

INVESTMENT RESEARCH & ANALYSIS JOURNAL

www.iraj.gr

**Η ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ
ΕΚΜΕΤΑΛΛΕΥΣΗΣ & ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ
ΑΚΙΝΗΤΩΝ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ
Μέθοδοι, Πρακτικές και Επισημάνσεις**

[ΜΕΡΟΣ Β']

Οι Σημαντικότερες Μέθοδοι Αποτίμησης
των Εταιριών Ακινήτων στην Ευρωπαϊκή Αγορά

Εσωτερική Κενή Σελίδα

Χορηγοί Ακαδημαϊκής Έρευνας & Ανάλυσης

Αγορών Χρεογράφων

της “**Valuation & Research Specialists**”

και του “**Investment Research & Analysis Journal**”

ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ TITAN



ΟΜΙΛΟΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΓΕΡΜΑΝΟΣ



Εσωτερική Κενή Σελίδα

Valuation &
Research
Specialists



Ο Οίκος Έρευνας & Ανάλυσης “VRS” δραστηριοποιείται στην παροχή εξειδικευμένων χρηματοοικονομικών υπηρεσιών σε εταιρικούς πελάτες υψηλών προδιαγραφών που δραστηριοποιούνται σήμερα στην εγχώρια και τη διεθνή κεφαλαιαγορά.

Κύρια αποστολή του είναι η προσφορά υψηλού επιπέδου έρευνας, ανάλυσης και αποτίμησης εταιριών, μέσω της συστηματικής παρακολούθησης και μελέτης όλων των χρηματοοικονομικών εξελίξεων στις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου. Οι συντελεστές του οίκου “VRS” διαθέτουν πολυετή εμπειρία στο χώρο της εγχώριας και διεθνούς οικονομίας καθώς και σε πεδία έρευνας και ανάλυσης των κεφαλαιαγορών, με παράλληλη εξειδίκευση στους τομείς της ανάλυσης και αποτίμησης εισηγμένων και μη εταιριών.

Εσωτερική Κενή Σελίδα

Οι ΜΕΘΟΔΟΙ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

των ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ και

των ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΚΩΝ τους ΣΤΟΙΧΕΙΩΝ

Η Εμπειρία της Ευρώπης

Νικόλαος Ηρ. Γεωργιάδης (*)

Σε μία περίοδο όπου η Αγορά Ακινήτων παρουσιάζει ιδιαίτερο επενδυτικό ενδιαφέρον στην Ελλάδα και οι τιμές γης και ακινήτων διακρίνονται από αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα, οι Εταιρίες Ακίνητης Περιουσίας εξακολουθούν να διευρύνουν με μεθοδικό τρόπο τις δραστηριότητές τους και να βελτιώνουν τη διάρθρωση των εσόδων τους, στοχεύοντας στην ανάδειξη μιας σημαντικής εταιρικής αξίας. Η δε ενίσχυση του θεσμικού πλαισίου αναμένεται να υποστηρίξει στο μέλλον ένα ευρύτερο πεδίο δραστηριοποίησης για τους ενδιαφερόμενους στην Ελληνική Αγορά Ακινήτων – όπως π.χ. τη λειτουργία εξειδικευμένων αμοιβαίων κεφαλαίων. Στα πλαίσια αυτά, καθίσταται ολοένα και εντονότερη η ανάγκη αποτίμησης των εταιριών ακίνητης περιουσίας – ιδιαίτέρως εκείνων που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αθηνών – σε μία προσπάθεια να διαπιστωθεί η ποιότητα των χαρτοφυλακίων ακινήτων τους, αλλά και να διερευνηθεί η ύπαρξη ενδεχόμενων υπεραξιών.

Οι κυριότερες μέθοδοι αποτίμησης των εταιριών ακίνητης περιουσίας στην Ευρωπαϊκή αγορά είναι οι ακόλουθες:

“Net Property Book Value”: Η Μέθοδος της Καθαρής Λογιστικής Αξίας Ακίνητης Περιουσίας (“Net Property Book Value”) αποτελεί μία από τις πλέον διαδεδομένες μεθόδους αποτίμησης εταιριών ακινήτων στη σύγχρονη χρηματοοικονομική επιστήμη, βάσει των πρακτικών που εφαρμόζονται από τους ανά τον κόσμο χρηματιστηριακούς αναλυτές. Η συγκεκριμένη μέθοδος συγκρίνει την πραγματική περιουσιακή αξία της εξεταζόμενης εταιρίας – τα χαρτοφυλάκια γης και ακινήτων της, αποτιμημένα σε τρέχουσες τιμές και μετά την αφαίρεση του καθαρού της δανεισμού – με την τρέχουσα χρηματιστηριακή της αξία. Κατά αυτόν τον τρόπο, και ανάλογα με το ποσοστό της εξαγόμενης έκπτωσης (“discount”) ή υπερτίμησης (“premium”), διαμορφώνονται τα σχετικά συμπεράσματα περί φθηνής ή ακριβής εταιρίας / μετοχής.

Σε σύγκριση με τις άλλες μεθόδους αποτίμησης ακινήτων, η συγκεκριμένη τεχνική προσέγγιση επιτρέπει τη ρεαλιστικότερη αποτίμηση του χαρτοφυλακίου ακινήτων μιας εταιρίας, βάσει ενός συνδυασμού αντικειμενικών αξιών και τρεχουσών τιμών στην αγορά, λαμβάνοντας υπόψη και τις εκάστοτε ιδιόμορφες συνθήκες στην εν λόγω αγορά (υποχώρηση ή άνοδος των τιμών, περιόδους κρίσης, κ.λ.π.).

Σύμφωνα με αρκετούς εξειδικευμένους αναλυτές (“real estate specialists”), οι εταιρίες ακινήτων οι οποίες είναι εισηγμένες στα χρηματιστήρια και των οποίων η χρηματιστηριακή αξία παρουσιάζει σημαντική έκπτωση έναντι του “Net Property Book Value” θεωρούνται ότι εμφανίζουν αρκετά υψηλό κίνδυνο και για το λόγο αυτόν, η αγορά τις αποτιμά σε χαμηλότερα επίπεδα από την αξία του χαρτοφυλακίου ακινήτων τους.

“Gross Asset Value” (GAV): Η εν λόγω μέθοδος αποτίμησης λαμβάνει υπόψη την

αξία του χαρτοφυλακίου ακινήτων μιας εταιρίας σε συνδυασμό με τη χρηματοοικονομική μόχλευση που έχει αναλάβει η εν λόγω εταιρία για να δρομολογήσει τους εκάστοτε αναπτυξιακούς της στόχους. Στην περίπτωση αυτήν, ο εκτιμητής συγκρίνει τη λεγόμενη “Enterprise Value” της υπό εξέταση εταιρίας ακινήτων («Χρηματιστηριακή Αξία + Τραπεζικός Δανεισμός – Διαθέσιμα») με το εξαγόμενο μέγεθος “Gross Asset Value”, ενώ στην προηγούμενη μέθοδο αποτίμησης, ο εκτιμητής συγκρίνει τη χρηματιστηριακή αξία με το εξαγόμενο μέγεθος “Net Property Book Value”. Οι δύο συγκρίσεις λαμβάνουν χώρα, προκειμένου να διαπιστωθεί η ύπαρξη ενδεχόμενης έκπτωσης ή υπεραξίας (“discount” / “premium”) σε μια εταιρία ακινήτων, υποβοηθώντας τη λήψη των σχετικών επενδυτικών αποφάσεων.

“Λόγος Τιμής / Κέρδη ανά Μετοχή” (P/E): Ο συγκεκριμένος δείκτης αν και αποτελεί το πλέον δημοφιλές και πρακτικό - στον υπολογισμό του - κριτήριο αποτίμησης, εντούτοις δεν θεωρείται ως η καταλληλότερη μέθοδος για την εκτίμηση της αξίας των εισηγμένων στο Χρηματιστήριο εταιριών ακινήτων.

Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης P/E αποδίδει έμφαση στην τελική (καθαρή) κερδοφορία μιας εταιρίας ακινήτων, με αποτέλεσμα να μην λαμβάνει υπόψη μια σειρά από παράγοντες που διαμορφώνουν το καθαρό αποτέλεσμα της εξεταζόμενης εταιρίας. Τέτοιοι παράγοντες είναι π.χ. οι εκάστοτε μεταβολές στους συντελεστές αποσβέσεων ή τους φορολογικούς συντελεστές, που δυσκολεύουν τη δυνατότητα σύγκρισης εταιριών μεταξύ διαφορετικών χωρών. Επιπρόσθετα, ο δείκτης δεν λαμβάνει υπόψη την ύπαρξη περιουσιακών στοιχείων σε ένα χαρτοφυλάκιο ακινήτων, τα οποία βρίσκονται υπό εκτέλεση και δεν παράγουν ακόμη κέρδη, με αποτέλεσμα να θεωρείται σε αρκετές περιπτώσεις ακόμη και ως παραπλανητικό κριτήριο αποτίμησης.

“EBITDA / Enterprise Value”: Με τη μέθοδο αυτήν εξάγεται ένα είδος απόδοσης του συνολικού χαρτοφυλακίου της εταιρίας ακινήτων, λαμβάνοντας υπόψη τα λειτουργικά κέρδη (προ φόρων, τόκων και αποσβέσεων) που επιτυγχάνονται μέσα από την αξία της εν λόγω εταιρίας. Παράλληλα, με τον τρόπο αυτόν, αποφεύγονται οι επιπτώσεις στο συγκεκριμένο κριτήριο αποτίμησης (όπως π.χ. συμβαίνει με το δείκτη P/E) που θα προέρχονταν από την εφαρμογή διαφορετικών μεθόδων αποσβέσεων ή φορολογίας που εφαρμόζονται στα διάφορα κράτη – μέλη της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Ο δείκτης αυτός, που όπως αναφέρθηκε ισοδυναμεί με ένα είδος απόδοσης κεφαλαίου, συνήθως συγκρίνεται όχι μόνο μεταξύ διαφορετικών εταιριών ακινήτων, αλλά και με τις αποδόσεις διαφόρων επενδυτικών προϊόντων, όπως ομολόγων, αμοιβαίων κεφαλαίων, καθώς και προϊόντων της χρηματαγοράς, προκειμένου να διαπιστωθεί η ελκυστικότερη επένδυση σε επίπεδο απόδοσης.

Ωστόσο, το εν λόγω κριτήριο «υποφέρει» επίσης από ορισμένες αδυναμίες που χαρακτηρίζουν και το δείκτη P/E, καθώς για παράδειγμα δεν ενσωματώνει τη δυνητική απόδοση εκείνων των ακινήτων περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται στο στάδιο της κατασκευής και της ανάπτυξης.

“Discounted Cash Flow” (DCF): Η μέθοδος προεξόφλησης των ταμειακών ροών ενός ακινήτου ή του ευρύτερου χαρτοφυλακίου μιας εταιρίας ακινήτων αποτελεί μία από τις βασικές οδούς που ακολουθούνται από τους Ευρωπαίους αναλυτές στη διαδικασία αποτίμησης των εταιριών του κλάδου. Παρά το γεγονός αυτό όμως, η συγκεκριμένη μέθοδος φαίνεται να έρχεται «αντιμέτωπη» αρκετές φορές με την υιοθέτηση υποκειμενικών υποθέσεων που δεν είναι εύκολο να τεκμηριωθούν με τον ίδιο τρόπο από όλους τους αναλυτές. Τέτοιες περιπτώσεις αφορούν για παράδειγμα τον υπολογισμό του γνωστού “vacancy rate”, την υπόθεση γύρω από το ρυθμό αύξησης των ενοικίων / μισθωμάτων, ή ακόμη την υψηλή μεταβλητότητα που μπορεί να χαρακτηρίζει τις συνθήκες στην αγορά ακινήτων, μην επιτρέποντας τη διατύπωση σχετικά ασφαλών μελλοντικών προβλέψεων.

Τελικές Επισημάνσεις

Στη διαδικασία αποτίμησης των εταιριών ακινήτων είναι ιδιαίτερα σημαντική η επιλογή της καταλληλότερης ή περισσότερο συγκρίσιμης ομάδας εταιριών (“peer group”) – σε διεθνές και κατά προτίμηση ευρωπαϊκό επίπεδο – ώστε αυτή η ομάδα να συγκριθεί με την εξεταζόμενη εισηγμένη εταιρία βάσει μιας σειράς δεικτών που σε συνοπτικές γραμμές πρέπει να είναι οι ακόλουθοι:

ΚΡΙΤΗΡΙΑ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ
<p>Χρηματιστηριακή Αξία (“Market Capitalization”) NAV Premium / Discount (Σύγκριση μεταξύ NAV και χρηματιστηριακής αξίας) GAV Premium / Discount (Σύγκριση μεταξύ GAV και “Enterprise Value”) Δείκτης «Τιμή / Κέρδη ανά Μετοχή» Δείκτης “EBITDA / EV”</p>

Μετά την επιλογή της συγκρίσιμης ομάδας των εταιριών, εξάγεται ο μέσος όρος για καθέναν από τους ανωτέρω δείκτες και συγκρίνεται με τον αντίστοιχο δείκτη της εξεταζόμενης εταιρίας ακινήτων.

Θα πρέπει να σημειωθεί ότι οι εταιρίες ακινήτων του λεγόμενου “peer group” θα πρέπει να είναι αρκετά ομοειδείς μεταξύ τους. Για το λόγο αυτό, θα πρέπει να λαμβάνονται υπόψη παράγοντες όπως το μέγεθος του χαρτοφυλακίου ακινήτων, το μείγμα των απασχολούμενων ακινήτων, καθώς και η χρηματοοικονομική μόχλευση του χαρτοφυλακίου ακινήτων όλων εκείνων των εταιριών που είναι υποψήφιος για αποτελέσουν μέλη του “peer group”. Παράλληλα, αρκετές φορές, η σύγκριση μεταξύ εταιριών ακινήτων διαφορετικών χωρών τείνει να παρουσιάζει εγγενείς αδυναμίες, λόγω των διαφορετικών πρακτικών αποτίμησης που εφαρμόζονται από τους τοπικούς εκτιμητές (όπως π.χ. ισχύει στην περίπτωση του “Net Property Book Value”).

Επίσης στην περίπτωση κατά την οποία μία εταιρία εμφανίζει αρκετές ιδιομορφίες στο χαρτοφυλάκιο ακινήτων της (π.χ. η εν λόγω εταιρία είναι “developer” ακινήτων, ορισμένα εκ των οποίων μισθώνει, ενώ άλλα εξ’ αυτών πωλεί στην αγορά), τότε ενδέχεται να απαιτείται ένας συνδυασμός προσεγγίσεων και η εξαγωγή μιας μέσης αποτίμησης (βασισμένης δηλαδή σε περισσότερες από μία μεθόδους).

Τέλος, σε περιπτώσεις εταιριών ακινήτων που δεν έχουν ως συνήθη δραστηριότητα την αγοραπωλησία περιουσιακών στοιχείων, είναι σημαντικό να «απομονώνεται» ο παράγοντας των εσόδων από την πώληση ακινήτων, προκειμένου να εξαχθεί μια αντικειμενικότερη αποτίμηση, ενώ σε περιπτώσεις εταιριών οι οποίες δεν έχουν παρουσιάσει μέχρι σήμερα επαρκή ιστορία (“track record”) ως προς την απόδοση των ακινήτων τους, το αποτέλεσμα της αποτίμησης δεν θα πρέπει να θεωρείται εξ’ ορισμού αντιπροσωπευτικό.

(*) Υπεύθυνος Ανάλυσης Αγοράς & Μετοχών
 “VALUATION & RESEARCH SPECIALISTS”

Value Invest - www.valueinvest.gr
Investment Research & Analysis Journal - www.iraj.gr

ΣΗΜΕΙΩΣΕΙΣ

Ειδική Ανακοίνωση προς Όλα τα Ενδιαφερόμενα Μέρη

Η πληροφόρηση που περιέχεται στο δικτυακό τόπο www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) και στην παρούσα ανάλυση (ή γενικά παρουσίαση) βασίζεται σε ευρέως δημοσιοποιημένα στοιχεία, στατιστικές βάσεις δεδομένων, ετήσιους απολογισμούς, ενημερωτικά δελτία, επίσημες ανακοινώσεις και άλλες εξειδικευμένες πηγές πρωτογενούς ή δευτερογενούς έρευνας, οι οποίες κατά την άποψη των εκπροσώπων του δικτυακού τόπου είναι έγκυρες, αξιόπιστες και οι κατά το δυνατόν αντιπροσωπευτικότερες του προς εξέταση αντικειμένου. Το IRAJ δεν έχει προβεί σε πρωτογενή ή εμπειριστατωμένο έλεγχο του συνόλου των αναγραφόμενων πληροφοριών / στοιχείων και κατά συνέπεια δεν εγγυάται με απόλυτο τρόπο την ποιοτική και ποσοτική ακρίβεια των δεδομένων και απόψεων που εμπεριέχονται σε αυτήν. Η πληροφόρηση και οι απόψεις που παρουσιάζονται, υφίστανται κατά τη χρονική στιγμή της εκπόνησης της ανάλυσης, αποτελούν προϊόν συνθετικής και κριτικής μεθόδου, και ενδέχεται να μεταβληθούν μετά τη συγκεκριμένη ημερομηνία χωρίς καμία ειδοποίηση από μέρος του IRAJ προς τα ενδιαφερόμενα μέρη. Παράλληλα, είναι πιθανόν, οι απόψεις που βασίζονται σε διαφορετική μεθοδολογία ανάλυσης (θεμελιώδη, τεχνική ή στατιστική ανάλυση) αλλά και σε διαφορετική θεώρηση να μην βρίσκονται, κατά αναγκαίο τρόπο, σε απόλυτη αρμονία μεταξύ τους και ως εκ τούτου τα εξαγόμενα δεδομένα / συμπεράσματα ανάλογα με τα χρησιμοποιηθέντα κριτήρια να δίστανται ή να διαφοροποιούνται. Οι αγορές μετοχών, χρήματος και εμπορευμάτων χαρακτηρίζονται παραδοσιακά από υψηλό βαθμό μεταβλητότητας (volatility), με αποτέλεσμα να καθίσταται κατά καιρούς ιδιαίτερος δύσκολη η απόπειρα πρόβλεψης των μελλοντικών τάσεων. Παράμετροι, όπως οι εταιρικές εξελίξεις, οι μακροοικονομικές και μικροοικονομικές ισορροπίες, οι κλιματολογικές συνθήκες, το επίπεδο των αποθεμάτων και η εν γένει προσφορά και ζήτηση των προς διαπραγμάτευση χρεογράφων παρουσιάζουν ταχείς ρυθμούς αλλαγών ως προς την πληροφόρηση που διαχέεται στην επενδυτική κοινότητα και κατά συνέπεια οι εναλλαγές των προσδοκιών οδηγούν με τακτικό και συνήθως απρόβλεπτο τρόπο σε μικρές ή μεγάλες διακυμάνσεις των τιμών.

Οι προβλέψεις που αναφέρονται στις αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δύνανται να αποτελούν ένα μόνο από τα πολλά υπονήφια / πιθανά σενάρια μελλοντικών εξελίξεων, ανάλογα με τις διαφορετικές κάθε φορά υποθέσεις που λαμβάνονται υπόψη για την εξαγωγή τους. Επίσης δύνανται να εκφράζονται ως προσωπικές απόψεις των συγγραφέων και όχι κατ' αναγκαίο τρόπο ως βασικές θέσεις που εκπροσωπούν το δικτυακό τόπο IRAJ σε ευρύτερη διάσταση. Όλες οι απόψεις οι οποίες βασίζονται σε προβλέψεις μεγεθών χρηματοοικονομικής φύσεως υπόκεινται σε σημαντικούς κινδύνους και αβεβαιότητες ως προς την τελική υλοποίησή τους, με αποτέλεσμα να απαιτείται εξαιρετική προσοχή στη χρήση αυτών των προβλέψεων ως κριτήρια επενδυτικής συμπεριφοράς.

Οι μελέτες και οι αναλύσεις του δικτυακού τόπου www.iraj.gr (Investment Research and Analysis Journal ή IRAJ) δεν αποτελούν προτροπή για την αγορά, πώληση ή διακράτηση αξιών και εκπονούνται με κύριο αλλά όχι αποκλειστικό σκοπό την ενημέρωση των επενδυτών. Τόσο ο κάτοχος όσο και οι συντελεστές του δικτυακού τόπου www.iraj.gr δεν καθίστανται σε καμία περίπτωση υπεύθυνοι για πάσης φύσεως ζημιές, οφέλη ή διαφυγόντα κέρδη, που προέκυψαν από επενδυτικές επιλογές, οι οποίες βασίσθηκαν στα συμπεράσματα ή τα αποτελέσματα των αναλύσεων που δημοσιεύθηκαν. Απαγορεύεται ρητώς η αναπαραγωγή, χρησιμοποίηση και διανομή του εν λόγω προϊόντος χωρίς την έγγραφη άδεια του IRAJ και των εκπροσώπων του.