

## Onderlinge vergelijking van verhuurd onroerend goed

**Stel, je bent een commerciële verhuurder van woningen en je wilt weten hoe de waarden van de complexen uit je bezit zich tot elkaar verhouden. De financiële gegevens uit het verleden bieden wel enig inzicht, maar hoe zal het bezit zich in de toekomst ontwikkelen? Hoe ziet het plaatje er dan uit? Dat is lastiger te voorspellen. Koffiedikkijken zult u zeggen? Wellicht, maar met een goede kennis van het woningbezit en van de woningmarkt komt u een heel eind.**

### Waarde van vastgoed

De bedrijfswaarde van vastgoed biedt enig inzicht in de waarde voor de eigenaar. Met de bedrijfswaarde wordt het saldo bedoeld van de kasstromen, inkomsten en uitgaven, die het vastgoed in de toekomst zal genereren. Met andere woorden: het verschil tussen het totaal van de contant gemaakte inkomsten en het totaal van de uitgaven gedurende de resterende exploitatieperiode.

Echter, met de bedrijfswaarde wordt geen inzicht gegeven in de waarde en de waardeontwikkeling van het vastgoed. Een huurwoning met een marktwaarde van € 150.000 kan eenzelfde bedrijfswaarde hebben als een huurwoning met een marktwaarde van € 300.000. De bedrijfswaarde alleen is dus niet zaligmakend.

### Rendement

Voor commerciële verhuurders is het rendement een belangrijk (zo niet het belangrijkste) financieel gegeven. Het rendement dat op huurwoningen wordt behaald, kan worden afgezet tegen opbrengsten uit andere beleggingsvormen, bijvoorbeeld ander vastgoed, obligaties of aandelen.

In de corporatiewereld spelen andere factoren een rol, waardoor daar het rendementsdenken nog niet echt van de grond is gekomen. De sociale taak, huisvesting van de doelgroep, termen die tegenwoordig vaak worden ondergebracht onder het 'maatschappelijk rendement'. Ook bij corporaties begint het rendementsprincipe echter aan gewicht te winnen.

De IPD/ROZ, de vastgoedindex van de Raad van Onroerende Zaken, berekent het rendement dat is opgebouwd uit het directe en indirecte rendement.

#### Direct rendement

Het directe rendement bestaat uit de feitelijke netto-opbrengsten gedurende een bepaalde periode, afgezet tegen het gemiddeld belegd vermogen/geïnvesteerd vermogen van de onderliggende vastgoedobjecten (c.q. portefeuilles) over de meetperiode.

#### Indirect rendement

Het indirecte rendement geeft de waardeverandering weer gedurende een bepaalde periode van de onderliggende vastgoedobjecten, afgezet tegen het gemiddeld belegd vermogen/geïnvesteerd vermogen van de onderliggende vastgoedobjecten over de meetperiode.

Tot slot is er nog de interne rentevoet als resultaat. De IRR is de te hanteren discontovoet waarbij de waarde van de investering gelijk is aan de contante waarde van de hieruit voortvloeiende cash flow.

Om het te verwachten rendement te kunnen bepalen moeten dus de kasstromen die het vastgoed in de toekomst zal genereren in beeld worden gebracht. Die kasstromen zijn:

#### Inkomsten

- netto huurinkomsten

#### Uitgaven

- kosten klein- en periodiekonderhoud
- kosten planmatig- en groot onderhoud
- kosten mutatieonderhoud
- beheerkosten
- kosten van wederverhuur
- kosten voor verzekering en belasting
- overige kosten (bv rentekosten en kosten van erfpacht)

Naast de kasstromen is de marktwaarde van het onroerend goed van belang voor de onderlinge vergelijking.

Het huidige niveau van de inkomsten en uitgaven is voor het meeste onroerend goed eenvoudig uit de beschikbare gegevens van de vastgoedeigenaren te destilleren. Voor de marktwaarde kan de hulp ingeroepen worden van een makelaar. Lastiger wordt het om de ontwikkeling van deze variabelen te bepalen. Hoe zal de huur zich ontwikkelen? Wat zal de marktwaarde over een aantal jaar zijn? Vragen die bij een onderlinge vergelijking van complexen essentieel zijn.

### Risico

Voor het in beeld brengen van het rendement en het risico van het onroerend goed kan voor het risico de standaardafwijking van de resultaten (het rendement en de interne rentevoet) volgens de stochastische methodiek (met zogenaamde Monte Carlo simulaties) worden gehanteerd. De berekeningen van het rendement worden daarbij een groot aantal keer herhaald met verschillende uitgangspunten en de verschillen tussen de uitkomsten bieden inzicht in de spreiding van het rendement. Een grote spreiding betekent dat er veel onzekerheid is over het uiteindelijke rendement, bij een kleine spreiding is het resultaat met grote zekerheid te voorspellen.

De spreiding in de resultaten van de rendementsberekeningen wordt verkregen door de variabelen die iets zeggen over de toekomst een bandbreedte te geven: een gemiddelde waarde, een minimum en een maximum.

Binnen deze parameters kan onderscheid worden gemaakt tussen complexgebonden parameters en algemene parameters:

**Complexgebonden**

- huurstijging
- markthuurstijging
- mutatiegraad
- leegstand
- marktwaardestijging

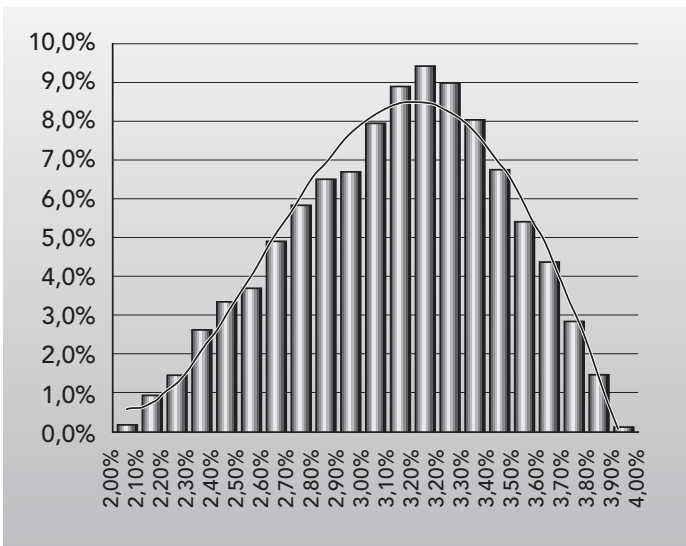
**Algemeen**

- stijging onderhoudskosten
- stijging belasting/verzekering
- stijging beheerkosten
- stijging overige kosten

Voor de algemene parameters is het niet zinvol om daarin onderscheid te maken tussen de complexen. De onderhoudskostenstijging zal voor het ene complex niet meer of minder zijn dan voor een ander complex.

Anders ligt dat bij de complexgebonden parameters. Daarin zit voor de verhuurder gelijk het grootste werk om een zinvolle vergelijking tussen de complexen te verkrijgen. Er zal voor elk complex afzonderlijk een inschatting moeten worden gemaakt van de minimale huurstijging, de gemiddelde huurstijging en de maximale huurstijging. En evenzo voor de mutatiegraad, de leegstand en de marktwaardestijging. Dat vraagt een goede kennis van zowel de complexen zelf als de (woning)markt waar die zich bevinden.

Van de kansverdeling van een complexgebonden parameter is in de volgende figuur een voorbeeld gegeven. De kans dat het opgegeven gemiddelde van 3,10% in een van de stochastische trekkingen wordt gekozen is het grootst. De kans op het opgegeven minimum of maximum is nihil.



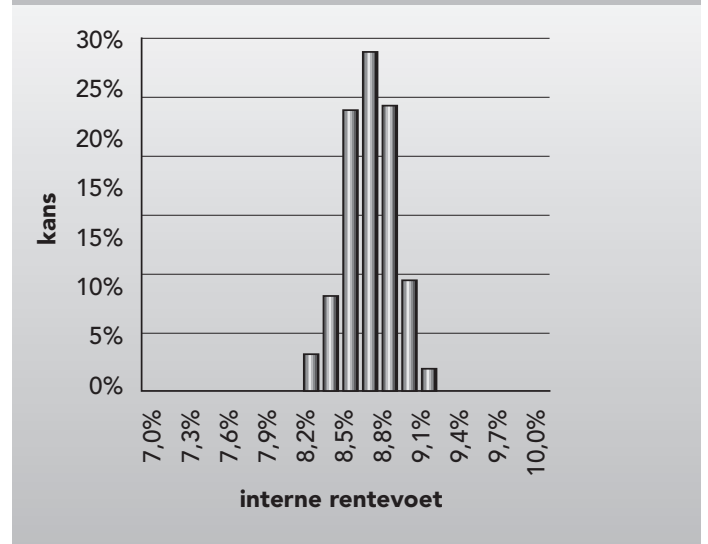
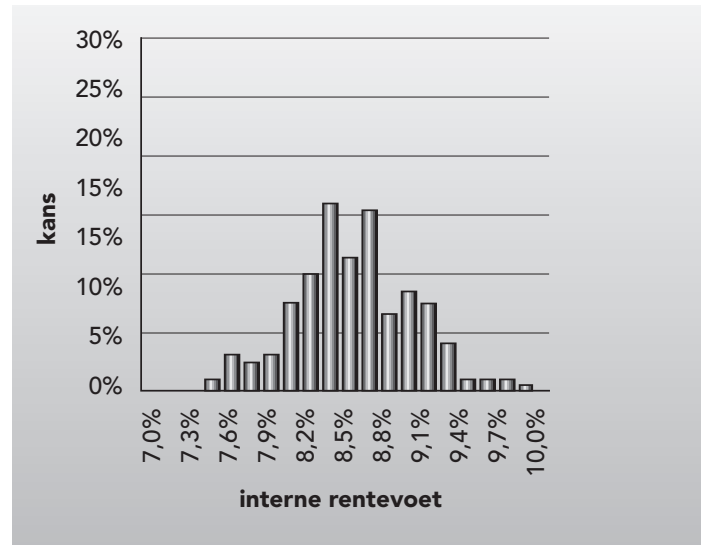
Figuur 1: kansverdeling trekking parameter

Uiteraard hebben de verschillende parameters een onderlinge relatie met elkaar. Het is niet aannemelijk dat de huurstijging in een bepaald jaar in een bepaalde stochastische trekking gelijk is aan het opgegeven maximum terwijl voor de markthuurstijging in diezelfde stochastische trekking het opgegeven minimum wordt getrokken.

Door voor alle complexgebonden en algemene parameters een minimum, gemiddelde en maximum op te geven geeft het rekenmodel bij meerdere keren doorrekenen evenzoveel rendementsresultaten. De spreiding van die resultaten geeft inzicht in de spreiding.

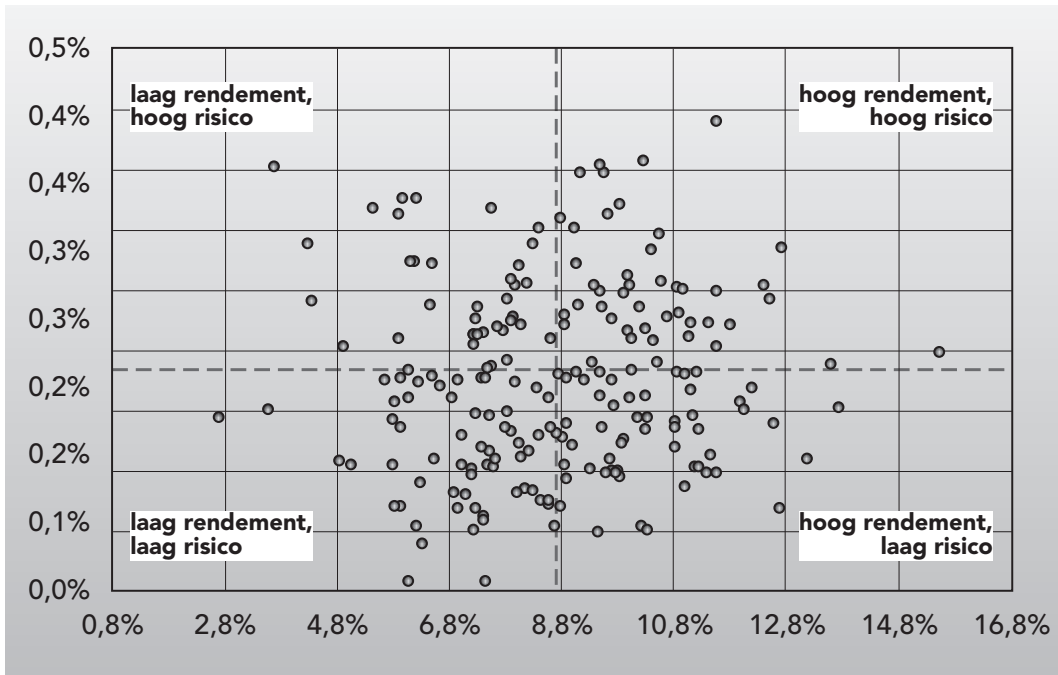
De volgende figuur geeft een voorbeeld van de interne rentevoet (IRR) van twee complexen afgezet tegen de spreiding van die IRR, ofwel het risico.

Het complex van de bovenste figuur (2a) heeft een gemiddelde IRR van 8,6%. De spreiding van die interne rentevoet is echter groot: de kans dat de IRR aanzienlijk lager uitvalt, is relatief groot. Maar: er bestaat ook een reële kans dat de IRR veel hoger is. Risico is dus niet alleen negatief!



Figuur 2a/b: kansverdeling IRR

Het complex uit de onderste figuur (2b) heeft ongeveer eenzelfde gemiddelde IRR. Het risico dat de verhuurder loopt dat deze IRR niet wordt gehaald is veel kleiner dan bij het complex uit de linker figuur. De spreiding van de berekende IRR's is gering.



In een scattergram geeft het rendement afgezet tegen het risico in één oogopslag een beeld van de gehele portefeuille. De complexen in het kwadrant rechtsonder zijn de juweeltjes voor de verhuurder: veel rendement en weinig risico. Linksboven staan de complexen met een laag rendement en een hoog risico. De zorgenkindjes? Wellicht, maar dat is niet gezegd. Het rendement hoeft niet de enige reden te zijn dat een verhuurder een complex in zijn portefeuille houdt.

*ir Jeroen Neele werkt bij RIGO Research en Advies.  
E-mail: jeroen@rigo.nl*

Figuur 3: rendement en risico