Александр ДУСМАН,
директор по инвестициям,
департамент структурных продуктов
и фондов недвижимости,
«ВТБ Капитал Управление Активами»

Строить или купить готовое?

АКТУАЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИОННЫЕ СТРАТЕГИИ

Российский рынок недвижимости по-прежнему предлагает хорошие возможности для инвесторов, чтобы заработать с относительно умеренным уровнем риска. Однако сегодня обострился вопрос, который всегда стоял перед девелоперами и инвесторами: вложить средства в готовую недвижимость или в строящийся проект (и на какой стадии)? Выбор в данном случае определяется стратегией, которую использует инвестор.

Рассматривая возможность инвестировать в готовый объект, необходимо четко понимать, как на нем можно заработать. В теории, отдача от инвестиций в заполненный операционной объект имеет два источника: первым является доход от аренды, а второй — увеличение стоимости недвижимости в течение периода владения. Для оценки отдачи от арендных доходов необходимо сравнить средневзвешенную стоимость капитала инвестора (WACC) с входной доходностью актива по данной инвестиции (going-in cap rate). Если входная доходность актива выше, чем средневзвешенная стоимость капитала инвестора и есть ожидание повышения арендного дохода в будущем, то указанная разница возрастает и создает дополнительную стоимость для инвестора. Рост стоимости актива за счет удержания в течение определенного периода владения является функцией двух основных переменных — доход от арендного потока и ставка капитализации при выходе (продаже). В ситуации, когда нет существенного увеличения арендного потока за период владения, рост стоимости актива обусловлен исключительно ставкой капитализации при продаже, которая и будет определять в конечном счете внутреннюю норму доходности инвестора (IRR).

Если до недавнего времени существовала устойчивая тенденция по снижению ставки капитализации (с учетом сближения существовавших ставок в России и ставок, применяемых к аналогичным по классу и степени риска активам на европейских рынках), то сегодня эта идея уже не может звучать убедительно на ближайшую перспективу в 1–2 года.

Тем не менее рынок сделок по приобретению готовых активов институционального качества не закрыт и продолжает свое развитие. Здесь в настоящее время преобладают профильные инвесторы с ограниченным кредитным плечом, желающие вложить свободные денежные средства в надежные активы (особен-

но эта тенденция укрепляется с учетом проекта по деофшоризации российской экономики и опасений, связанных с вводимыми против России санкциями).

В ситуации, когда есть сомнения в потенциале для снижения ставки капитализации, интерес инвесторов смещается в сторону сегмента строящихся активов. Основными рисками девелоперских проектов были и остаются надежность права собственности на объект, сложности процесса выдачи разрешений и согласований в России и способность девелопера завершить проект вовремя и в соответствии с утвержденным бюджетом.

По нашему мнению, девелоперский сегмент по-прежнему предлагает в России доходность на уровне 20-30% годовых. Это обусловлено тем, что девелоперские проекты имеют продолжительность 3–5 лет и предложение проекта «в рынок» будет происходить предположительно после окончания текущей геополитической турбулентности. При этом спрос на готовую недвижимость от конечных пользователей/арендаторов по-прежнему сохраняется.

Следует отметить, что сегмент готовой недвижимости в основном предпочитают консервативные инвесторы, в то время как девелоперские проекты привлекают более искушенных и стремящихся к максимизации доходности инвесторов.

На наш взгляд, в настоящее время в качестве привлекательных могут рассматриваться следующие инвестиционные стратегии.

1. Инвестиции в жилую недвижимость экономического класса Москвы и ближайшего Подмосковья

Жилье экономического класса доступно широкому кругу населения благодаря росту располагаемых доходов наряду с широким распространением ипотечных программ — при приобретении наиболее ликвидных квартир ежемесячный платеж по ипотеке ненамного превышает стоимость аренды сопоставимой квартиры.

Москва — центр экономической и политической жизни России. Москва и Московская область являются одними из немногих российских регионов, где, согласно данным Росстата, за последние десять лет регистрируется стабильный прирост населения, который, в свою очередь, обуславливает непрекращающийся спрос на новое жилье. Предложение нового жилья в наиболее востребованных районах Москвы и Московской области существенно меньше спроса ввиду ограничений на новое строительство в центре города, а также выбранного приоритета по размещению на свободных территориях проектов по улучшению транспортной инфраструктуры.

Указанные выше обстоятельства приводят к тому, что рассматриваемый объект инвестиций (пулы квартир и/или отдельные квартиры) обладает очень хорошей ликвидностью, с возможностью реализации значительного объема в течение нескольких месяцев.

Следует отметить, что порог входа в данный сегмент для фондов недвижимости не является существенным — объем инвестиции в отдельно взятую однокомнатную квартиру экономического класса варьируется в диапазоне от 3 до 6 млн руб. в зависимости от местоположения и стадии строительства. Таким образом, ЗПИФ недвижимости размером 300–400 млн руб. может сформировать диверсифицированный портфель квартир от нескольких застройщиков, при этом получая дополнительные скидки за объем.

Финансовое состояние крупных застройщиков сейчас значительно лучше, чем в 2008–2009 годах, они в меньшей степени зависимы от зарубежных кредитов, планирование их деятельности и новых объемов строительства осуществляется с учетом темпов ежегодных продаж. Таким образом, крупные застройщики в состоянии выстраивать гибкую ценовую политику, которая не приведет к падению прибыльности их инвестиций.

Основной интерес представляют квартиры, находящиеся на этапе строительства, поскольку демонстрируют максимальный рост стоимости до 40–50% от начала до завершения строительства, или около 15–20% годовых на горизонте около 1.5–2.5 года. Этот рост в меньшей степени зависит от общей конъюнктуры рынка и обусловлен возможностью застройщика сэкономить собственные средства на ранних этапах после получения разрешения на строительство.

Обобщая, можно сказать, что разнообразие объектов для инвестирования на рынке недвижимости делает этот рынок доступным широкому кругу инвесторов, начиная от физических лиц с небольшим размером инвестиционного капитала до крупных состоятельных клиентов, пенсионных фондов и других институциональных инвесторов. Стратегия инвестирования в жилую недвижимость может быть наиболее интересна физическим лицам, поскольку имеет низкий порог входа и минимально разумный горизонт инвестирования в 3 года.

ДЕВЕЛОПЕРСКИЙ СЕГМЕНТ ПРЕДЛАГАЕТ ДОХОДНОСТЬ НА УРОВНЕ 20–30% ГОДОВЫХ

2. Инвестирование в готовую коммерческую недвижимость

Данная стратегия отличается от предыдущей по ряду ключевых параметров. Во-первых, в этом классе активов нет девелоперского риска, поскольку приобретается объект, сразу приносящий стабильный доход. Вкладывая в готовый объект недвижимости, инвестор получает значительно большую защиту капитала в сравнении с просто финансовым активом — в случае дефолта отдельного арендатора по платежам его можно пересдать в аренду и возобновить денежный поток. В зависимости от класса актива и качества его арендных договоров дивидендная доходность может варьироваться в пределах 8–12%. При этом валовая доходность (IRR) с учетом роста стоимости актива во времени может достигать около 10–15% годовых в долларах США при горизонте инвестирования 3–5 лет, а при условии использования инвестором кредитного плеча — 17–20% годовых и более.

Во-вторых, размер «входного билета» на этот рынок гораздо выше — начинается от $100 млн для объекта небольших и средних размеров. С учетом необходимости диверсификации портфеля инвестиций данное обстоятельство может потребовать значительных усилий со стороны управляющей компании по привлечению средств в коллективную схему инвестирования (будь то ЗПИФ недвижимости или иная инвестиционная платформа).

Наконец, вложение средств в готовую коммерческую недвижимость требует более тщательного выбора объекта инвестиций, планирования своих действий после приобретения и активного управления объектом с целью поддержания его работоспособности и увеличения его капитализации. Это подразумевает целый ряд мер:

a) необходимо начать с правильного выбора объекта инвестиций — сегментация рынка и разнообразие объектов очень большие, поэтому при выборе объекта нужно учитывать ряд факторов, обуславливающих потенциал проекта, включая его местоположение, транспортную доступность, архитектурную концепцию, набор арендаторов и условия арендных договоров, обслуживающую инфраструктуру, опыт и репутацию застройщика и эксплуатирующей компании, конкурентное окружение и так далее;

b) следует написать эффективный бизнес-план управления инвестицией — еще на этапе планирования необходимо понимать, как выйти из проекта с желаемой прибылью. Рынок коммерческой недвижимости имеет свои особенности и закономерности, которые необходимо учитывать при построении финансовой модели приобретаемого актива;

c) осуществлять оперативное управление инвестицией, включая создание команды и управление ею для реализации бизнес-плана, отслеживание исполнения бизнес-плана и его корректировки с учетом динамики рынка, анализ рисков на ранней стадии их появления и разработку стратегии минимизации их влияния и тому подобное.

Рынок готовой коммерческой недвижимости имеет ряд важных ключевых особенностей: во-первых, ограниченность предложения качественных офисных и торговых центров в наиболее востребованных арендаторами районах Москвы и Санкт-Петербурга, а также ограничения на строительство новых объектов снижают конкуренцию, что поддерживает арендные ставки и цены на недвижимость. Например, согласно исследованиям ведущих консалтинговых агентств, ежегодное поглощение офисных площадей (купленных и арендованных) в Москве существенно превышает ввод новых площадей за последние несколько лет. Во-вторых, арендаторами первоклассных офисных и торговых объектов выступают ведущие российские и зарубежные компании с высоким кредитным рейтингом. В-третьих, арендные договоры заключаются на длительный срок 3–10 лет, номинированы в долларах США или евро и предусматривают ежегодную индексацию арендных платежей в привязке к инфляции. В-четвертых, ценообразование на первоклассные объекты коммерческой недвижимости в сравнении с облигациями эмитентов, выступающих, как правило, арендаторами такой недвижимости, предполагает дополнительную доходность.

Таким образом, инвестиции в коммерческую недвижимость позволяют надежно разместить крупный капитал на период от 3 лет с минимальным риском потерь от возможных валютных колебаний и инфляции. Инвестиционные стратегии на рынке недвижимости также позволяют максимально учесть индивидуальные особенности инвесторов и использовать широкий круг платформ для инвестирования, включая ЗПИФы, фонды, зарегистрированные в зарубежных юрисдикциях, специально созданные структурные продукты и тому подобное.

ВКЛАДЫВАЯ В ГОТОВЫЙ ОБЪЕКТ НЕДВИЖИМОСТИ, ИНВЕСТОР ПОЛУЧАЕТ ЗНАЧИТЕЛЬНО БОЛЬШУЮ ЗАЩИТУ КАПИТАЛА