

В-А-L Germany (привилегированные акции)

Reuters: BAM_p.SG

Bloomberg: 1691581D GR EQU

Увеличивающее ценность приобретение портфеля – повышение рейтинга до уровня “Buy”

После того, как акции В-А-L Germany потеряли 71,6% в стоимости с начала нашего аналитического покрытия с рейтингом "Sell" и опустились ниже нашего предыдущего целевого курса в 1,88 евро, мы считаем поток последних новостей чрезвычайно позитивным. Мы повышаем рейтинг акций В-А-L до уровня "Buy" и повышаем плановую цену, основанную на фундаментальной аналитической модели создания стоимости, до 2,50 евро с прежних 1,88 евро за акцию.

Стимулом повышения рейтинга послужило то, что В-А-L Germany в прошлую пятницу объявила о приобретении портфеля жилой недвижимости в рамках неденежного увеличения капитала. 36 квартир с жилой площадью почти 2.000 кв.м. на основной территории работы компании в Саксонии приобретаются в локациях типа D, т.е. в сельских населенных пунктах с населением менее 50.000 жителей. Предполагая долю арендуемых площадей в 100%, типичную для В-А-L, наши расчеты показывают, что годовой доход от аренды составит около 0,120 млн. евро. При оцененной нами в 12% рентабельности сдачи в аренду и коэффициенте стоимости покупки в 8,3х, приобретение портфеля, по нашему мнению, обладает прямым эффектом, повышающим стоимость.

Поскольку ежегодная проверка стоимости недвижимости для таких компаний, как В-А-L Germany, которые готовят свою отчетность в соответствии с Торговым кодексом Германии (HGB), не предусматривается, и вместо этого применяется принцип пониженной стоимости или рыночный принцип (согласно которому на отчетную дату должна применяться пониженная стоимость или рыночная стоимость), то корректировка стоимости недвижимости в соответствии с текущим изменением цен не предусматривается. Портфельный держатель, такой как В-А-L Germany, чья бизнес-модель заключается в приобретении недвижимости по ценам явно ниже рыночных, соответственно, "наказывается", так как создание добавленной стоимости бизнес-модели не отражается в балансовой стоимости компании. Таким образом, типичные для занимающихся недвижимостью компаний методы оценки, такие как соотношение курсовой и балансовой стоимости, применимы к В-А-L Germany лишь в ограниченной мере.

Вместо этого мы применяем собственную внутреннюю модель создания добавленной стоимости, в которой исходим из того, что надлежащая оценка акции достигается тогда, когда извлеченная компанией добавленная стоимость соответствует стоимости капитальных затрат. На основании наших оценок капитала и прибыли это означает, что стоимость акционерного капитала компании В-А-L Germany составляет 5,6 млн. евро, или 2,50 евро за привилегированную акцию.

Рейтинг: Buy (ранее: Sell) **Риск:** низкий

Цена: 1,65 евро

Целевая цена: 2,50 евро (ранее: 1,88 евро)

WKN / ISIN: A2NBN9 / DE000A2NBN90

Индексы: -

Уровень прозрачности: Прямой рынок Вена, Внебиржевой рынок Штутгарт

Всего количество акций: 2,6 млн. штук (по данным SachKE)

Рыночная капитализация: 4,3 млн. евро

Объем торгов/день: 10 000 акций

Ежегодное общее собрание: 17 декабря 2019 г.

млн. евро (31.12.)	2018	2019e	2020e	2021e
Оборот	0,088	0,297	0,680	0,961
EBITDA	-0,089	0,080	0,375	0,542
EBIT	-0,101	0,065	0,350	0,507
EBT	-0,107	0,057	0,340	0,495
EAT	-0,104	0,041	0,255	0,371

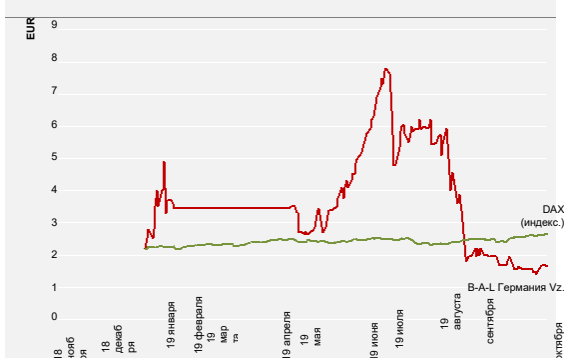
% оборота	2018	2019e	2020e	2021e
EBITDA	-101,6%	27,0%	55,2%	56,4%
EBIT	-115,3%	21,9%	51,5%	52,7%
EBT	-121,5%	19,2%	50,0%	51,5%
EAT	-118,9%	13,8%	37,5%	38,6%

На акцию (EUR)	2018	2019e	2020e	2021e
EPS	-0,08	0,02	0,10	0,14
Дивиденды	0,00	0,00	0,00	0,00
Балансовая стоимость	1,02	1,13	1,23	1,37
Денежный поток	-0,05	0,05	0,12	0,15

%	2018	2019e	2020e	2021e
Кoeffициент долевого участия	74,6%	84,1%	81,5%	82,4%
Gearing	35%	32%	15%	4%

x	2018	2019e	2020e	2021e
КGV	н/п	н/п	16,8	11,6
Продажи	н/п	17,58	7,02	4,60
EV/EBITDA	н/п	80,2	13,6	8,7
KBV	н/п	1,5	1,3	1,2

млн. евро	2019e	2020e	2021e
Ориент.: Доход	н/п	н/п	н/п
Ориент.: EBIT	н/п	н/п	н/п



Источник: данные компании, прогнозы Sphene Capital

Петер Тило Хаслер, CEFA.

+49(89)74443558 / +49(152)31764553 peter-thilo.hasler@sphene-capital.de

Мы оцениваем стоимость акционерного капитала компании B-A-L Germany AG, акции которой котируются на Венской фондовой бирже и внебиржевом рынке Штутгарта, на основе модели создания добавленной стоимости (метод первичной оценки). При этом мы исходим из того, что справедливая оценка компании достигается как минимум тогда, когда созданная компанией добавленная стоимость соответствует стоимости капитальных затрат, связанных с ее формированием. В результате применения данной методики оценки расчетная стоимость акционерного капитала компании B-A-L Germany составляет 5,6 млн. евро или 2,50 евро на одну привилегированную акцию (из расчета 2,6 млн. акций после увеличения капитала посредством взносов в натуральной форме).

Этот ценовой ориентир подтверждается мультипликаторами пиринговых групп, исходя из которых стоимость акции в размере 2,33 евро за привилегированную акцию рассчитывается с использованием соотношения курсовой и балансовой стоимости и на основе консенсус-прогнозов, а также наших собственных прогнозов для B-A-L Germany.

Обыкновенные акции торгуются в Германии с оценочной надбавкой до 54,6% по отношению к привилегированным акциям. С учетом данной надбавки, примененной к результатам нашей оценки, стоимость не котирующихся на бирже акций B-A-L Germany составит до 3,86 евро за акцию.

K/BV обычно является релевантным мультипликатором для компаний, занимающихся недвижимостью

Как правило, котируемые на бирже компании-владельцы портфеля недвижимости оцениваются на основе соотношения курсовой / балансовой стоимости или курсовой / чистой стоимости активов (K/BV или P/NAV).

Для этого имеются четыре основные причины:

- ⑤ **Во-первых**, т.к. имущественные показатели также используются для оценки тех компаний, чьи денежные потоки не отражают в полной мере стоимость портфеля недвижимости из-за неарендованных площадей.
- ⑤ **Во-вторых**, т.к. ключевые показатели, ориентированные на рыночную стоимость, лучше отражают реальную стоимость, когда регулирование арендной платы не позволяет текущую регулировку денежных потоков.
- ⑤ **В-третьих**, т.к. оценка пиринговых групп менее сложна, чем оценка DCF, поскольку не предполагает явных оценок ставок дисконтирования или потоков денежных средств (в акционерный капитал или в компанию).
- ⑤ **В-четвертых**, т.к. недвижимость только из-за нахождения в портфеле компании не должна иметь значительно более высокую стоимость, чем в случае, если бы она рассматривалась обособленно.

Для прибыльных компаний, занимающихся недвижимостью, мультипликаторы K/BV или P/NAV обычно колеблются в среднем по циклу около единичного значения: мультипликаторы 1,3 и более обычно считаются завышенными, а мультипликаторы менее 0,7 - заниженными.

Требования к использованию мультипликаторов пиринговых групп на основе имущественных показателей

Для того, чтобы получить оценку компании используя мультипликаторы пиринговых групп, должны быть выполнены два условия:

- ⑤ **Во-первых**, общая балансовая стоимость активов портфеля должна соответствовать их рыночной стоимости.
- ⑤ **Во-вторых**, имеется достаточное количество сопоставимых компаний, зарегистрированных на бирже.

Почему применение соотношения курсовая/балансовая стоимость не подходит для B-A-L Germany

Первым условием функционирования соотношения курсовой и балансовой стоимости является то, что балансовая стоимость отражает рыночную стоимость недвижимости в портфеле. Обычно это верно в том случае, когда недвижимость оценивается по правилу "mark-to-market". Это гарантируется практикой учета по МСФО, которая требует, чтобы активы учитывались по текущим рыночным ценам. Ежегодный обзор стоимости недвижимости в портфеле должен проводиться независимым оценщиком недвижимости.

Тем не менее, для компаний, которые готовят свою отчетность в соответствии с Торговым кодексом Германии, ежегодный обзор стоимости недвижимости не предусмотрен. В данном случае применяется принцип пониженной стоимости или рыночный принцип, который требует использования наименьшей из двух величин: стоимости приобретения/производства или балансовой стоимости на отчетную дату. Корректировка стоимости недвижимости в соответствии с текущими изменениями цен при этом не предусмотрена. Компании, такие как B-A-L Germany, чья бизнес-модель заключается в покупке недвижимости по ценам явно ниже рыночных, соответственно "наказываются", так как фактическая добавленная стоимость бизнес-модели не отражается в балансовой стоимости.

О сравнимости бизнес-моделей

Второй предпосылкой для функционального применения пиринговых групп является наличие сопоставимых компаний. Даже если компании занимаются исключительно недвижимостью, их бизнес-модели не сопоставимы. Среди прочего, необходимо учитывать добавленную стоимость (развитие недвижимости, торговля недвижимостью или управление портфелем недвижимости), класс активов (жилая, логистическая или коммерческая недвижимость), корпоративную форму (REIT или REOC), а также региональное или международное позиционирование. В следующем разделе в таблице 1 мы обобщили основные данные о компаниях, которые занимаются торговлей недвижимостью и котируются на бирже в Германии:

Только пять компаний, занимающихся жилой недвижимостью, отчитываются в соответствии с HGB

Кроме компании B-A-L Germany существует только пять котирующихся на бирже компаний, которые также специализируются (по крайней мере, частично) на жилой недвижимости и составляют свою годовую отчетность в соответствии с Коммерческим кодексом Германии (HGB). Из них

- Несмотря на то, что основанная в 1913 году компания **"GAG Immobilien AG"** в части жилых площадей по сравнению с B-A-L Germany территориально более сфокусирована (а именно на недвижимости в городе Кельн вместо территории федеральной земли Саксония), данная компания вместе с этим также является и значительно более крупной - 44.000 квартир и более 3,0 млн. кв. м. жилых и коммерческих площадей.
- **Noratis AG** не является чистым держателем портфеля, а продает недвижимость после ее модернизации и увеличения стоимости, что обычно приводит к существенным колебаниям показателей оборота и прибыли.
- Хотя компания **RCM Beteiligungs AG** работает в Саксонии, и в частности в Дрездене, как и B-A-L Germany, она гораздо больше зависит от дохода с продаж и поэтому должна в основном классифицироваться как риэлтор, с соответствующими последствиями для развития доходов.
- Компания **Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA**, прежнее название - Gabriel Sedlmayr Spaten-Franziskaner Bräu KGaA хотя и управляет портфелями жилой и коммерческой недвижимости, с ее арендными площадями составляющими более 450 000 кв. м. является значительно более крупной компанией в сравнении с B-A-L Germany AG.
- **Stinag Stuttgart Invest AG**, бывшая Stuttgart Hofbräu AG, управляет портфелем недвижимости в Штутгарте, при этом, однако, имеет четкую ориентацию на коммерческую недвижимость.

Целевой курс – около 2,33 евро за акцию

В соответствии с выбранной моделью K/BV на ближайшие три года можно вывести ценовой ориентир стоимости в диапазоне от EUR 2,13 до EUR 2,33 за акцию для B-A-L Germany. Однако мы считаем, что этот результат имеет лишь ограниченную сферу применения, так как бизнес-модели сопоставимых компаний лишь частично соответствуют исходной бизнес-модели B-A-L Germany, несмотря на выбранное начальное ограничительное условие. Так как в том числе и оценка по фактической стоимости (at cost модель) для компании является нецелесообразной (B-A-L Germany принципиально не приобретает недвижимость в новострое), следует перейти к имманентной (собственной) оценке компании.

Метод оценки, который мы принимаем для оценки B-A-L Germany, представляет собой модель добавленной стоимости. При этом мы проверяем, используется ли предоставленный компании капитал для создания добавленной стоимости и каким образом это увеличение стоимости отражается на текущей цене акций. Исходя из данной модели оценки, мы рассчитываем стоимость акционерного капитала B-A-L Germany, которая составляет 5,6 млн. евро. или 2,50 евро за акцию.

Таблица 1: Котирующиеся на бирже немецкие компании, специализирующиеся на недвижимости

Компания	Жилая недвиж.	Комм. недвиж.	Другое	Содерж. объектов	HGB	IFRS	Страна	Сегмент	Индекс
Accentro Real Estate AG	X					X	GER	Prime Standard	-
Adler Real Estate AG	X			X		X	GER	Prime Standard	SDAX
ADO Properties S.A.	X	X		X		X	LUX	Prime Standard	SDAX
Agrob Immobilien AG		X		X	X		GER	-	-
Alstria Office REIT-AG		X		X		X	GER	Prime Standard	MDAX
Aroundtown Property Holdings SA	X	X		X		X	LUX	Prime Standard	MDAX
B-A-L Germany AG	X			X	X		GER	-	-
BUWOG AG	X			X		X	AUT	Prime Standard	-
CA Immo AG				X		X	AUT	-	-
Consus Real Estate AG		X		X		X	GER	Prime Standard	-
Corestate Capital Holding S.A.		X	X			X	GER	Prime Standard	SDAX
CR Capital Real Estate AG	X					X	GER	-	-
Defama Deutsche Fachmarkt AG		X		X		X	GER	-	-
Demire AG		X		X		X	GER	Prime Standard	-
Deutsche EuroShop AG		X		X		X	GER	Prime Standard	MDAX
Deutsche Grundstücksauktionen AG			X				GER	-	-
Deutsche Industrie REIT-AG		X		X		X	GER	Prime Standard	-
Deutsche Konsum REIT-AG		X		X		X	GER	Prime Standard	-
Deutsche Wohnen AG	X			X		X	GER	Prime Standard	MDAX
DIC Asset AG		X		X		X	GER	Prime Standard	SDAX
ERWE Immobilien AG		X		X		X	GER	General Standard	
Eyemaxx Real Estate AG	X	X		X		X	GER	-	-
Fair Value REIT AG		X		X		X	GER	-	-
FCR Immobilien AG		X		X	X		GER	-	-
Franconofurt AG	X				X		GER	-	-
GAG Immobilien AG Vz.	X			X	X		GER	-	-
Gateway Real Estate AG	X	X				X	GER	Prime Standard	-
GIEAG Immobilien AG	X	X		X		X	GER	-	-
Godewind Immobilien AG		X		X		X	GER	Prime Standard	-
Grand City Properties S.A.	X			X		X	LUX	Prime Standard	MDAX
GSW Immobilien AG	X			X		X	GER	-	-

B-A-L Germany AG (привилегированные акции)

Компания	Жилая недвиж.	Комм. недвиж.	Другое	Содерж. объектов	HGB	IFRS	Страна	Сегмент	Индекс
GxP German Properties AG, Hamborner REIT AG		X		X		X	GER	-	-
Hasen-Immobilien AG- Helma Eigenheimbau AG, Immofinanz AG		X		X		X	GER	-	-
InCity Immobilien AG		X			X		GER	-	-
Instone Real Estate Group AG			X				GER	Prime Standard	-
LEG Immobilien AG	X			X		X	GER	Prime Standard	MDAX
Noratis AG, GER, -, -	X			X	X		GER	-	-
Patrizia Immobilien AG, GER, Prime Standard, SDAX						X	GER	Prime Standard	SDAX
Primag AG, GER, -, -	X		X		X		GER	-	-
publity AG, GER, -, -			X			X	GER	-	-
RCM Beteiligungs AG, GER, -, -	X			X	X		GER	-	-
S IMMO AG, AUT, -, -	X	X		X		X	AUT	-	-
Sedlmayr Grund und Immobilien KGaA, GER, -, -	X	X		X	X		GER	-	-
Stern Immobilien AG, GER, -, -	X				X		GER	-	-
Stinag Stuttgart Invest AG, GER, -, -	X	X		X	X		GER	-	-
TAG Immobilien AG, GER, Prime Standard, MDAX	X	X		X		X	GER	Prime Standard	MDAX
TLG Immobilien AG, GER, Prime Standard, SDAX				X		X	GER	Prime Standard	SDAX
TTL Beteiligungs- und Grundbesitz AG GER - -		X		X	X		GER	-	-
VIB Vermögen AG GER - -		X		X	X		GER	-	-
Vonovia SE GER Prime Standard DAX	X			X		X	GER	Prime Standard	DAX
Warimpex AG AUT - -		X		X		X	AUT	-	-
WCM Beteil.- und Grundbesitz-AG GER -		X		X		X	GER	-	-

Источник: SPHENE CAPITAL

Данный материал является сокращенным переводом статьи, представленной в оригинале на немецком языке: https://bal-ag.de/wp-content/uploads/191111_Sphene_update.pdf