

Huurwoningen verduurzamen, een positieve business case?

In 2050 wil de Europese Unie klimaatneutraal zijn. Dit betekent dat een flink gedeelte van de woningvoorraad verduurzaamd moet worden. Institutionele beleggers spelen een belangrijke rol in deze transitie. Maar verdienen zij de extra kosten wel terug?

Door Maarten van der Spek en Casper Hesp

Met ruim 440.000 geliberaliseerde woningen met een energielabel D of lager is de opgave in Nederland groot. Al deze woningen moeten in de komende jaren worden verduurzaamd. Dit betekent onder meer dat er extra isolatie en zonnepanelen moeten worden aangebracht en dat er (hybride) warmtepompen moeten worden geïnstalleerd. Het is geen goedkope transitie, want het kost al snel € 400 tot € 500 per vierkante meter om van label D naar A te gaan.

Veel institutionele beleggers erkennen de maatschappelijke noodzaak, maar vragen zich af of het investeren in duurzaamheid ook een positieve business case oplevert. Om die vraag te kunnen beantwoorden is het

belangrijk om te kijken in welke mate taxateurs duurzaamheidsinvesteringen meenemen in de waardering nadat een woning is verduurzaamd. De waardering bepaalt immers voor een groot deel het rendement op vastgoed.

Om het financiële effect voor beleggers zo goed mogelijk te analyseren, hebben we het rendement van een investering in verduurzaming vergeleken met een soortgelijke alternatieve belegging in vastgoed. Een belegger heeft namelijk de keuze om kapitaal te investeren in verduurzaming óf in een alternatief zoals een bestaand gebouw. Een analyse aan de hand van relevante benchmarks kan dit effect laten zien.

SIME: cash flows verdisconteren

Voor het onderzoek is gekeken naar een sample van 50 verduurzaamde woningcomplexen met een waarde van circa € 850 miljoen uit de portefeuille van klanten van Achmea Real Estate. Voor de vergelijking is een aangepaste 'public market equivalent' (PME) gebruikt, die gehanteerd wordt in de markt voor private equity. In de PME worden cash flows verdisconteerd met het rendement van de publieke markt. Voor illiquide beleggingen zoals vastgoed is deze methodiek aangepast naar een 'standing investment market equivalent' (SIME).

Voor elk verduurzaamd woningcomplex is een regionaal relevante benchmark geselecteerd uit de MSCI-index. Bij de SIME worden de cash flows van de verduurzaamde objecten verdisconteerd met de standard investment benchmark. Een SIME van 1 geeft aan dat de rendementen van de verduurzaamde asset en de markt gelijk zijn. Een SIME van 1,2 geeft aan dat de verduurzaamde asset 20% meer rendement heeft

gemaakt dan de relevante markt over de gemeten periode.

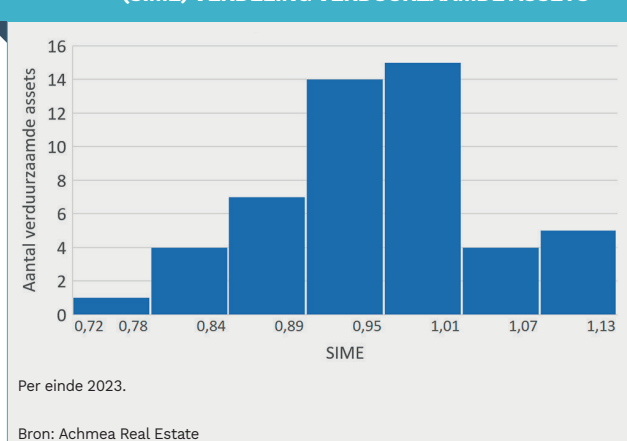
Historisch gezien geen extra rendement

De totaalresultaten laten eind 2023 een gemiddelde SIME zien van 0,93. Dit betekent dat de verduurzaamde assets cumulatief 7% minder rendement hebben gemaakt dan de relevante geografische benchmark. Van alle 50 verduurzaamde projecten hebben acht objecten (16%) een SIME van boven de 1. Zestien objecten (32% van 50) hebben een onderperformance van 11% of meer (zie Figuur 1).

Kijken we meer in detail, dan zien we dat het relatieve rendement met bijna 40% van de investering wordt gereduceerd in het jaar dat een verduurzamingsinvestering wordt afgerond. Deze resultaten tonen duidelijk aan dat de investeringen in duurzaamheid door de taxateur niet direct vertaald worden in een hogere waardering. De taxateurs vertalen een investering in duurzaamheid dus niet één op één in de taxatie van een woning.

'De trend van rendabele verduurzaming zal zich ook voor de huurmarkt uitbetalen.'

FIGUUR 1: STANDING INVESTMENT MARKET EQUIVALENT (SIME) VERDELING VERDUURZAAMDE ASSETS



‘Verduurzaming loont, maar het kost vooralsnog tijd voordat het in de financiële resultaten terug te zien is.’

De verschillen tussen woningprojecten zijn groot en daarom is het belangrijk om verder in te zoomen op de resultaten. Het blijkt dat de SIME in het jaar na de verduurzaming stabiliseert en zelfs een herstel vertoont in latere jaren. Dit betekent dat na het jaar van verduurzamen deze assets een outperformance laten zien ten opzichte van de relevante benchmark.

In het onderzoek is ook een verdere verfijning toegepast door te corrigeren voor leeftijd en type woning, aangezien de verduurzaamde woningen vaak wat oudere woningen zijn. In de analyse wordt vervolgens onderscheid gemaakt tussen objecten die vóór en ná 2021 zijn verduurzaamd.

In Figuur 2 geeft t=0 het laatste jaar van verduurzaming aan (aangezien projecten over meerdere jaren verduurzaamd kunnen worden). Bij deze analyse

verbetert de gemiddelde SIME naar 0,95. Leeftijd en type woning zorgen dus voor een positief relatief effect van 2 procentpunten.

Net als in de voorgaande analyse is de trend positief na afloop van de verduurzaming. Opvallend is dat de negatieve impact bij woningen die recent zijn verduurzaamd zelfs bijna volledig gecorrigeerd wordt in de jaren na de verduurzaming.

Outperformance na verduurzaming

Het gebruik van SIME is een goed instrument voor een goede vergelijking van het financiële nut van een verduurzaming versus een alternatieve beleggingsoptie. In de komende jaren zullen updates van de resultaten van deze analyses de daadwerkelijke langetermijneffecten moeten laten zien.

Toch toont deze analyse nu al een bemoedigend resul-

taat voor beleggers in vastgoed met een potentiële verduurzamingsopgave. Verduurzaming loont, maar het kost vooralsnog tijd voordat het in de financiële resultaten terug te zien is. Het sluit aan bij de trend die we al langer zien in de markt voor koopwoningen. Duurzame koopwoningen worden hoger gewaardeerd door consumenten, mede door bewustwording en extra hypothecaire leenmogelijkheden.

Ook binnen de kantorenmarkt zien we al langer de trend dat duurzame kantoren een duidelijke outperformance laten zien ten opzichte van niet-duurzame kantoren. Dit wordt enerzijds gedreven door wetgeving die het verplicht maakt om minimaal energielabel C te hebben, waardoor de verduurzamingskosten worden meegenomen in de taxatie. Anderzijds zijn huurders ook bereid om meer huur te betalen voor duurzame kantoren.

Wij verwachten dat de trend van rendabele verduurzaming zich ook voor de huurmarkt zal uitbetalen. Zo is er onder meer wetgeving op komst waarbij er meer huur gevraagd kan worden voor een duurzame woning ten opzichte van een niet-duurzame woning. Dit zal impact hebben op de waarde van een woning. Daarnaast zijn er ontwikkelingen zoals de DUPA 2.0, een initiatief van banken om meer inzicht te krijgen in de duurzaamheidskenmerken van objecten, die meegenomen kunnen worden bij taxaties. Dat gaat meer transparantie opleveren bij het waarderen van huurwoningen, wat belangrijk is voor institutionele beleggers. ■



Maarten van der Spek

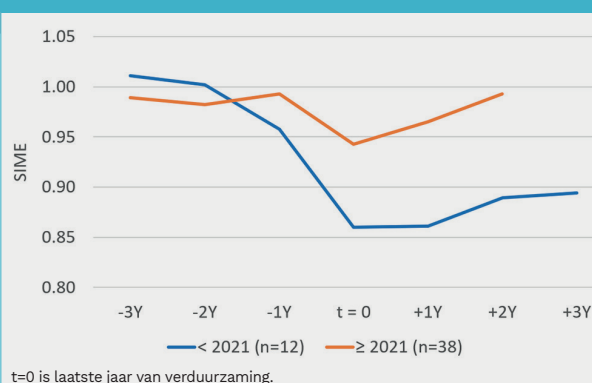
Founder, Spek Advisory FZE



Casper Hesp

Director Investment Management, Achmea Real Estate

FIGUUR 2: GEMIDDELDE SIME DOOR DE TIJD



Bron: Achmea Real Estate

IN HET KORT

Veel institutionele beleggers erkennen de noodzaak om oudere woningen te verduurzamen, maar vragen zich af of zij de extra kosten wel terugverdienen.

Onderzoek toont aan dat taxateurs de kosten van de verduurzaming niet meteen doorvertalen in de waardering van een woning

Op langere termijn lijkt verduurzaming financieel wel te lonen. In de jaren na de transitie laten verduurzaamde woningen een outperformance zien.