



ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

Η μεθοδολογία αποτίμησης μιας Εταιρίας Ακίνητης Περιουσίας εφαρμόζεται στη βάση της εναλλακτικής μορφής επένδυσης. Ο αναλυτής ή ο εκτιμητής «αντιμετωπίζει» την Εταιρία Ακίνητης Περιουσίας ως μία εναλλακτική μορφή επένδυσης, υιοθετώντας παρόμοια μοντέλα αποτίμησης με εκείνα που εφαρμόζονται σε γνωστότερους τύπους επένδυσης, όπως είναι οι μετοχές και οι ομολογιακοί τίτλοι.

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



ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΛΚΥΣΤΙΚΟΤΗΤΑΣ ΜΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ ΣΕ ΑΚΙΝΗΤΗ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑ

Ταμειακές ροές

Υπεραξία ακίνητης περιουσίας

Διαφοροποίηση επενδυτικού κινδύνου

Κατοχή φυσικών περιουσιακών στοιχείων



ΠΡΟΫΠΟΘΕΣΕΙΣ ΕΛΚΥΣΤΙΚΩΝ Ή ΜΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΑΚΙΝΗΤΩΝ

Τα Κριτήρια του Θεσμικού Επενδυτή

- (α) “Απλή” εταιρία συμμετοχών με θυγατρικές ακινήτων ή με επενδύσεις σε αμοιβαία κεφάλαια ακινήτων: Δεν θεωρείται ελκυστική.
- (β) Γνώση ενός εξειδικευμένου τμήματος της αγοράς ακινήτων από το μάνατζμεντ μιας εταιρίας ακινήτων: Θεωρείται σημαντική παράμετρος.
- (γ) Χρηματοοικονομικές τακτικές, όπως το “sale and lease back”: “Αρέσουν”.
- (δ) Έμπειρη διοικητική ομάδα με αποδεδειγμένες ικανότητες σε επίπεδο πρόβλεψης των τάσεων της αγοράς ακινήτων: Ελκυστικό στοιχείο.
- (ε) Διαφάνεια εσόδων και σαφής ανάλυση πωλήσεων που μπορούν να παρακολουθούνται από χρηματιστηριακούς αναλυτές.
- (στ) Πολύπλοκες δομές και δραστηριότητες μη κατανοητές ως προς την αποδοτικότητά τους: Δυσκολεύουν την εγκυρότητα των αποτιμήσεων.
- (ζ) Εταιρίες ακινήτων επιρρεπείς προς τους κύκλους της οικονομίας: Δεν προσελκύουν το ενδιαφέρον των θεσμικών επενδυτών.
- (η) Εταιρίες με δραστηριότητες σε αγορές με υψηλό δείκτη νοημοσύνης όπως για παράδειγμα “έξυπνα κτίρια” κλπ.: Προκαλούν ενδιαφέρον.



ΠΡΟΣΔΙΟΡΙΣΤΙΚΟΙ ΠΑΡΑΓΟΝΤΕΣ ΤΗΣ ΑΞΙΑΣ ΑΠΟΤΙΜΗΣΗΣ

Οι Περιοδικές Ταμειακές Ροές (CF) ενός ακινήτου αποτελούν το βασικό προσδιοριστικό παράγοντα στη διαδικασία αποτίμησης. Το ίδιο ισχύει με μία εταιρία ακίνητης περιουσίας, η οποία διαθέτει ένα χαρτοφυλάκιο ακίνητων περιουσιακών στοιχείων.

$$\begin{aligned} & \text{Παρούσα Αξία Ταμειακών Ροών (PV)} = \\ & = \sum (CF / (1 + r)^n) + CF_n / (1 + r)^n \end{aligned}$$

σε μία εξεταζόμενη χρονική περίοδο "n" ετών
όπου "CF_n" είναι η ταμειακή ροή από την πώληση του ακινήτου στο τέλος της
χρονικής περιόδου, δηλαδή κατά το έτος "n".



ΜΟΝΤΕΛΟ ΤΑΜΕΙΑΚΩΝ ΡΟΩΝ

Η Γενική Προσέγγιση

Δυνητικό Μικτό Έσοδο (PGI) ή (Potential Gross Income)
- Δείκτης «Κενής Θέσης» (VC) ή (Vacancy and Collection)
+ Άλλα Έσοδα (MI) ή (Miscellaneous Income)

= Μικτό Έσοδο (EGI) ή (Effective Gross Income)
- Λειτουργικά Έξοδα (OE) ή (Operating Expenses)

= Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος (NOI) ή (Net Operating Income)

[Το "NOI" αποτελεί την Καθαρή Ταμειακή Ροή σε ετήσια βάση.]



Δυνητικό Μικτό Έσοδο & Βαθμός «Κάλυψης»

Το Δυνητικό Μικτό Έσοδο (PGI) εκφράζεται σε:

Ευρώ ανά μονάδα στην περίπτωση των κατοικιών.

Ευρώ ανά τετραγωνικό μέτρο στην περίπτωση των γραφείων, καθώς και εμπορικών ή βιομηχανικών χώρων.

Το Δυνητικό Μικτό Έσοδο βασίζεται στην Καθαρή προς Μίσθωση Έκταση (Gross Leasable Area ή GLA).

Ο Δείκτης «Κενής Θέσης» (Vacancy Rate):

Υποδεικνύει το βαθμό χρήσης της υπό ενοικίασης έκτασης ενός κτιρίου.

Ο εν λόγω δείκτης καθορίζεται από τις δυνάμεις της προσφοράς και της ζήτησης στην Αγορά Ακινήτων.

Δύναται να διαφέρει ακόμη και μέσα στο ίδιο συγκρότημα ακινήτων, εάν αυτό αποτελείται από διαφορετικούς τύπους κτιρίων.

Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος (NOI) & "Cap Rate"

Το Καθαρό Λειτουργικό Κέρδος (NOI) ισοδυναμεί με:

- Τα κέρδη προ φόρων ή κέρδη προ τόκων και φόρων,
- Τον αριθμητή, ο οποίος διαιρούμενος με την αξία του ακινήτου (Price), εξάγει το λεγόμενο "Cap Rate".

Το "Cap (Capitalization) Rate" ή "R":

Αποτελεί το αντίστροφο του δείκτη «τιμή / κέρδη ανά μετοχή» (P/E Ratio).

$$R = \text{NOI} / \text{Price}$$

$$\text{ή Price} = \text{NOI} / R$$

$$\text{ή Price} = \text{NOI} / (r - g).$$

οπότε "Cap Rate" ή "R" = $r - g$ (δηλαδή "discount rate – growth rate")

Η εξίσωση **Price = NOI / (r - g)** αποτελεί ουσιαστικά το γνωστό "Dividend Growth Model": $PV_0 = \text{DIV}_1 / (r - g)$



Λειτουργικά Έξοδα (Operating Expenses)

Τα Λειτουργικά Έξοδα μπορούν να αποτελούνται από:

- Φόρους ακίνητης περιουσίας
 - Ασφαλιστικά έξοδα
- Έξοδα συντήρησης κοινόχρηστων χώρων (Common Area Maintenance ή C.A.M.)
 - Έξοδα επισκευών / αντικατάστασης (έξοδα / κεφαλαιοποίηση)
 - Έξοδα διαχείρισης
 - Λογαριασμούς εταιριών κοινής ωφελείας
 - Έξοδα ασφάλειας κτιρίων (Security)

Τα Λειτουργικά Έξοδα δεν περιλαμβάνουν:

- Πληρωμές στεγαστικών δανείων
 - Αποσβέσεις
- Κεφαλαιουχικές δαπάνες



Τύποι Μίσθωσης Ακινήτων στη Διεθνή Αγορά

- **Μικτή Μίσθωση (Gross Lease)**: Ο ιδιοκτήτης πληρώνει όλα τα λειτουργικά έξοδα.
- **Καθαρή Μίσθωση (Net Lease)**: Ο εκμισθωτής πληρώνει ορισμένα από τα έξοδα.
- **«Triple Net Lease»**: Ο εκμισθωτής πληρώνει φόρους, ασφαλιστικά έξοδα και έξοδα συντήρησης κοινόχρηστων χώρων.
- **«Percentage Rent»**: Ο εκμισθωτής πληρώνει ένα ποσοστό επί προκαθορισμένων πωλήσεων (αυτός ο τύπος παρατηρείται συνήθως στην περίπτωση των εμπορικών κέντρων).



ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ

Μεταξύ μιας Εταιρίας Ακινήτων και μιας Εμπορικής ή Βιομηχανικής Εταιρίας

Ε. ή Β. Ε.

Εταιρία Ακινήτων

Πωλήσεις	PGI
- Κόστος Πωληθέντων	
<u>- Αποσβέσεις</u>	<u>- VC</u>
Κέρδη προ Τόκων & Φόρων	EGI
<u>- Χρεωστικοί Τόκοι</u>	<u>- OE</u>
Κέρδη προ Φόρων	NOI
<u>- Φόροι</u>	<u>- DS</u>
Καθαρά Κέρδη	BTCF (before taxes)



ΛΟΓΙΣΤΙΚΕΣ ΔΙΑΦΟΡΕΣ

Μεταξύ μιας Εταιρίας Ακινήτων και μιας Εμπορικής ή Βιομηχανικής Εταιρίας

Η Εταιρία Ακινήτων:

Δεν πραγματοποιεί αποσβέσεις στα περιουσιακά της στοιχεία.
«Υπολογίζει» τα μελλοντικά της έσοδα βάσει πραγματικών
ταμειακών ροών (ενοικίων, κλπ.) και όχι προσδοκιών
(προβλεπόμενων μεγεθών).



ΑΠΟΤΙΜΗΣΗ ΕΤΑΙΡΙΩΝ ΑΚΙΝΗΤΗΣ ΠΕΡΙΟΥΣΙΑΣ

ΤΕΛΟΣ ΠΑΡΟΥΣΙΑΣΗΣ