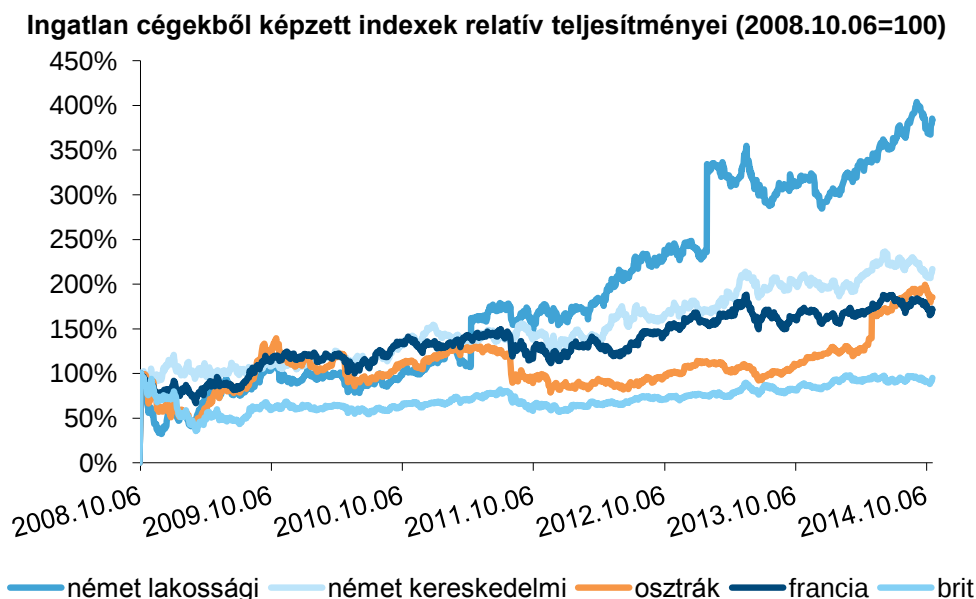


Osztrák és német ingatlanszektor

A csökkenő európai hozamkörnyezet legnagyobb nyertesének az európai ingatlanpiacot lehet kikiáltani, így talán nem is meglepő, hogy lassan az összes bankház felülsúlyozásra ajánlja a szektor osztrák és német versenyzőit. Elemzésünkben a miértrekre próbálunk választ találni.

Az alábbi ábrán is jól látszik, hogy az Erste által készített indexek közül a német lakossági ingatlanokkal foglalkozó cégek mellett az osztrák versenytársakkal is 50%-nál nagyobb hozamot lehetett volna elérni idén.



Forrás: Bloomberg (piaci kapitalizációkkal súlyozva)

A francia indexnél az Unibal-Rodamco, a Gecina, a Foncière des REGions és az ICADE részvényeit, a német kereskedelmi indexnél a Deutsce Euroshop, az IVG Immobilien, az alstria és a DIC Asset részvényeket, a német lakossági indexnél a Deutsche Wohnen, a GAGfah, a GSW, a LEG, a TAG és a Dt. Annington részvényeket, a brit indexnél a Land Securities Group, a British Land, a Hammerson és az Intu részvényeket az osztrák indexnél pedig a conwert, az S IMMO, az Immofinanz, a CA Immo, a BUWOG és az Atrium részvényeket vettük figyelembe.

Szektorelemzőnk fókuszlistáján az **Immofinanz** szerepel az első helyen, ami több mint 50%-kal a nettó eszközértéke (NAV) alatt forog. A nyomott árazás az ukrán-orosz szankciók negatív hatásának szól, mivel a cég jelentős orosz ingatlan portfólióval rendelkezik.

Az **S IMMO** javuló eredményei és a versenytársakhoz képest mért attraktív árazásnak köszönhetően emelkedik ki a tömegből, míg a **BUWOG** árfolyamát a jövőbeni osztalékvárakozások fűthetik.

	Árfolyam	Célár	Felértékelődési potenciál	Ajánlás
Immofinanz	2.3	3.1	33.7%	Vétel
BUWOG	14.5	17.8	22.8%	Vétel
S IMMO	5.9	7.0	19.0%	Vétel
Dt. Annington	22.5	25.0	10.9%	Tartás
CA Immo	15.1	16.6	9.9%	Tartás
LEG	53.8	59.0	9.6%	Tartás
conwert	9.0	9.4	4.9%	Tartás

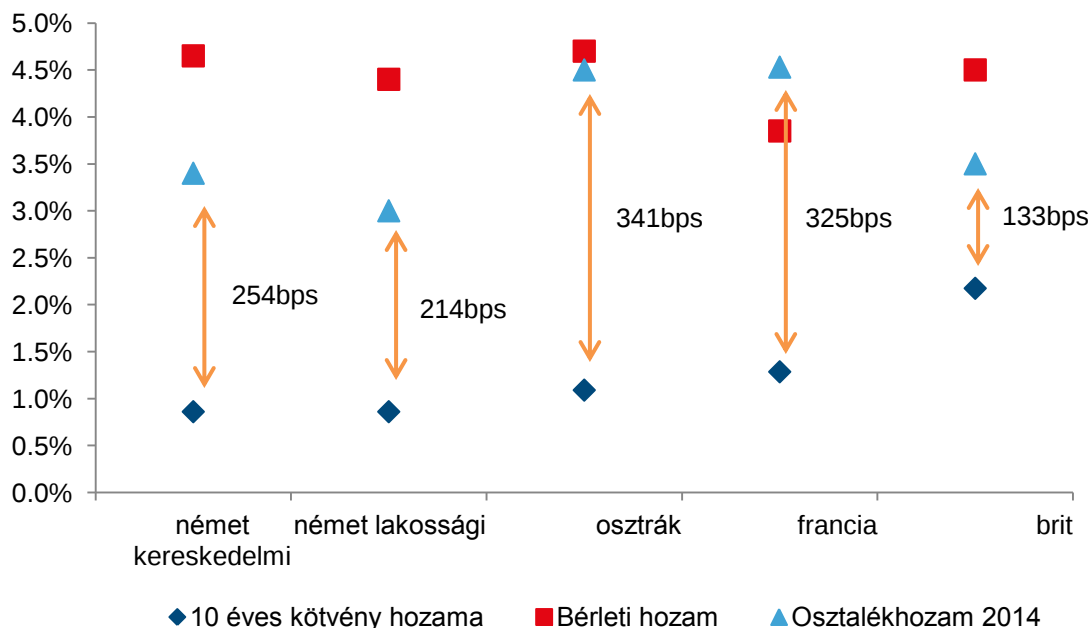
Forrás: Bloomberg, Erste (2014.10.22-i árfolyammal számolva)

Az Európai Központi Bank legutolsó kamatdöntő ülésén nem nyúlt a kamatok szintjéhez a testület, így az egy napos betéti kamat -0,2%-on, az egy napos hitelkamat 0,3%-on, míg az irányadó ráta szintje 0,05%-on maradt. Az előbbi csokorból az ingatlanpiac számára leginkább a negatív betéti rátának van jelentősége, ugyanis a bankoknál parkoltatott összegek hitelként történő kihelyezését felpörgetheti, hiszen nem éri meg a pénzügyintézeteknek az EKB-nál parkoltatni a fölös összegeket, hanem kénytelenek kihelyezni azt a reálgazdaságba, például ingatlan projektekbe.

A deflációs veszély leküzdésére tett kísérletek, mint a hosszú távú refinanszírozási program (TLTRO) újragondolása és az eszköz fedezetű papírok (ABS) vásárlása is a mi malmunkra hajthatja a vizet, igaz utóbbi csak a negyedik negyedévben indul, de az ingatlancégekhez kötődő jelzálog fedezetű értékpapírok ebbe a körbe már belesznek.

Összegezve az előbbieket egyik oldalról egy megugró hitel kínálati hatással találkozunk az olcsó forrás miatt, miközben a másik oldalon a tovább csökkenő hozamok miatt a befektetői aktivitás élénkülhet az emelkedő bérbeadási hozamok mellett, ami az ingatlanok értékét növeli (hiszen leegyszerűsítve az ingatlan hozama a vásárláskori érték és a bérbeadási díj hányadosának százalékosan kifejezett értékével egyenlő). Arról már nem is beszélve, hogy a működésből származó operatív eredmény (FFO) növekedése lehetőséget teremt az amúgy sem elhanyagolható mértékű osztalék kifizetések megemelésére.

Kockázatmentes hozamok, ingatlancégek osztalékhozamai és a bérleti díjak országokénti bontása



Forrás: CBRE, Bloomberg, Erste

A fenti ábrán jól látszik, hogy az osztrák cégek esetén nyílt ki leginkább az olló (a bérleti hozam és a 10 éves kötvényhozam tekintetében). Ebben a folyamatban sokkal inkább szerepet játszik a kötvényhozamok esése, mint a bérleti hozamok emelkedése.

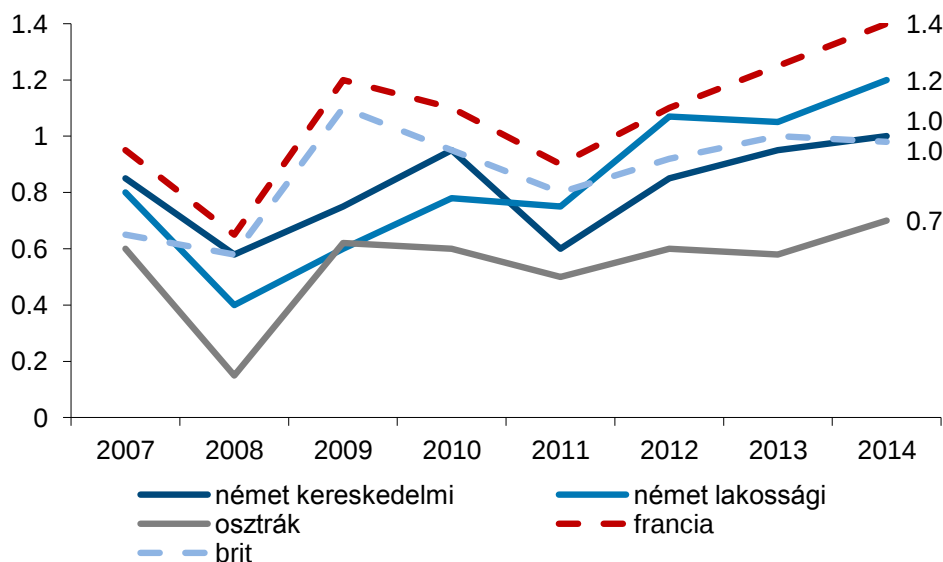
Ha ehhez még hozzávesszük azt a tény, hogy az ebbe a csokorba tartozó cégek a nettó eszközértékük 70%-án forognak, azaz a piac nem fizet annyit értük, mint amennyit az ingatlanvagyon alapján érnek (rendszeresen ártértékelik), akkor érthető miért kapták fel a befektetők őket annyira.



Profitáljon a DAX index mozgásából!

Erste DAX Certifikátok

➤ Részletek

P/BV ráta alakulása


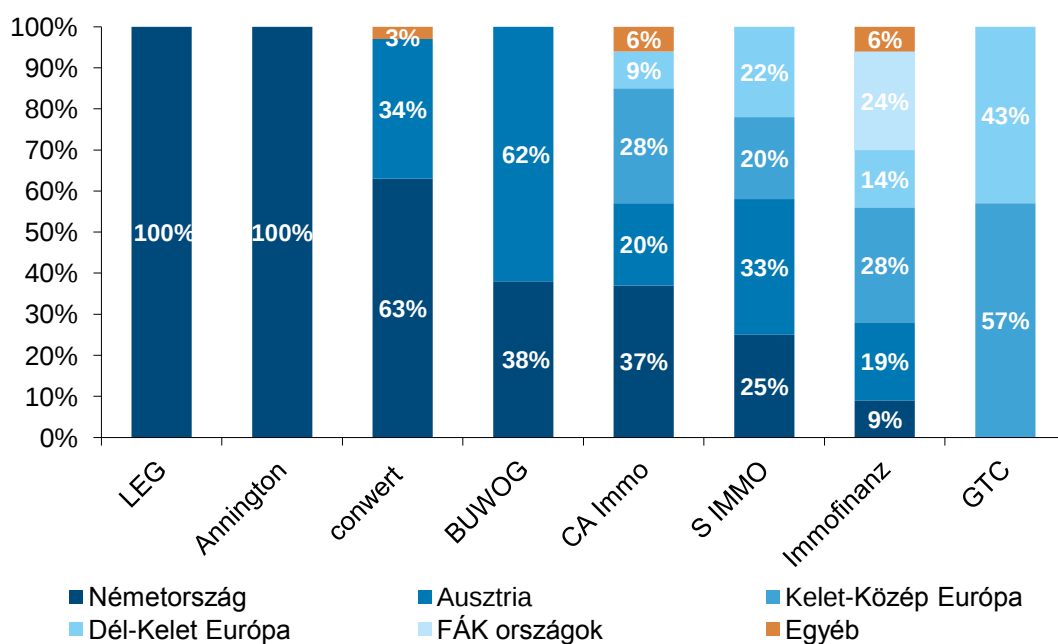
Forrás: Erste

A P/BV ráta alakulása esetén a biztonságosabbnak vélt régiókban tevékenykedő cégekért többet hajlandóak fizetni a befektetők, ezért nem véletlen a német lakossági ingatlan cégek 1,2-es és a francia ingatlan cégek 1,4-es P/BV értéke sem.

Az általunk említett nagy potenciállal rendelkező osztrák részvények nyomott árazását a kelet-közép-európai eszközökben látott magasabb kockázat indokolja. Ennek ellenére úgy gondoljuk, hogy a régiós szállodapiaci trendek mellé hamarosan felzárkóznak az irodapiaci és kiskereskedelmi egységek is a várható gazdasági fellendüléssel párhuzamosan, és így a jelenleg látott árazási diszkont lényegesen kisebb lesz.

Ingatlan portfóliók megoszlása

Az előző részben megemlítettük, hogy az árazásra jelentős hatással van a földrajzi kitétség, ezért szükségét éreztük a cégenkénti lebontás ábrázolásának.

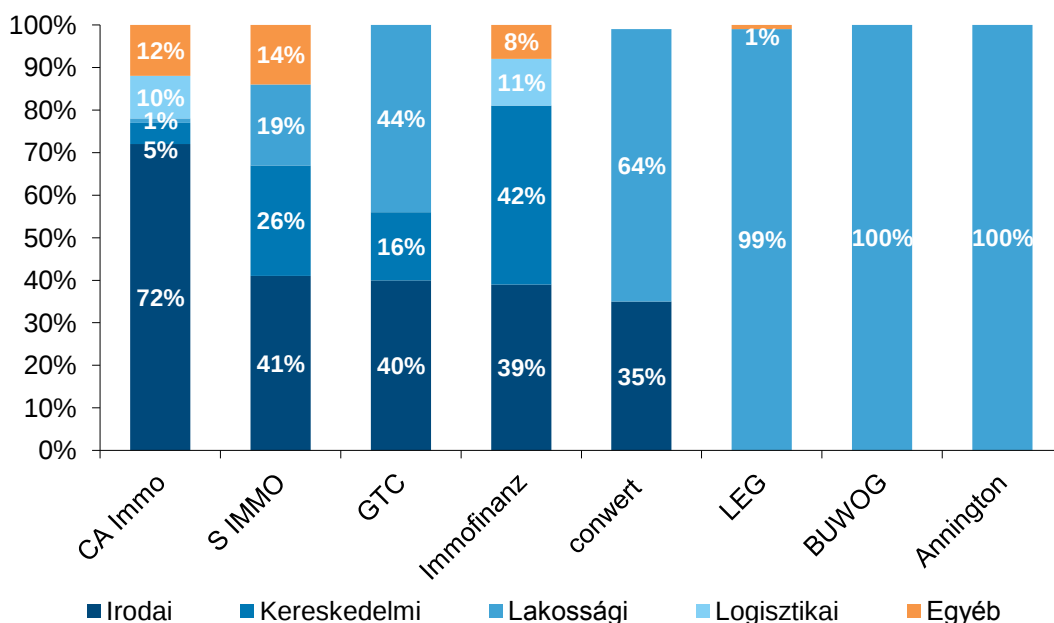


Forrás: Erste

A LEG és a Dt. Annington esetében a 100%-os német piaci jelenlét, valamint a biztosabbnak vélt lakossági ingatlan portfólió (lásd alábbi ábra) nem indokol plusz diszkontot az árazásban.

A conwert és a BUWOG esetében is megfigyelhető az előbbi analógia, csak a mértékében van változás. Utóbbi esetében nem elhanyagolható tényező, hogy az ingatlan portfólió 10%-a fejlesztési célú, amin magasabb megtérülést tud elérni, mint a bérbeadáson. Nem mellékesen a bécsi ingatlanárak emelkedése miatt a társaság vezető piaci pozíciója a hosszú távú növekedési kilátások szempontjából igen kedvező.

A CA Immo és az S IMMO esetében a régiós piaci jelenlét egyre meghatározóbb, ráadásul a kereskedelmi és irodai ingatlanok is jelentős szeletet hasítanak ki a portfólióból, így a kockázatok is nagyobbak.



Forrás: Erste

A legösszetettebb kitettséggel az Immofinanz rendelkezik. Az eszközeinek közel negyede (1,7 milliárd euró) Oroszországban van. Az orosz-ukrán konfliktus negatív hatása fokozottan hatott a cégre, ami az értékeltségben jócskán meg is látszik. Ugyanakkor a rubel gyengülése csak kismértékben erodálja a cég bevételeit, mivel a bérleti díj kifizetése a legtöbb esetben dollárban vagy euróban történik.

Az osztrák és német piactól való eltávolodás oka, hogy a közép-kelet európai régióban lényegesen nagyobb hozamok elérésére van lehetőség (lásd alábbi táblázat). Persze nem szabad elfelejtenünk, hogy a magasabb kockázatok mély nyomot hagynak az árazásban, márcsak a nagyobb tőkeköltség miatt is.

Irodapiaci és kereskedelmi hozamok alakulása

	Irodapiaci hozam	Kiskereskedelmi hozam	Különbség I.*	Különbség II.*
Bukarest	8,00%	8,25%	-1,50%	-1,25%
Budapest	7,50%	7,00%	-0,50%	-0,75%
Prága	6,00%	6,00%	-1,00%	-1,00%
Varsó	6,00%	5,90%	-0,75%	-1,10%
Bécs	4,65%	3,95%	-1,10%	-0,75%
Berlin	4,65%	4,20%	-0,85%	-0,70%
München	4,45%	4,00%	-0,55%	-0,50%

Forrás: CBRE, Erste

*2009 óta eltelt időszak során elért mindenkori csúcshoz képesti hozamkülönbség

Hogy lesz ebből áremelkedés?

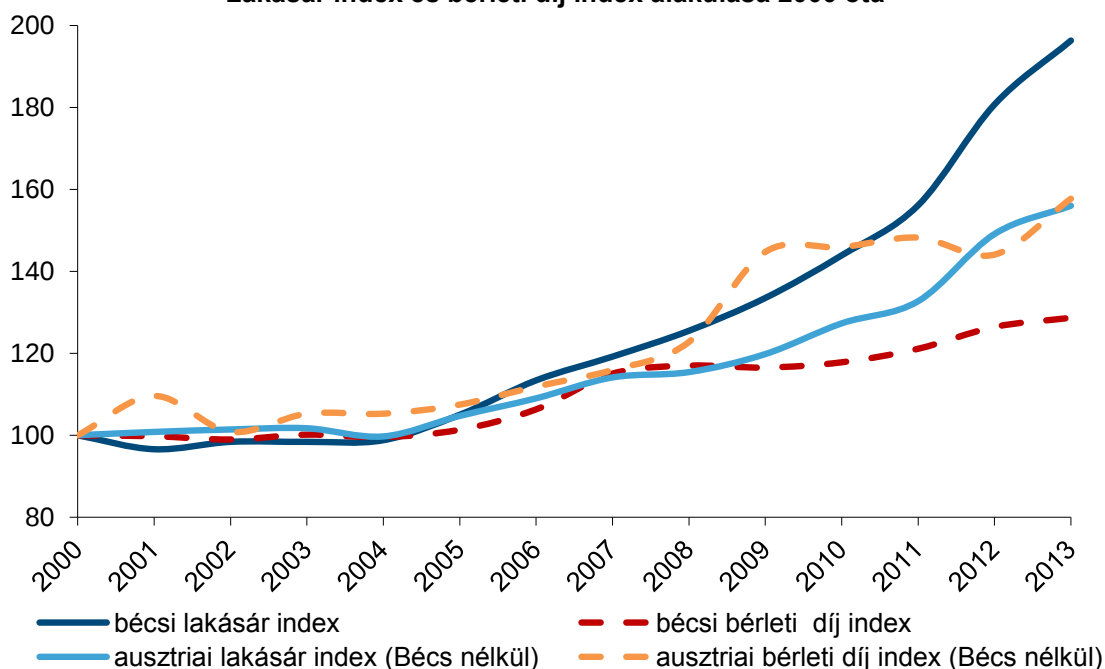
Ausztria

Az osztrák háztartások közel 40%-a bérel lakást. A megoszlás a következő: 16-16% szövetkezeti, illetve magántulajdonban van, a további 8% az önkormányzaté. Bécsen belül 74% a bérelt lakások aránya a saját tulajdonban lévőhöz képest. A bontás szerint 31% magán, 24% önkormányzati és 19% szövetkezeti tulajdonban van.

Azonban az 1945 előtt épült, 130 négyzetméternél kisebb nem családi vagy ikerházakra hatósági áras bérleti díj vonatkozik, ami Bécs esetében jelenleg négyzetméterenként 5,4 euró. Ehhez képest a saját tulajdonú lakásokat 7,0 eurós négyzetméterenkénti áron adják ki.

Emiatt a különbség miatt már érthető, hogy miért nem képes a lakások emelkedését lekövetni a bérleti díjak emelkedése, hiszen miközben Bécsben megduplázódtak a lakások 2000 óta, addig a bérleti díjak csupán 30%-kal nőttek. Ausztria esetében (Bécs kivételével) az 50%-os növekedés viszonyul a 60%-hoz.

Lakásár index és bérleti díj index alakulása 2000 óta



Forrás: Osztrák Nemzeti Bank, Erste

A fenti trendeket két módon próbálják meg a cégek kiaknázni. Az egyik módszer, hogy a bérleti célból hirdetett lakásokat megveszik, átalakítják és eladják az egyes egységeket magasabb áron immáron társasházként.

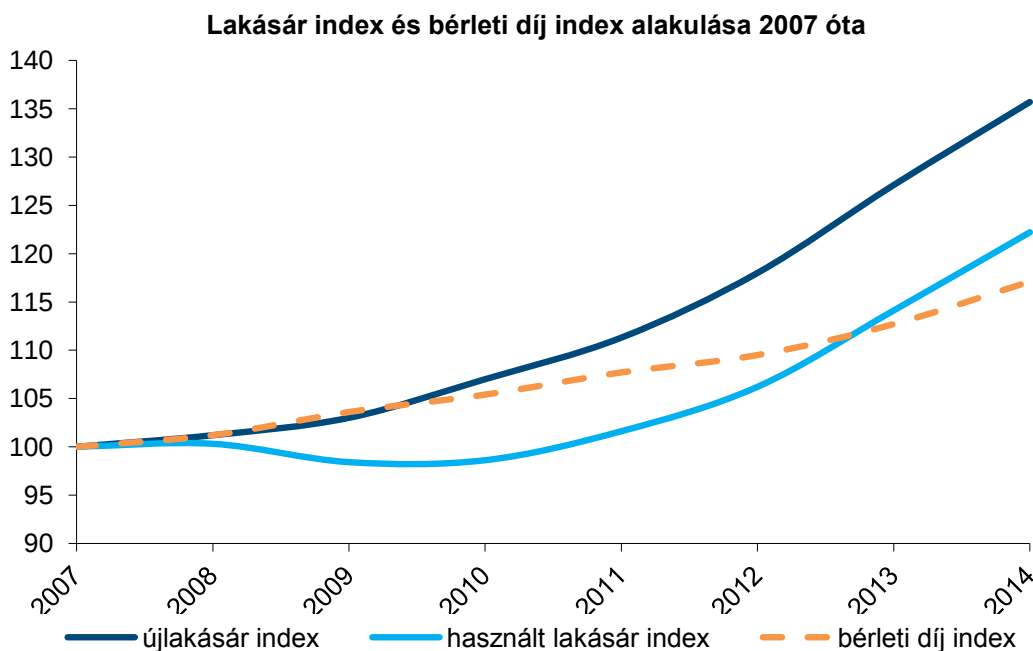
A másik lehetőség a támogatási rendszer kihasználása, ugyanis a vállalatok nagyon kedvező feltételek mellett (1% körüli kamat 30-35 évre) tudnak hitelből építeni (a garantált cash flow miatt elhanyagolható a kockázat). Az új lakásokra pedig komoly kereslet mutatkozik Bécsben, mivel az évi átlagos 5.000-6.000 darabos kínálat 8.000-9.000 darabos kereslettel párosul.

A lakosság száma a statisztikák szerint a 2012-es 8,4 millió főről 2060-ra 9,4 millió főre emelkedhet (+12%). Bécs esetében pedig az 1,7 millió főről 2,2 millióra nőhet (+27%).

Németország

Németország esetében még magasabb azoknak az aránya, akik lakást bérelnek, egészen pontosan 57%. Egyes városokban, mint például Berlin, ez az érték elérheti a 85%-ot is.

A lakásárak és a bérleti díjak közötti különbség itt is tágult, mint ahogy Ausztriában is láthattuk. Az újlakás árak 39%-kal, a használt lakás árak 24%-kal, míg a bérleti díjak 20%-kal nőttek 2007 óta.



Forrás: immobilienscout24.de, Erste

Az árszabályozás a német piacon is jelen van a „Mietspiegel” személyében. Kétévente kerül frissítésre, a maximális bérleti díj táblázat városokra, azon belül területre és kategóriára lebontva. A kiadó az árváltozásról értesíti a vevőt, és az emelés ellen csak akkor ellen tiltakozni, ha az emelés mértéke indokolatlan. Három éven belül az áremelés mértéke maximum 15-20% közötti érték lehet.

A keresleti oldali kép itt is pozitív, hiszen a német elemzők 6%-os növekedéssel számolnak 2025-re. Igaz, a megoszlás nem egyenletes, mivel a társasházak iránti igény 15,5%-kal emelkedhet ezidő alatt. A típus mellett az országon belüli elhelyezkedés is fontos. A legfelkapottabb régió jelenleg Berlin, amit jól jelez, hogy 2010 óta megduplázódott a kiadott építési engedélyek száma ezen a területen.

Árazás

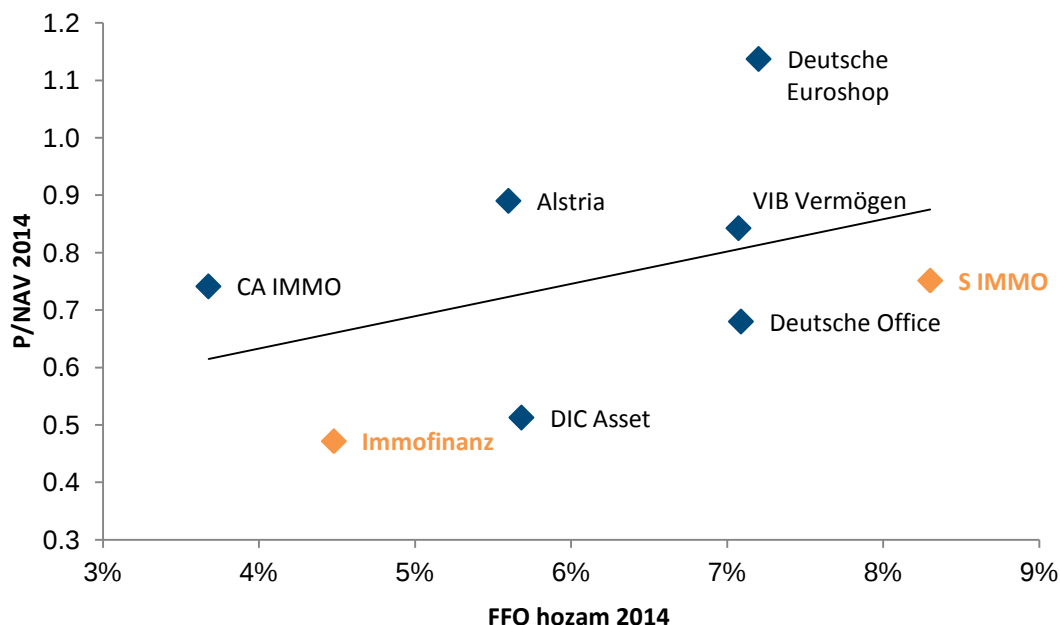
A regressziós elemzés során szétválasztottuk a kereskedelmi és a lakossági ingatlan portfólióval rendelkező cégeket.

Ha vetünk egy pillantást a kereskedelmi szereplőkre, akkor figyelembe kell vennünk, hogy az Immofinanz működésből származó operatív eredménye (FFO)¹ nem tartalmazza a 49%-os BUWOG tulajdonrészt a leválasztás miatt. A kisebbségi tulajdonrész immáron nem konszolidálódik az eredményben.

Ha figyelembe vennénk a BUWOG osztalékát, akkor az FFO hozam legalább 1%-kal megnőne, ezzel még olcsóbbá válna az Immofinanz részvénye.

¹ FFO: Nettó profit + Amortizáció + Nettó eredménye az eladott és a megvett ingatlanoknak az adott periódusban.

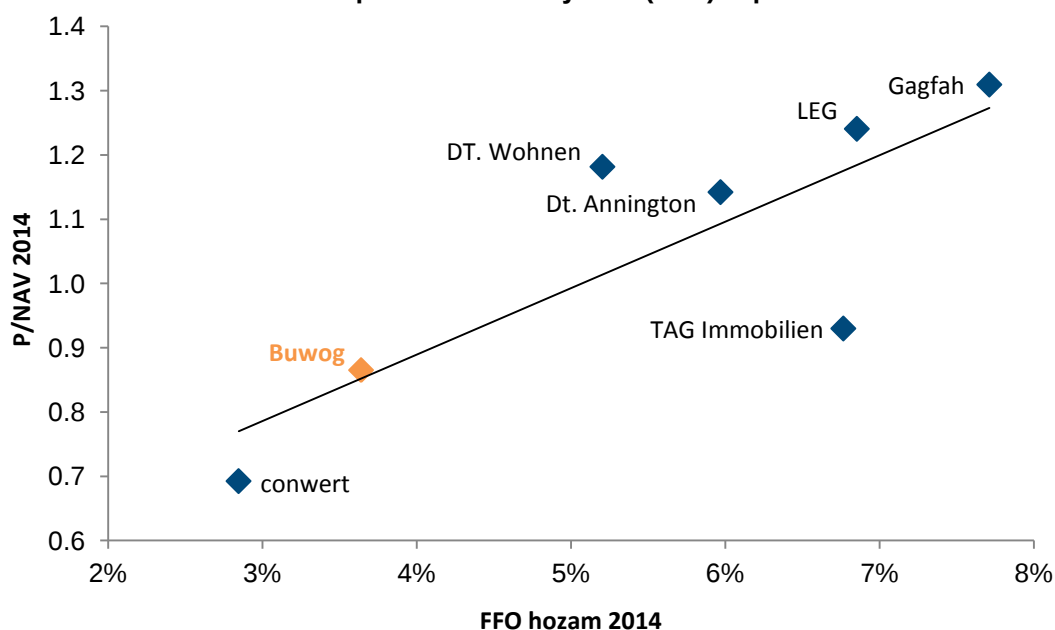
A kereskedelmi ingatlancégek egy részvényre jutó nettó eszközértékének (P/NAV) és a működésből származó operatív eredményének (FFO) kapcsolata



Forrás: Bloomberg, Erste

A P/NAV mutató értékének átlaga az általunk összegyűjtött csoportban 0,75 körül alakul. Jól látható, hogy az osztrák cégek olcsónak tűnnek a német szektortársakhoz képest, miközben a növekedési kilátásokban és az eladósodottsági mutatókban nincs érdemi különbség.

A lakossági ingatlancégek egy részvényre jutó nettó eszközértékének (P/NAV) és a működésből származó operatív eredményének (FFO) kapcsolata



Forrás: Bloomberg, Erste

A Buwog esetében az elmúlt hetek áremelkedése miatt piaci értékeltségen forog a részvény, azonban az elemzők által várt osztalékemelési sztori a növekvő FFO hozamon keresztül újra az alulértékelt sávba tolná el a papírt.

Iparági értékeltségek alakulása: kiskereskedelmi ingatlancégek

	P/E			P/FFO ²			P/BV		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
S IMMO	12.90	13.61	12.05	10.78	9.05	9.05	0.68	0.69	0.66
CA IMMO	23.42	22.53	17.22	14.68	20.16	18.15	0.63	0.76	0.73
Alstria Office REIT	18.68	16.80	14.88	15.94	15.90	15.64	0.86	0.91	0.89
DIC Asset	20.27	19.48	14.92	7.14	9.02	8.62	0.58	0.56	0.57
Deutsche Office	n.a.	6.51	10.33	n.a.	9.59	8.81	n.a.	0.61	0.62
VIB Vermögen	10.41	12.69	12.64	11.22	11.91	11.79	0.84	0.99	0.99
Deutsche Euroshop	10.04	16.32	15.96	16.16	15.79	15.32	1.20	1.22	1.17
Immofinanz	310.50	12.12	13.15	n.a.	10.52	12.65	0.59	0.49	0.50
Átlag	58.03	15.01	13.89	12.65	12.74	12.50	0.77	0.78	0.77

Forrás: Bloomberg, Erste

	P/NAV ³			EV/EBITDA			Osztalék		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
S IMMO	0.80	n.a.	n.a.	36.95	16.20	16.01	0.0%	3.7%	4.1%
CA IMMO	0.77	0.74	0.71	12.34	17.70	17.48	0.0%	2.9%	3.2%
Alstria Office REIT	0.90	0.89	0.87	19.97	19.38	19.18	5.5%	5.3%	5.4%
DIC Asset	0.52	0.51	0.52	18.62	17.34	17.64	5.2%	5.5%	5.5%
Deutsche Office	0.68	n.a.	n.a.	n.a.	10.94	19.32	0.0%	3.6%	4.8%
VIB Vermögen	1.04	0.84	0.81	15.80	15.58	14.99	3.9%	3.4%	3.4%
Deutsche Euroshop	1.32	1.14	1.10	17.28	18.27	17.96	3.9%	3.8%	3.9%
Immofinanz	0.39	0.47	0.51	21.79	14.20	15.60	0.0%	2.9%	6.3%
Átlag	0.82	0.77	0.75	20.39	16.20	17.27	3.7%	3.9%	4.6%

Forrás: Bloomberg, Erste

² **Price/Funds From Operation (P/FFO):** az árfolyam és az egy részvényre jutó működésből származó operatív eredmény hányadosa, amiben benne vannak már az adók és kamatköltségek, de nincsenek benne az egyszeri (például átértékelésből származó), pénzügyi mozgással nem járó kiadások/bevételek.

³ **Price/NAV (P/NAV):** az árfolyam és az egy részvényre jutó eszközérték hányadosát jelenti az EPRA (európai ingatlankezelési szövetség) által számított ingatlanértékelési alapelvek alapján.

Iparági értékeltségek alakulása: lakossági ingatlancégek

	P/E			P/FFO			P/BV		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Buwog	n.a.	19.92	20.06	n.a.	23.78	20.63	n.a.	0.92	0.89
Dt. Wohnen	11.60	19.16	15.51	18.05	22.71	19.42	1.06	1.20	1.12
Gagfah	n.a.	18.12	14.85	13.03	16.98	15.33	1.03	1.29	1.21
LEG Immobilien	16.83	17.43	15.26	16.31	18.10	16.20	1.01	1.21	1.16
TAG Immobilien	41.81	13.59	11.96	19.62	13.75	12.94	1.04	1.07	1.02
conwert	103.66	53.64	22.28	14.84	24.34	19.47	0.72	0.68	0.66
Dt. Annington	7.96	18.67	14.46	15.21	19.13	17.08	1.06	1.24	1.20
Átlag	36.37	22.93	16.34	16.18	19.83	17.30	0.99	1.09	1.04

Forrás: Bloomberg, Erste

	P/NAV			EV/EBITDA			Osztalék		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015	2013	2014	2015
Buwog	n.a.	0.87	0.86	n.a.	23.80	17.15	0.0%	4.6%	4.7%
Dt. Wohnen	1.18	1.18	1.10	32.70	20.92	20.02	2.4%	2.7%	3.2%
Gagfah	1.10	1.31	1.22	25.18	21.64	20.44	0.0%	2.1%	3.8%
LEG Immobilien	1.10	1.24	1.19	23.37	21.92	20.25	4.0%	3.6%	4.0%
TAG Immobilien	0.95	n.a.	n.a.	20.20	18.59	17.48	4.0%	5.4%	5.8%
conwert	0.59	0.69	0.67	103.68	22.42	21.43	0.0%	1.8%	2.6%
Dt. Annington	1.06	1.14	1.10	13.20	22.47	18.97	3.9%	3.5%	4.1%
Átlag	1.00	1.07	1.02	36.39	21.68	19.39	2.4%	3.4%	4.0%

Forrás: Bloomberg, Erste

Fogalmak

P/E = P / EPS = Price / Earning Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó eredménnyel

EPS = A vállalat nettó eredménye osztva a forgalomban levő részvények számával

Megmutatja, hogy a részvényvásárlással eszközölt befektetésünk hány év alatt térül meg nettó eredmény szinten.

Az alacsony PE mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) az eredménye csökkenni fog az adott vagy az elkövetkező években.

A magas PE mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) magas eredménybővülés várható az adott és/vagy az elkövetkező években.

EV/EBITDA = Enterprise Value / Earnings Before Interest Tax Depreciation and Amortization

EV = Piaci kapitalizáció + nettó adósság

Piaci kapitalizáció = Részvény szám szorozva az árfolyammal

Nettó adósság = Rövid és hosszú távú adósság összege mínusz a cég készpénzállománya

EBITDA = Operatív eredmény és az amortizáció összege

Operatív eredmény = A nettó eredmény, a kisebbségi részesedés, az adó és a pénzügyi eredmény összege = Az értékesítés árbevétele csökkentve a cég működési költségeivel.

Megmutatja, hogy a cég működéséből keletkező eredményből hány év alatt lehetne kifizetni a részvényeseket és a hitelezőket.

Az alacsony EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években csökkenni fog.

A magas EV/EBITDA mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a cég bruttó készpénztermelése az elkövetkező években növekedni fog.

P/BVPS = Price per Book Value Per Share = A részvényárfolyam osztva az egy részvényre jutó könyvszerinti eszközértékkel

BVPS = Book Value Per Share = Könyvszerinti érték osztva a részvény számmal

Könyvszerinti érték = A cég sajáttőkéje

Megmutatja, hogy hány-szorosát fizeti a piac a tulajdonolt eszközök piaci értékének (más szavakkal: ha felszámolnánk a céget, akkor a hitelezők kifizetése után rendelkezésre álló pénz hány-szorosát fizetjük ki az adott árfolyamon vásárolt részvény esetén).

Az alacsony P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) alulárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – alacsony, azaz kisebb, mint az elvárt hozam (esetleg negatív - azaz veszteség), amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

A magas P/BVPS mutató a következőket jelentheti: (i) túlárzott a részvény; (ii) a sajáttőkére vetített megtérülés – azaz a nettó eredmény osztva a saját tőkével – magas, azaz magasabb, mint az elvárt hozam, amely általában az adott ország kockázatmentes kamatlábánál 0-5% ponttal nagyobb hozamot jelent.

Az Erste Brókerek munkanapokon 8:30 és 22:00 óra között várják tőzsdei megbízásait telefonon:

Angyal Krisztián	1-235-5852	Farkas László	1-235-5895	Kis Dániel	1-235-5873
Balog Enikő	1-235-5114	Háhn Gábor	1-235-7564	Kovács Zsolt	1-235-5175
Baráth Tibor	1-235-5854	Hanzli Judit	1-235-5886	Lojis László	1-235-5849
Bereczk Zoltán	1-235-5860	Kababik József	1-235-5124	Rácz Gábor	1-235-5857
Bézsényi Zoltán	1-235-5855	Kéri Lajos	1-235-5874	Varjú Péter	1-235-5111
Czene Tamás	1-235-5121	Kincse Áron	1-235-5858	Visnyai Zoltán	1-235-5153

Honlap: www.erstebroker.hu, www.erstemarket.hu **e-mail:** erstebroker@erstebroker.hu

A kiadványban foglalt információk az Erste Befektetési Zrt. - 1138 Budapest, Népfürdő u. 24-26., tev. eng. szám: E-III/324/2008 és III/75.005-19/2002 (Társaság) által hitelesnek tartott forrásokon alapulnak, de azokért a Társaság szavatosságot vagy felelősséget nem vállal. A kiadványban foglaltak nem minősíthetők befektetésre való ösztönzésnek, befektetési tanácsadásnak, értékpapír jegyzésére, vételére, eladására vonatkozó felhívásnak vagy ajánlatnak. A tőkepiaci és makrogazdasági helyzetet, a befektetések és azok hozamai alakulását olyan tényezők alakítják, melyre a Társaságnak nincs befolyása, a befektető által hozott döntés következményei a Társaságra nem háríthatók át. A kiadványban foglaltak – teljes vagy részleges – felhasználása, többszörözése, publikálása, átdolgozása, terjesztése kizárólag a Társaság előzetes írásos engedélyével lehetséges. A kiadvány kiadása időpontjában érvényes. További részletek: www.erstebroker.hu, ügyletek előtti tájékoztatásról szóló Hirdetményben.

A kiadvány nem a befektetési elemzések függetlenségének előmozdítását célzó jogi követelményeknek megfelelően készült, nem vonatkozik rá a befektetési elemzések terjesztését, közzétételét megelőző ügyletkötésre vonatkozó tilalom.
