

شرکت کارگزاری  
سرمایه و دانش



# خلاصه‌ای از مباحث میز تحلیل ۷

ارزش‌گذاری‌های دارایی‌ها و نسبت  $\frac{P}{E}$  و کاربرد آن در  
تحلیل بازار مسکن و مستغلات

دی ماه سال ۱۳۹۹



عوامل مؤثر بر نسبت پر بر ای را می‌توان از بعد دیگری بررسی کرد. در روش گوردون ارزش سهم برابر با معادله زیر است:

$$v = \frac{D * (1 + g)}{(k - g)}$$

در این معادله  $g$  برابر با نرخ رشد سودآوری است که در میز تحلیل ۶ بررسی شد. این نرخ به صورت اسمی است. یعنی هم تورم انتظاری و هم رشد تولیدات را در نظر می‌گیرد.  $k$  برابر با نرخ بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاران است که در مورد این نرخ نیز صحبت شد. این نرخ از نرخ بازده بدون ریسک به اضافه صرف ریسک به دست می‌آید که در جلسه قبل بررسی شد.

$$p = \frac{D * (1 + g)}{(k - g)}$$

برای اینکه بگوییم نسبت پی بر ای به چه عواملی بستگی دارد دو طرف معادله را بر  $E$  تقسیم می‌کنیم.

$$\frac{p}{E} = \frac{D (1 + g)}{E (k - g)}$$

از اینجا عوامل مؤثر بر نسبت پی بر ای را به راحتی می‌توان بررسی کرد.

$\frac{D}{E}$  یعنی شرکت چقدر سود تقسیم می‌کند.  $(g+1)$  یعنی این که شرکت، چقدر رشد سودآوری دارد. مشخص است که  $g$  بیشترین تأثیر را بر نسبت پی بر ای دارد. یعنی شرکت رشدی، (شرکتی که انتظار داریم رشد سودآوری زیادی داشته باشد) نسبت پی بر ای بالاتری می‌گیرد. چرا که نرخ رشد هم در صورت و هم در مخرج کسر است و کاهنده مخرج کسر است که اثر فزاینده‌ای بر پی بر ای دارد. از آنجایی که  $K$  در مخرج کسر قرار گرفته است، هر چه بازده مورد انتظار سرمایه‌گذاری شما کمتر باشد، نسبت پی بر ای بالاتری در نظر خواهید گرفت. این نرخ، ریسک را هم در نظر می‌گیرد. هر چه صرف ریسک کمتری در نظر بگیرید نسبت پی بر ای بالاتری خواهید داشت.  $\frac{D}{E}$  یعنی نسبت تقسیم سود. اگر با فرض اینکه شرکت رشد خود را حفظ می‌کند شما بتوانید  $\frac{D}{E}$  بالاتری داشته باشید، شما نسبت پی بر ای بالاتری خواهید داشت.

در کتاب‌های مالی برای نرخ رشد یعنی  $g$  معادله‌ای به شرح ذیل وجود دارد:

$$g = ROE * \left(1 - \frac{DPS}{EPS}\right)$$

این معادله نشان می‌دهد که رشد سودآوری شرکت‌ها به اندازه‌ای است که سود در داخل شرکت باقی می‌ماند و سرمایه‌گذاری می‌شود. این معادله در یک دنیای بدون تورم معادله صحیحی است. اما در شرکت‌های موجود در کشور ما اغلب ایجاد سود از طریق تورم است و در عمل رشد سودآوری شرکت‌ها ناشی از سودی نیست که در داخل شرکت باقی می‌ماند و سرمایه‌گذاری می‌شود. اگر این فرض در کشور ما صحیح بود باید در شرکت‌هایی مانند «پتروشیمی زاگرس» و «پتروشیمی فناوران» که هر سال تقریباً تمام سود خود را تقسیم می‌کنند رشد سودآوری به صفر

برسد در حالی که این شرکت‌ها از محل افزایش نرخ ارز و تورم سودآوری دارند. رشد سودآوری از طریق متغیرهای اسمی اتفاق می‌افتد. به همین خاطر از معادله بالا برای به دست آوردن نرخ رشد استفاده نمی‌کنیم. علاوه بر این، مشکل دیگری که در این معادله وجود دارد که با مفروضات معادله صحیح است اما در دنیای عملی در کشوری که تورم وجود دارد صحیح نیست به نسبت  $ROE$  برمی‌گردد. این نسبت به این مفهوم است که سود خالص به حقوق صاحبان سهام به چه میزان است و در واقع برآوردی از بازدهی حقوق صاحبان سهام است. سود خالص رقمی است که از صورت‌های مالی سود و زیان به دست می‌آید و برای امسال است. اما حقوق صاحبان سهام برابر است با دارایی‌ها منهای بدهی‌ها. دارایی‌هایی که با بهای تمام شده تاریخی ثبت شده‌اند و این موارد باعث گمراهی نسبت  $ROE$  می‌شود.

در کشور تورمی، سود خالص با تورم رشد می‌کند و به عبارتی می‌توان گفت گرم و داغ از تنور بیرون آمده است. اما دارایی‌ها منجمد و یخ زده مربوط به سالیان گذشته است. و بنابراین تقسیم این دو مورد اشتباه است. بنابراین برای برآورد نرخ رشد یعنی  $g$  از معادله بالا نمی‌توان استفاده کرد.

نسبت پر برای آنکه تاکنون مورد بررسی قرار گرفت در تحلیل بازار مسکن استفاده بسیار زیادی دارد. البته در بازار مسکن با نسبت «پوتربا» شناخته می‌شود. نسبت قیمت یک متر مربع مسکن به اجاره یک سال، یک متر مربع. برای مثال فرض کنید آپارتمانی ۱۰۰ متری با قیمت هر مترمربع بیست میلیون تومان که قیمت کلی برابر با دو میلیارد تومان دارد را ماهیانه چهار میلیون تومان اجاره داده‌اید. در صورت وجود رهن، آن را به اجاره تبدیل می‌کنیم. نسبت پوتربا با تقسیم دو میلیارد تومان بر ۴۸ میلیون تومان اجاره یک سال تقریباً برابر با ۴۰ به دست می‌آید.

این نسبت به نام اقتصاددانی است که از این نسبت برای تحلیل بازار مسکن استفاده کرده است. در بازار مسکن ایران، معمول این بود که نسبت «پوتربا» بین ۱۵ تا ۲۵ در نوسان باشد. زمانی که این نسبت برابر با ۱۵ می‌شد به این معنی بود که یا قیمت‌ها پایین است، یا قیمت‌ها نسبت به اجاره خیلی پایین است. بنابراین قیمت رشد می‌کرد. زمانی که به ۲۵ می‌رسید به این مفهوم بود که یا قیمت‌ها بالا است و باید کاهش پیدا کند یا قیمت ثابت بماند و اجاره‌ها باید رشد کند. این تحلیل ساده‌انگارانه است. این تحلیل در مورد سهم‌ها در بازار سرمایه هم وجود دارد. مثلاً نسبت پی برای بالا است و باید قیمت‌ها کاهش پیدا کند تا به مقدار معمول قبلی برسد. اما اینگونه تحلیل ایراداتی دارد. نسبت معمول قبلی از کجا آمده است؟ چرا نسبت معمول برابر با ۲۰ است و برای مثال ۴۰ نیست؟ یا چرا ۱۰ نیست؟ این سؤالاتی است که باید پرسیده شود. در تحلیل بنیادی، شاخصه‌های اصلی یک بحث را شناسایی می‌کنیم که این تحلیل بر اساس چه مفروضاتی شکل گرفته و سپس آن مفروضات را به چالش می‌کشیم و زیر سؤال می‌بریم. قیمت یک متر مربع مسکن چگونه محاسبه می‌شود؟ آیا قیمت یک سال را در نظر گرفته و برای سال‌های آتی به اندازه تورم رشد داده‌ایم؟ در این صورت چرا؟ و چگونه تعدیل شده است؟ بسیار مهم است که در بازارهای مختلف بهای تمام شده آن دارایی را بدانیم. برای مثال در تحلیل بازار مسکن یک منحنی سینوسی شکل از نسبت «پوتربا» ارائه می‌شود که در قعر این سینوس قیمت‌ها رشد می‌کند و در سقف قیمت‌ها کاهش پیدا می‌کند. چرا قیمت‌ها در قعر این سینوس رشد می‌کند؟

به این دلیل که در پایین‌ترین قیمت ممکن، ساخت و سازی انجام نمی‌شود و با افزایش تقاضا ساخت و ساز شروع می‌شود و تا دو سال طول می‌کشد که به عرضه برسد که در این دو سال قیمت‌ها رشد می‌کند. در سقف قیمتی با عرضه واحدهای مسکونی قیمت‌ها کاهش پیدا می‌کند و این رفتار سینوسی ادامه پیدا می‌کند.

توجه داشته باشید نکته و فرض مهم در این تحلیل این است که ساخت و ساز سودآور است تا جایی که اکثر فعالین اقتصادی جامعه به سمت ساخت و ساز روی آورده‌اند و مشکلی در عرضه وجود ندارد. اما اکنون این پیش فرض زیر سؤال رفته است. در شهری مانند تهران آن قدر بهای تمام شده واحدهای مسکونی بالا رفته است که با اینکه قیمت‌ها بالا رفته است اما ساخت و ساز تحریک نشده و رشدی نکرده است. بنابراین گذشته را نمی‌توان به آینده تعمیم داد. در گذشته این تحلیل درست بوده که با رشد قیمت‌ها بساز و بفروشی جذاب می‌شده و اکثر فعالین شروع به ساخت و ساز می‌کردند. اما اکنون مشکلی که وجود دارد در بازار مسکن این است که قیمت زمین و مصالح ساختمانی چنان رشد کرده است که با این قیمت‌های نجومی برای مسکن، باز هم تحریکی از سوی ساخت و ساز ایجاد نشده است.

اکنون نسبت «پوتربا» در تهران بین ۳۵ الی ۴۰ است. اگر بخواهد به نسبت معمول ۲۵ برسد یا قیمت‌ها باید کاهش پیدا کند یا اجازه بهای که در مخرج کسر است رشد کند. قیمت مسکن نمی‌تواند کاهش پیدا کند چرا که تحت تأثیر بهای تمام شده است که اجازه کاهش را نمی‌دهد. بهای تمام شده در تهران عمدتاً تحت تأثیر قیمت زمین است. در برخی مناطق ۹۰ درصد بهای تمام شده یک متر مربع آپارتمان، قیمت زمین است و در برخی مناطق ۴۰ درصد است. به صورت میانگین قیمت زمین ۶۰ درصد بهای تمام شده یک متر مربع آپارتمان را تشکیل می‌دهد. برخی این پرسش را مطرح می‌کنند که چرا قیمت زمین نمی‌تواند کاهش پیدا کند؟ مگر نمی‌توان با ایجاد شهرک‌های جدید عرضه زمین را بیشتر کرد؟ عرضه زمین به این راحتی نیست. برای مثال شهر جدید پرنده را در نظر بگیرید. شهر جدید زیرساخت‌هایی مانند جاده، مدارس، شهرداری و سیستم فاضلاب، مترو و ایجاد دسترسی و مراکز درمانی و... لازم دارد تا کیفیت زندگی به حدی برسد که مردم آن را به تهران ترجیح دهند. تمام این هزینه‌ها به قیمت زمین اضافه می‌کند. عمده تأکید شهرداری تهران این است که در بافت فرسوده ساخت و ساز انجام شود و قیمت زمین کنترل شود. شهرک‌های جدید هزینه‌های زیرساخت را ایجاد می‌کند. به دولت هم امیدی نیست که بتواند زیرساخت ایجاد کند و بار هزینه‌های دولت سنگین است.

قیمت یک مترمربع آپارتمان در شرایط فعلی امکان کاهش ندارد. چرا که با کاهش قیمت به بهای تمام شده نزدیک خواهد شد و دیگر ساخت و ساز سودآور نبوده و عرضه کاهش پیدا می‌کند. چرا باید نگران سودآوری ساخت و ساز بود؟ بالاخره به اندازه نیاز باید ساخت و ساز انجام شود. سالانه بالغ بر یک میلیون واحد مسکونی نیاز است. بیشتر از ۲۵ میلیون واحد مسکونی در کشور وجود دارد که با عمر مفید ۵۰ ساله، نرخ استهلاک دو درصد خواهد بود. یعنی سالانه ۵۰۰ هزار واحد برای جایگزینی واحدهای مستهلک شده مورد نیاز است. حدود ۵۰۰ هزار واحد آمار ازدواج است که به تقاضای مسکن اضافه می‌کند. با در نظر گرفتن آمار طلاق و مرگ و میر در نهایت سالانه یک میلیون واحد مسکونی مورد نیاز است که بر اساس گزارش‌ها، از سال ۹۲ تاکنون سالانه ۳۵۰ تا ۴۰۰ هزار واحد ساخته می‌شود. نکاتی در مورد خانه‌های خالی که تاکنون آمار دقیقی نداشته است، وجود دارد. این واحدها عمدتاً برای حفظ قدرت خرید پول در مناطق بالای شهری ساخته شده است. در مناطقی که عمدتاً واحدهای لوکس ساخته می‌شود. در همه اقتصادها درصدی خانه خالی وجود دارد. همان طور که درصدی بیکاری طبیعی وجود دارد. این میزان در حدود ۱۱ درصد در اقتصاد ایران بوده است اما در کشورهای دیگر ۶ درصد. خانه‌های خالی مورد بحث ما نیست چرا که ما در مورد واحدهای مصرفی صحبت می‌کنیم.

بنابراین قیمت واحدهای مسکونی نمی‌تواند کاهش شدیدی داشته باشد. مگر اینکه با کاهش شدید قیمت دلار، قیمت آهن و مصالح ساختمانی کاهش پیدا کند که بهای تمام شده را کاهش دهد. از طرفی به نظر می‌رسد که به دلیل مازاد تقاضا اجاره بها رشد داشته باشد.