

VERDUURZAMING LOONT OP TERMIJN

Whitepaper

Door: Casper Hesp en Kes Brattinga



INHOUD

Samenvatting	3
Inleiding	4
Relatieve performance meten	5
Op korte termijn vooral kosten	6
Op lange termijn positief beeld	7
Conclusie en vooruitblik	9



SAMENVATTING

Institutionele beleggers erkennen de noodzaak om oudere woningen te verduurzamen. Vanuit hun ESG doelstellingen willen ze bijdragen aan het verminderen van klimaatverandering. Daarnaast realiseren beleggers zich dat het verduurzamen van woningen het lange termijn risico beperkt. Vanwege strenger wordende regelgeving en/of stijgende energieprijzen lopen niet-duurzame objecten het risico om stranded assets te worden. Het is echter de vraag of duurzaamheidsinvesteringen financieel voldoende renderen. Taxateurs passen de kosten van verduurzaming slechts beperkt toe in de waardes waardoor de investering op korte termijn een negatieve businesscase lijkt te hebben. Op basis van 50 verduurzaamde woningcomplexen beheerd door Achmea Real Estate is het rendement van de investering in verduurzaming vergeleken met een relevante benchmark. Hieruit blijkt zoals verwacht dat de verduurzamingsinvestering in het jaar na verduurzaming een sterk negatief effect heeft op het relatieve rendement. In de jaren hierna laten de woningen echter een outperformance zien ten opzichte van de benchmark. In de toekomst zullen verduurzamingsinvesteringen naar verwachting steeds meer invloed hebben op de waarderingen door veranderende wet- en regelgeving en toenemend bewustzijn bij woonconsumenten waardoor de business case voor verduurzaming verder zal verbeteren.

INLEIDING

In 2050 wil de Europese Unie klimaatneutraal zijn wat inhoudt dat er netto geen CO₂ meer uitgestoten wordt. Ook voor de gebouwde omgeving is een grote opgave: in 2023 was deze sector goed voor 12 procent van de Nederlandse uitstoot van broeikasgassen (bron: CBS). Om dit te behalen moet de uitstoot van Nederlandse huurwoningen gereduceerd worden en institutionele beleggers spelen een belangrijke rol in deze transitie. Naast investeringen in duurzame nieuwbouw moeten beleggers ook de bestaande woningportefeuilles verduurzamen. Met in totaal ruim 440.000 geliberaliseerde huurwoningen met een energielabel D of lager is de opgave in Nederland groot. Dit betekent onder meer dat er extra isolatie en zonnepanelen moeten worden aangebracht en dat er (hybride) warmtepompen moeten worden geïnstalleerd in deze woningen. Verduurzamen van woningen kan een dure exercitie zijn, waarbij de kosten kunnen oplopen tot meer dan 500 euro per vierkante meter om een woning van een energielabel D naar A te krijgen. Deze investeringen kunnen in sommige gevallen meer dan 30 procent van de waarde betreffen. Maar verdienen zij deze extra investeringen wel terug? Op basis van een analyse van door Achmea Real Estate beheerde verduurzaamde woningcomplexen hebben wij deze vraag beantwoord. Het onderzoek is gebaseerd op een selectie van in totaal 50 woningcomplexen die in de periode 2016 tot en met 2023 verduurzaamd zijn.



RELATIEVE PERFORMANCE METEN

Om het financiële effect voor beleggers zo goed mogelijk te analyseren, is het rendement van een investering in verduurzaming vergeleken met een vergelijkbare alternatieve belegging in vastgoed. Een belegger heeft bij een investeringsbeslissing immers de keuze om kapitaal te investeren in verduurzaming óf in een alternatief zoals een ander gebouw. Een analyse aan de hand van relevante benchmarks kan dit effect laten zien. Voor dit onderzoek is gekeken naar een sample van 50 verduurzaamde woningcomplexen met een gezamenlijke waarde van circa 850 miljoen euro uit de portefeuille van klanten van Achmea Real Estate. Voor de vergelijking is een aangepaste 'Public Market Equivalent' (PME) gebruikt. Vanwege de beperkte liquiditeit wordt binnen de private equity markt veel gebruik gemaakt van de PME om investeringen te kunnen vergelijken met de markt. Bij de PME worden cash flows verdisconteerd met rendementen van de publieke markt zoals een aandelenindex. Op deze wijze kunnen de prestaties van een investering vergeleken worden met een investering van hetzelfde bedrag op hetzelfde moment in een publieke benchmark.

"EEN SIME VAN 1 GEEFT AAN DAT DE RENDEMENTEN VAN DE VERDUURZAAMDE ASSET EN DE MARKT GELIJK ZIJN."

Voor illiquide beleggingen zoals vastgoed is de PME methodiek ook bruikbaar. Deze is aangepast naar een 'Standing Investment Market Equivalent' (SIME). Bij de SIME worden de cash flows van de verduurzaamde objecten verdisconteerd met de standing investment benchmark waardoor de relatieve performance inzichtbaar kan worden gemaakt. Voor elk verduurzaamde woningcomplex is als benchmark een relevante regionale rendementsreeks geselecteerd uit de MSCI Netherlands Property Index.

De verdisconteerde verduurzamingsinvesteringen van het object worden vervolgens vergeleken met opbrengsten (huur en waardegroei), wat leidt tot een SIME score. 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, terwijl een SIME van 0,8 20% minder rendement betreft.

OP KORTE TERMIJN VOORAL KOSTEN

Figuur 1: Directe impact van verduurzamingsinvesteringen op relatieve performance



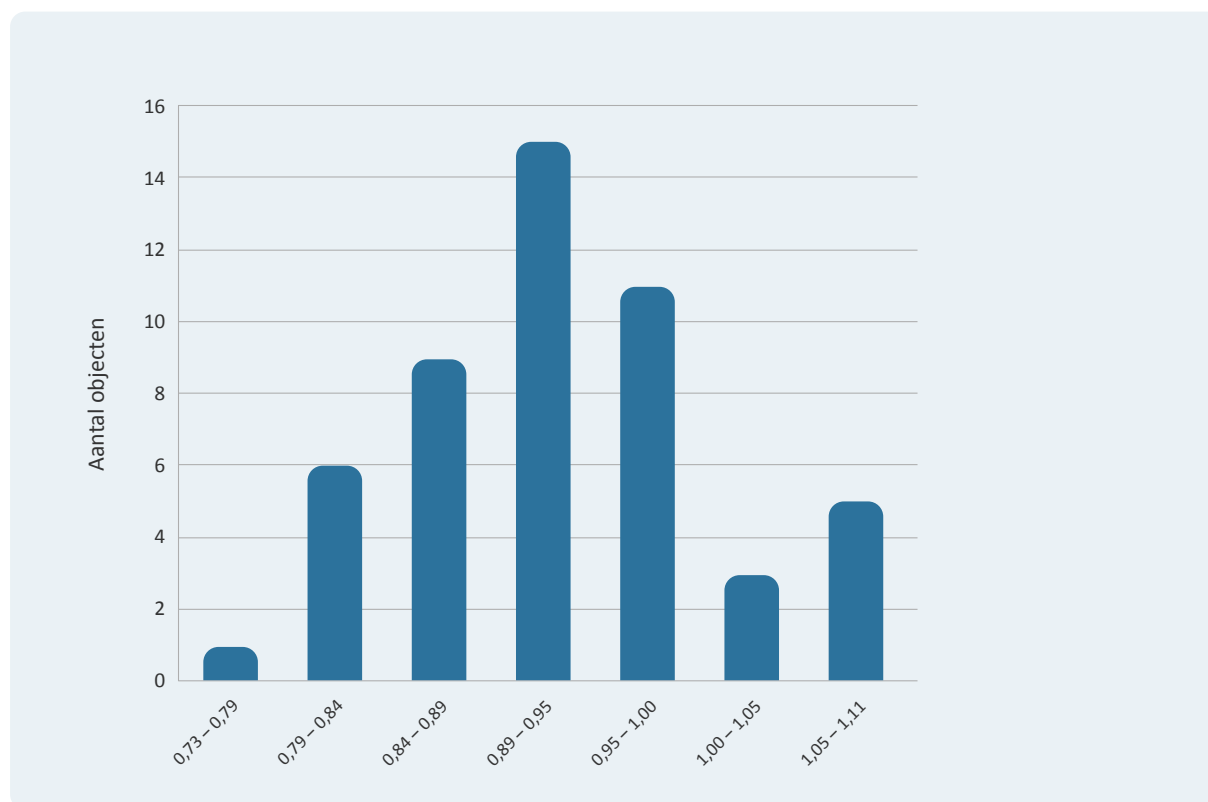
Bij het verduurzamen van woningen is er sprake van een split-incentive. Eigenaren van vastgoed krijgen te maken met hoge investeringen om de woning te verbeteren. Huurders profiteren van deze investering door lagere energielasten en meer wooncomfort. Hoewel in sommige gevallen met huurders een huurverhoging afgesproken wordt, is deze vaak onvoldoende om de investering te dekken. Daarnaast wordt het lagere risico bij een verduurzaamd object weliswaar meegenomen in een taxatie door bijvoorbeeld een lagere exit yield en lagere exploitatielasten, maar zijn deze aanpassingen vaak te beperkt.

Dit blijkt ook uit figuur 1 waar de verandering in de SIME in het jaar van de verduurzamingsinvestering weergegeven is voor een selectie van de onderzochte objecten. Het relatieve rendement is bij vrijwel alle verduurzamingsobjecten negatief in het jaar dat een verduurzamingsinvestering wordt gedaan. In sommige gevallen zorgt het voor een negatieve afwijking van ruim 25% ten opzichte van de benchmark in het jaar van de verduurzamingsinvestering. De taxateurs vertalen een investering in duurzaamheid dus nog niet één op één in de taxatie van een woning in het jaar van investering. De verschillen zijn groot tussen de verschillende woningprojecten en daarom is het belangrijk om verder in te zoomen op de resultaten. Het is vooral van belang om naar een langere periode te kijken. Een dergelijke kwaliteitsimpuls geeft vaak niet direct resultaat in de waardering.

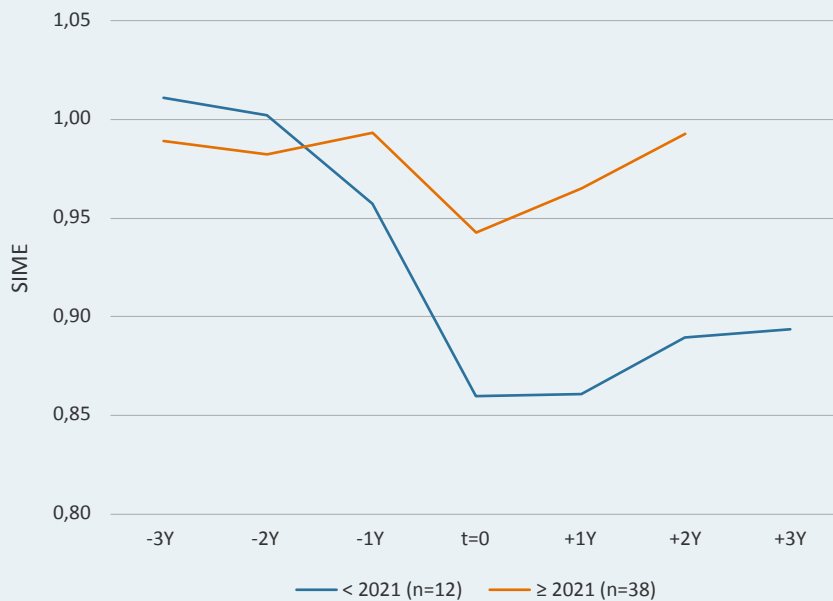
OP LANGE TERMIJN POSITIEF BEELD

De reden om te verduurzamen is niet om op korte termijn de waarde te verhogen maar juist om het langjarige risico te beperken en daarmee waarde behouden. Een duurzame portefeuille is immers voorbereid op toekomstige ontwikkelingen zoals de te verwachten toenemende duurzaamheidsregelgeving. Daarom moet ook naar het langjarige effect van verduurzaming op de rendementen gekeken worden. Door middel van de SIME methodiek zijn 50 verduurzaamde woningcomplexen van Achmea Real Estate onderzocht. Gemiddeld is een gemiddelde SIME score te zien van 0,93 per einde 2023. Dit betekent dat de verduurzaamde assets in de periode vanaf het jaar van verduurzaming tot eind 2023 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 underperformance van 11% of meer (zie figuur 2).

Figuur 2: SIME verdeling verduurzaamde assets (per einde 2023)



Figuur 3: Gemiddelde SIME door de tijd (t=0 is laatste jaar van verduurzaming)



In het onderzoek is ook een verdere verfijning toegepast door de benchmark te corrigeren voor leeftijd en type woning. Dit omdat de verduurzaamde woningen vaak ook wat oudere woningen zijn. In de analyse wordt vervolgens onderscheid gemaakt in objecten die vóór 2021 zijn verduurzaamd en projecten die vanaf 2021 zijn verduurzaamd. Hiermee is aan te tonen in hoeverre de impact van verduurzaming op de SIME score in de afgelopen jaren veranderd is. In figuur 3 geeft t=0 het jaar van afronding van verduurzaming aan (aangezien projecten over meerdere jaren verduurzaamd kunnen worden). Bij deze analyse verbetert de gemiddelde SIME van 0,93 naar 0,95. Leeftijd en type woning zorgen dus voor een positief relatief effect van 2 procentpunten. Opvallend is dat de negatieve impact bij woningen die vanaf 2021 zijn verduurzaamd zelfs bijna volledig gecorrigeerd wordt binnen twee jaar na de afronding van de verduurzaming. Hieruit blijkt dat de SIME in het jaar na verduurzamen stabiliseert en zelfs een herstel vertoont in latere jaren. Dit laatste wil zeggen dat na het jaar van verduurzamen deze assets een outperformance laten zien ten opzichte van de relevante benchmark.



CONCLUSIE EN VOORUITBLIK

Verduurzaming loont, maar het kost vooralsnog tijd voordat het in de financiële resultaten terug te zien is. Het gebruik van SIME is een goed instrument voor een vergelijking van het financiële nut van een verduurzaming versus de algemene markt. De analyse toont een bemoedigend resultaat voor beleggers in vastgoed met een potentiële verduurzamingsopgave. Met name de snelle correctie van waarden voor recent afgeronde verduurzamingsprojecten zijn positief. In de komende jaren zullen updates van de resultaten van deze analyse de daadwerkelijke langetermijneffecten moeten laten zien.

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. Voor huurwoningen komt dergelijke wetgeving er mogelijk ook aan. In 2022 zijn er plannen bekendgemaakt om het verhuren van woningen met een energielabel E of lager vanaf 2030 te verbieden. Daarnaast zorgt de Wet Betaalbare Huur er voor dat er vanaf 1 juli 2024 meer huur gevraagd kan worden voor een duurzame woning ten opzichte van een niet-duurzame woning. Ook komt er Europese regelgeving aan (ETS2) waardoor er vanaf 2027 een CO₂ heffing zal komen bovenop de gasprijs. Daarnaast zal de EPDB IV, gericht op het verminderen van het energie-verbruik van woningen, gaan zorgen voor aanvullende eisen op het gebied van energiezuinigheid. Deze ontwikkelingen zullen een negatieve impact hebben op de aantrekkelijkheid en waarde van huurwoningen met een laag energielabel. Wij verwachten dan ook dat de trend van rendabele verduurzaming zich ook voor de huurmarkt zal uitbetalen.

Ten slotte 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 voor meer transparantie zorgen bij het waarderen van huurwoningen, wat belangrijk is voor institutionele beleggers. Naar verwachting zal verduurzaming van woningen dan ook steeds meer impact gaan hebben op de waarden van beleggershuurwoningen in de komende jaren.

COLOFON

Uitgave	Achmea Real Estate
Publicatie	Juli 2024
Informatie	Kes Brattinga Research Manager kes.brattinga@achmea.nl Casper Hesp Director Investment Management casper.hesp@achmea.nl
Vormgeving	Achmea Creatieve Diensten

Voor deze whitepaper is gebruik gemaakt van een onderzoek van Maarten van der Spek (Spek Advisory) in opdracht van Achmea Real Estate.



DISCLAIMER

Achmea Real Estate is een handelsnaam van de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid Syntrus Achmea Real Estate & Finance B.V., statutair gevestigd en kantoorhoudende te Amsterdam (KvK nr. 33306313). Achmea Real Estate is een vermogensbeheerder gespecialiseerd in oplossingen voor individuele en collectieve beleggingen in vastgoed. Achmea Real Estate beschikt over een vergunning van de Autoriteit Financiële Markten op grond van artikel 2:65 sub a van de Wet op het financieel toezicht ('Wft') voor het beheren van alternatieve beleggingsinstellingen en het verlenen van de beleggingsdiensten individueel vermogensbeheer en beleggingsadvies aan professionele beleggers in de zin van artikel 1:1 Wft. De informatie in dit document is uitsluitend bedoeld voor professionele beleggers en is alleen ter oriëntatie. Het vormt geen voorstel of aanbod om in te schrijven op een beleggingsfonds of om op enige andere wijze financiële instrumenten, individueel beleggingsadvies of andere financiële diensten te verwerven of te verkrijgen, noch is deze informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing. Er worden geen garanties of verklaringen gegeven over de juistheid en volledigheid van de informatie. Aan de verstrekte informatie, aanbevelingen en berekende waarden kunnen geen rechten worden ontleend. De informatie in dit document is slechts indicatief, kan onderhevig zijn aan wijzigingen en kan zonder verdere kennisgeving worden gewijzigd. De waarde van beleggingen kan fluctueren. Resultaten behaald in het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. Alle informatie in dit document is eigendom van of in licentie gegeven aan Achmea Real Estate en wordt beschermd door intellectuele eigendomsrechten.