

Анализ инвестиционных  
рисков при принятии  
решения о вхождении  
в проект.



Основные риски при инвестировании в  
недвижимость

Инструменты управления рисками

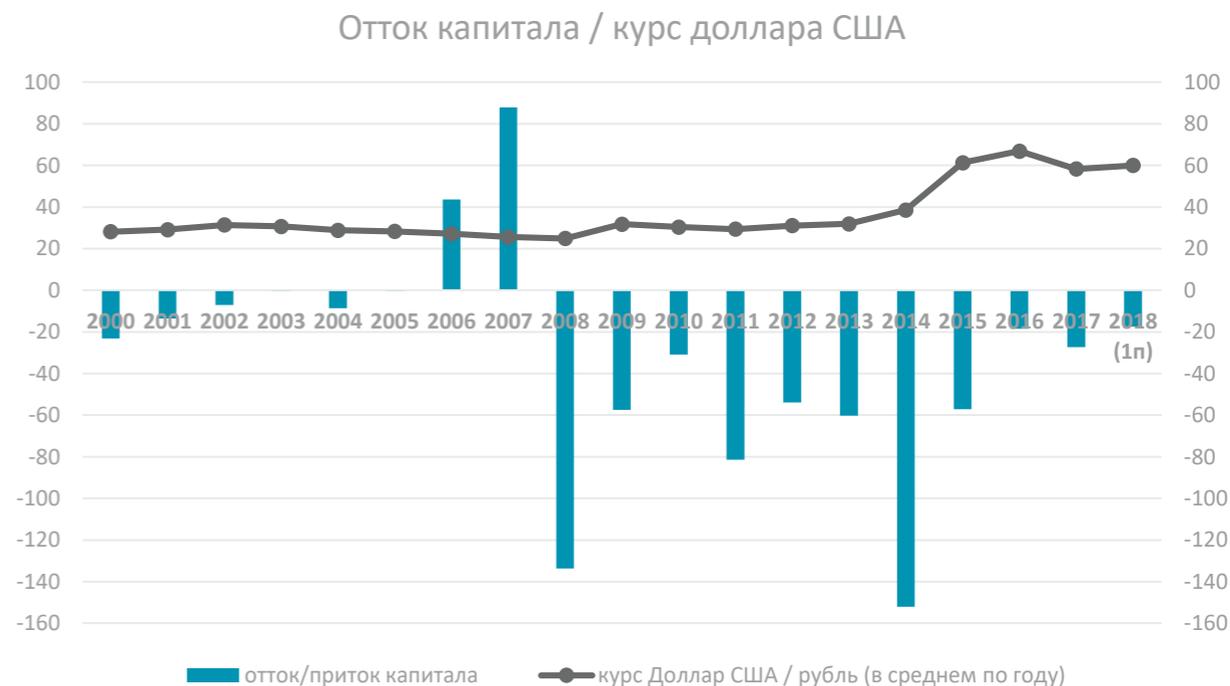
Недвижимость vs альтернативные  
инструменты инвестирования

Доходность альтернативных инструментов  
и ставки капитализации

Оценка рисков и стоимости капитала

## ОСНОВНЫЕ РИСКИ ПРИ ИНВЕСТИРОВАНИИ В НЕДВИЖИМОСТЬ

- **Геополитический риск** (новые санкции, увеличение оттока капитала, падение покупательской способности, рост ключевой ставки)
- **Страновой риск** (развивающаяся экономика, уровень жизни ниже чем на Западе, фондирование дороже)
- **Валютный риск** (продолжающийся отток капитала давит на курс валют, инвестиции в недвижимость менее привлекательны для иностранных инвесторов, т.к. риски потерь в долларовом эквиваленте существенны, но для оппортунистов есть шанс (пример 2002 - 2007))
- **Девелоперский риск** (зависимость себестоимости строительства от курса валют т.к. избежать импортную составляющую расходов невозможно, градостроительные риски).
- **Коммерческий риск** (сдача в аренду, изменение спроса, рост расходов на маркетинг, увеличение сроков заполнения объекта)
- **Риск ликвидности** (сроки экспозиции объекта на рынке, ликвидность альтернативных инструментов выше)
- **Финансовые риски** (высокий LTV, валютный кредит)
- **Законодательный и налоговые риски** (изменение налоговых ставок, ФЗ-214, законодательство о КИКах)



### Можно управлять / минимизировать

- Валютный риск
- Девелоперский риск
- Коммерческие риски
- Финансовые риски
- Риск ликвидности

### Неуправляемые риски

- Геополитический
- Страновой
- Законодательный и налоговый

## ВАЛЮТНЫЕ РИСКИ

- Валютные свопы и форварды
- Опционы на покупку валюты

## ДЕВЕЛОПЕРСКИЕ РИСКИ

- Хеджирование валютных рисков или запасы валютной наличности для минимизации роста себестоимости
- Фазирование проектов для получения более быстрой окупаемости
- Отлагательные условия по сделке при покупке проекта без комплекта ИРД

## КОММЕРЧЕСКИЕ РИСКИ

- Профессиональное управление объектом
- Заключение предварительных договоров с арендаторами
- Агрессивный маркетинг
- Изменение продукта под арендатора / рыночные тенденции (продажа вместо аренды)

## ФИНАНСОВЫЕ РИСКИ

- Комфортный LTV 60-65% (не перегружаем объект кредитом)
- Кредит в валюте денежного потока (кредит отличной валюте не более 30-40% от совокупного кредита)
- Досрочное погашение части долга, рефинансирование (часть прибыли на досрочное погашение долга)

## РИСКИ ЛИКВИДНОСТИ

- Правильное и своевременное позиционирование объекта на рынке
- Привлечение профессионального консультанта для поиска покупателя и управления сделкой

## CASE STUDY: БИ-ВАЛЮТНЫЙ КРЕДИТ (СНИЖАЕМ РИСК – УВЕЛИЧИВАЕМ ДОХОДНОСТЬ)

### Проект – построенное офисное здание

- Объект сдается в аренду на текущий момент заполнен на 60%, планируется дозаполнение до 100% в течение ближайших 18 месяцев. Прогноз денежного потока представлен ниже.
- Собственник продает объект по цене 5 млрд рублей.
- Прогнозируется снижение ставок капитализации до 9,0% в течение ближайших трех лет.

### Валютный кредит (евро):

- LTV – 65%
- Ставка – 4,5%
- Амортизация – 3,5%
- Шаровой платеж – 65%
- Курс на дату получения – 78 руб

| (в млн рублей)                      | 0 год          | 1 год       | 2 год        | 3 год         |
|-------------------------------------|----------------|-------------|--------------|---------------|
| Курс Евро/рубль                     | 78,0           | 78,0        | 80,0         | 82,0          |
| Чистый операционный доход           | -              | 353,5       | 506,7        | 587,5         |
| Покупка объекта / продажа объекта   | (5 000)        | -           | -            | 6 527         |
| Привлечение / переуступка кредита   | 3 250          | -           | -            | (3 057)       |
| Проценты                            | -              | (146,2)     | (144,7)      | (143,0)       |
| Обслуживание долга                  | -              | (113,7)     | (116,6)      | (119,6)       |
| <b>Свободный денежный поток</b>     | <b>(1 750)</b> | <b>93,5</b> | <b>245,3</b> | <b>3794,8</b> |
| <b>IRR (на собственный капитал)</b> | <b>34,9%</b>   |             |              |               |

| (в млн рублей)                      | 0 год          | 1 год       | 2 год        | 3 год          |
|-------------------------------------|----------------|-------------|--------------|----------------|
| Курс Евро/рубль                     | 78,0           | 80,0        | 90,0         | 120,0          |
| Чистый операционный доход           | -              | 353,5       | 506,7        | 587,5          |
| Покупка объекта / продажа объекта   | (5 000)        | -           | -            | 6 527,0        |
| Привлечение / переуступка кредита   | 3 250          | -           | -            | (4 475,0)      |
| Проценты                            | -              | (150,0)     | (162,8)      | (209,2)        |
| Обслуживание долга                  | -              | (116,7)     | (131,2)      | (175,0)        |
| <b>Свободный денежный поток</b>     | <b>(1 750)</b> | <b>86,8</b> | <b>212,6</b> | <b>2 256,0</b> |
| <b>IRR (на собственный капитал)</b> | <b>14,3%</b>   |             |              |                |

## CASE STUDY: БИ-ВАЛЮТНЫЙ КРЕДИТ (СНИЖАЕМ РИСК – УВЕЛИЧИВАЕМ ДОХОДНОСТЬ)

### Проект – построенное офисное здание

- Объект сдается в аренду на текущий момент заполнен на 60%, планируется дозаполнение до 100% в течение ближайших 18 месяцев. Прогноз денежного потока представлен ниже.
- Собственник продает объект по цене 5 млрд рублей.
- Прогнозируется снижение ставок капитализации до 9,0% в течение ближайших трех лет.

### Валютный кредит (евро):

- LTV – 25%
- Ставка – 4,5%
- Амортизация – 3,5%
- Шаровой платеж – 65%
- Курс на дату получения – 78 руб

### Рублевый кредит:

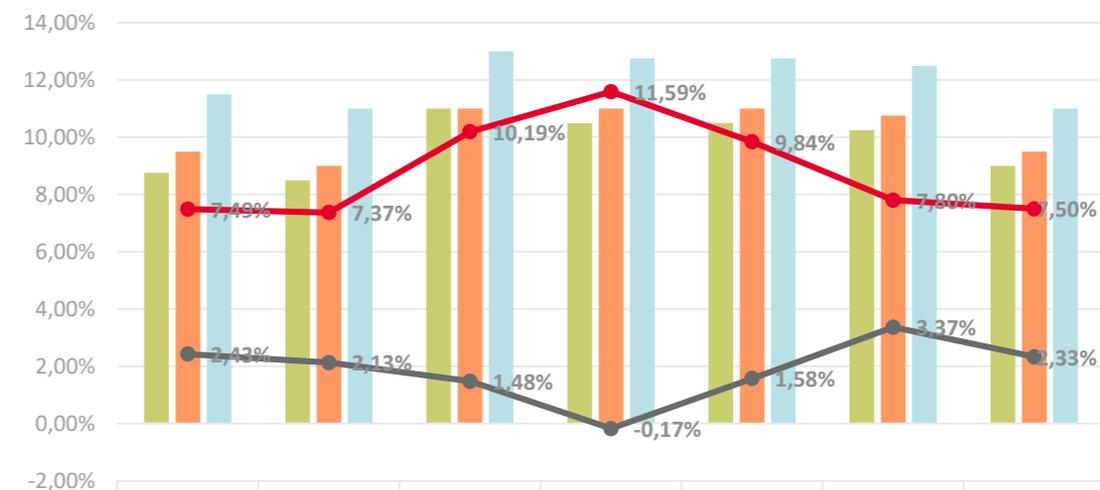
- LTV – 40%
- Ставка – 9,5%
- Амортизация – 3,5%
- Шаровой платеж – 65%

| (в млн рублей)                      | 0 год          | 1 год        | 2 год        | 3 год          |
|-------------------------------------|----------------|--------------|--------------|----------------|
| Курс Евро/рубль                     | 78,0           | 78,0         | 80,0         | 82,0           |
| Чистый операционный доход           | -              | 353,5        | 506,7        | 587,5          |
| Покупка объекта / продажа объекта   | (5 000)        | -            | -            | 6 527          |
| Привлечение / переуступка кредита   | 3 250          | -            | -            | (2 966,1)      |
| Проценты                            | -              | (246,2)      | (239,0)      | (231,7)        |
| Обслуживание долга                  | -              | (113,7)      | (114,9)      | (116,0)        |
| <b>Свободный денежный поток</b>     | <b>(1 750)</b> | <b>(6,5)</b> | <b>152,8</b> | <b>3 801,5</b> |
| <b>IRR (на собственный капитал)</b> | <b>31,6%</b>   |              |              |                |

| (в млн рублей)                      | 0 год          | 1 год        | 2 год        | 3 год          |
|-------------------------------------|----------------|--------------|--------------|----------------|
| Курс Евро/рубль                     | 78,0           | 80,0         | 90,0         | 120,0          |
| Чистый операционный доход           | -              | 353,5        | 506,7        | 587,5          |
| Покупка объекта / продажа объекта   | (5 000)        | -            | -            | 6 527          |
| Привлечение / переуступка кредита   | 3 250          | -            | -            | (3 511,1)      |
| Проценты                            | -              | (247,7)      | (245,9)      | (257,2)        |
| Обслуживание долга                  | -              | (114,9)      | (120,5)      | (137,3)        |
| <b>Свободный денежный поток</b>     | <b>(1 750)</b> | <b>(9,0)</b> | <b>140,2</b> | <b>3 209,6</b> |
| <b>IRR (на собственный капитал)</b> | <b>24,4%</b>   |              |              |                |

## НЕДВИЖИМОСТЬ VS АЛЬТЕРНАТИВНЫЕ ИНСТРУМЕНТЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

- Коммерческая недвижимость (доходная) – одна из самых безопасных инструментов инвестирования по сравнению с государственными облигациями.
- На сегодняшний день инвестиции в коммерческую недвижимость снова становятся привлекательными, т.к. спред доходности по сравнению с ОФЗ растет с 2016 года.
- Альтернативой инвестициям в недвижимость могут выступать государственные облигации с длинным сроком погашения, а также корпоративные облигации компаний «голубых фишек».
- Но инвестиции в корпоративные облигации могут иметь высокий кредитный риск и плохое обеспечение, а также могут возникать проблемы с покупкой крупных объемов (обрушение или взлет рыночной цены при осуществлении сделок), в то время как инвестиции в недвижимость обеспечены реальным активом и цена входа не подлежит значительной корректировке после достижения договоренностей между сторонами сделки.

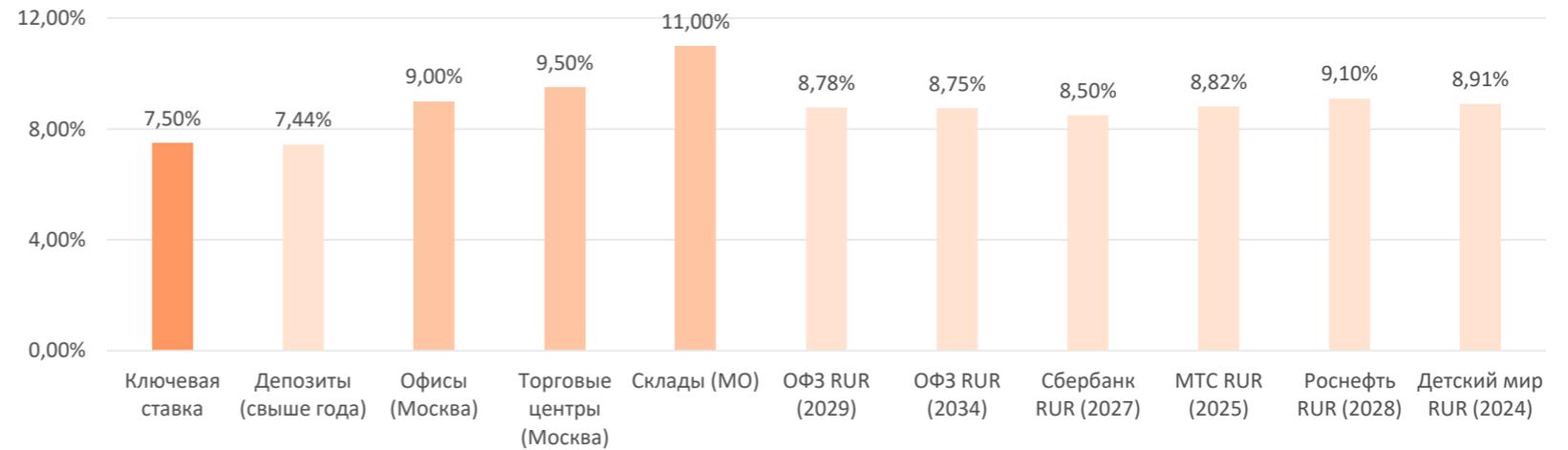


- В 2014-2015 годах хорошей альтернативой инвестициям в недвижимость были банковские депозиты и облигации федерального займа.
- После повышения ключевой ставки доходность по данным инструментам равнялась доходности недвижимости или превышала ее.

# ДОХОДНОСТЬ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ И СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ

- Инвестиции в коммерческую недвижимость являются более привлекательными по сравнению с инвестициями в ОФЗ и корпоративные облигации первого эшелона.
- Ставки капитализации, указанные на графике, применимы к премиальным объектам, расположенным в Москве и Московской области.
- На непремияльные объекты ставки капитализации, как правило выше на 0,5-3,0% (в зависимости от локации объекта, качества контрактов и качества строительства)
- В перспективе ближайших двух лет Cushman & Wakefield прогнозирует дальнейшую компрессию ставок капитализации на 0,25-0,5%.

Доходности недвижимости, ОФЗ и облигаций голубых фишек (сентябрь 2018)



Прогноз ставок капитализации (премиальные объекты)



Источники: ЦБ РФ (ключевая ставка, депозиты), Cushman & Wakefield (ставки капитализации), Финам (доходности к погашению)

## CAPM (Cost of Capital Pricing Model)

CAPM – одна из самых распространённых моделей оценки, но в недвижимости не используется в связи с отсутствием качественных статистических данных, необходимых для анализа. CAPM применяется для акций компаний.

$$\text{COE} = \underline{R_f} + \underline{\beta \times (R_m - R_f)}$$

COE – стоимость собственного капитала

$R_f$  – безрисковая ставка доходности (гос. облигации)

$R_m$  – ставка доходности диверсифицированного рыночного портфеля (индекс биржи)

$\beta$  – бета-коэффициент, показатель систематического риска данного актива относительно рынка

## Build-up Model

Модель кумулятивного построения широко применяется для оценки рисков и стоимости собственного капитала в области недвижимости.

$$\text{COE} = \underline{R_f} + \underline{R_c}$$

COE – ставка доходности собственного капитала

$R_f$  – безрисковая ставка доходности (гос. облигации)

$R_c$  – премия за риски конкретного актива (коммерческие риски, девелоперские риски, риски ликвидности)

- Если приобретение проекта финансируется только за счет собственных средств, то полученный COE является ставкой дисконтирования денежных потоков такого проекта.

### WACC

(средневзвешенная стоимость капитала)

WACC применяется для оценки стоимости капитала в случаях, когда приобретение проекта финансируется за счет собственных и заемных средств.

$$\text{WACC} = \frac{K_d \times W_d \times (1 - T)}{K_e \times W_e}$$

WACC – средневзвешенная стоимость капитала

$K_d$  – стоимость заемного финансирования

$w_d$  – вес заемного капитала в структуре капитала проекта

T – ставка налога на прибыль

$K_e$  – стоимость собственного капитала

$w_e$  – вес собственного капитала в структуре капитала проекта

- Чем выше вес заемного капитала в структуре капитала проекта, тем дороже стоимость собственного капитала инвестора (т.е. ожидаемая на него доходность), поскольку риски инвестора при увеличении кредитной нагрузки возрастают.
- Заемное финансирование позволяет использовать «налоговый щит», т.к. проценты по кредиту уменьшают прибыль проекта, являющуюся предметом налогообложения.

### ОЛЬГА ШЛЫЧКОВА

Старший директор, отдел рынков капитала и инвестиций

моб.: +7 (916) 766-95-16  
olga.shlychkova@cushwake.com

### КОНСТАНТИН ЛЕБЕДЕВ

Партнер, Руководитель отдела оценки

моб.: +7 (985) 784-47-05  
konstantin.lebedev@eur.cushwake.com