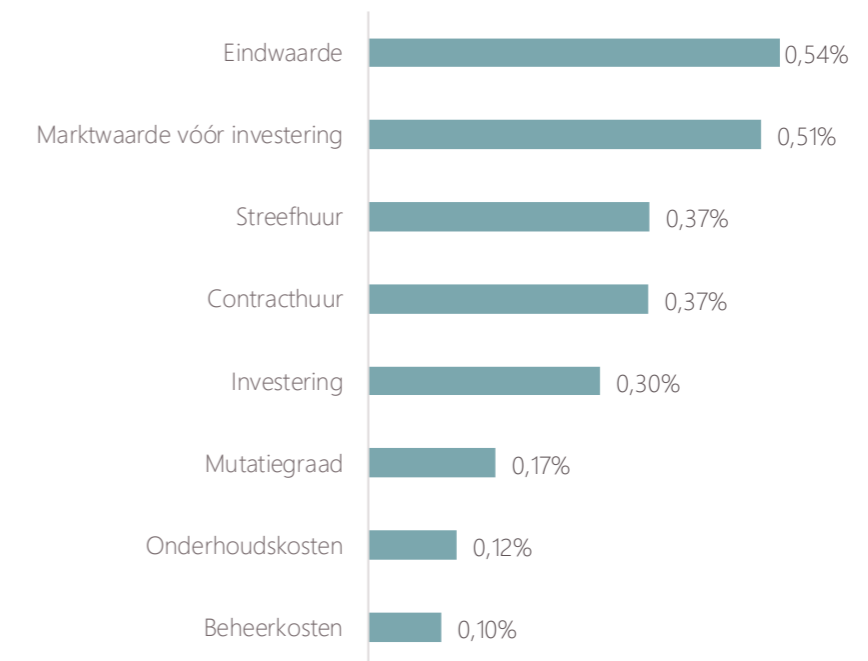
4. Ander scenario

Is het een optie om bestaand vastgoed te renoveren in plaats van sloop/nieuwbouw? Of kan er gekozen worden voor een energielabel A woning in plaats van een NOM-renovatie?



Gevoeligheidsanalyse IRR

1 | Verbetering | 10% afwijking



Investeringsanalyse

Slotwoord

▣ Het verkennen van andere scenario's en optimalisatiemogelijkheden wil niet zeggen dat alsmaar voor het hoogst mogelijke financiële rendement gekozen moet worden. De impact van een keuze zou echter helder en inzichtelijk moeten zijn voordat de keuze wordt gemaakt. Een goed investeringsbesluit is uitlegbaar en transparant en houdt rekening met de financiële continuïteit van de corporatie.

▣ **Een goed investeringsbesluit is uitlegbaar en transparant en houdt rekening met de financiële continuïteit van de corporatie.**

Daarnaast is een goed investeringsbesluit gebaseerd op een zorgvuldige investeringsafweging door middel van een reproduceerbare, rekenkundig correcte investeringsanalyse die bij voorkeur extern gevalideerd is.



Contactgegevens

Meer weten over investeringsanalyses? Neem dan contact op met onze specialisten:

▣ **Martijn Houben**

E: martijn@smartrealestate.nl

T: +31(0)6 12 24 10 98

▣ **Thomas Chaulet**

E: thomas@smartrealestate.nl

T: +31(0)6 52 53 92 66

▣ **Wolter Odding**

E: wolter@smartrealestate.nl

T: +31(0)6 33 87 67 42

▣ **Dennis Jansen**

E: dennis@smartrealestate.nl

T: +31(0)6 13 85 13 63

SMART
Real Estate

data gedreven impactmakers

SMART Real Estate

Ten Hagestraat 9

5611 EG Eindhoven

www.smartrealestate.nl

Powered by

ORTEC
FINANCE

Ortec Finance

Boomjes 40

3011 XB Rotterdam

www.ortecfinance.com