

## Краткая статистика

По сравнению с  
1П '09 2П '08

Объем инвестиций	↑	↓
Количество сделок	↑	↓

- Во II полугодии 2009 г. объем инвестиционных транзакций увеличился по сравнению с I полугодием, но общий годовой оборот составил лишь ок. \$ 18 млн (€ 12,5 млн.)
- В то время, как объем прямых инвестиций по сравнению с предыдущими годами оказался мизерным, на рынке распространились другие виды операций, в частности, продажа стрессовых активов в счет долгов
- Как и в I полугодии 2009 г., интерес международных инвесторов к украинской недвижимости оставался низким. Активность на рынке поддерживалась местными инвесторами, которые приобретали недвижимость не высокого класса, скорее из оппортунистических, нежели стратегических побуждений.
- В 2010 году ожидается улучшение ключевых показателей рынка, но до тех пор, пока крупные инвесторы будут нацелены на приобретение «безрисковой недвижимости» (defensive properties), кол-во совершенных транзакций будет ограничено.

## РЕЗЮМЕ

Как и ожидалось, инвестиционная активность увеличилась во II половине 2009 г., но количество заключенных сделок осталось незначительным, свидетельствуя о всё ещё депрессивном состоянии рынка. Все же, коммерческая недвижимость хотя и медленно, но возвращается в поле зрения инвесторов. Однако, активными пока, в основном, остаются местные игроки, в то время как иностранцы продолжают с опаской смотреть на украинский рынок. Таким образом, в 2009 г. количество трансграничных инвестиционных транзакций фактически свелось к нулю, хотя некоторые «девелоперские» сделки с участием игроков из России были заключены в последние месяцы года.

Существенное восстановление инвестиционного рынка не ожидается до прояснения всех неопределенностей, связанных с выборами президента и видимого улучшения спроса со стороны арендаторов. В то же время, ставки капитализации на лучшие помещения уже достигли того уровня, когда их дальнейшее повышение выглядит неоправданным. Однако, учитывая периодическую политическую нестабильность, а также острое фискальное напряжение в стране, риски того, что ставки капитализации могут пойти вверх, остаются.

## ОБЗОР РЫНКА

## Объем инвестиций

Общий объем инвестиций в недвижимость (за вычетом долговых урегулирований и девелоперских сделок) за II полугодие 2009 г. составил ок. \$ 14 млн. в четырех транзакциях. Это в три раза больше, чем в I половине года, но на 94% меньше чем за аналогичный период в 2008 г. Хотя увеличение активности наблюдалось во всей Центральной и Восточной Европе (ЦВЕ), в случае с Украиной оно не свидетельствует о серьезном росте заинтересованности инвесторов в украинской недвижимости. Увеличение инвестиционного оборота во II половине 2009 г. – скорее, результат некоторых менее положительных факторов, в том числе низкой сравнительной базы, сезонных эффектов (традиционно наиболее интенсивный период – это осень) и роста предложения со стороны государственного сектора. Тем не менее, растущий оборот все же указывает, что разрыв в понимании капитальной стоимости между продавцами и покупателями выравнивается, но пока еще не в случае с высококачественными объектами (prime property).

## Полугодовой оборот инвестиций и количество сделок



Источник: CB Richard Ellis

Заметка: украинский рынок инвестиций демонстрирует весьма незначительные обороты и является крайне непрозрачным. Поэтому, данные CBRE по объемам инвестиций не являются исчерпывающими и подлежат постоянному пересмотру. Методика расчета данных была изменена в 2008 г., когда стали учитываться долевыми сделки. Ранее в объемах инвестиций отображались только операции с активами. Пожалуйста, смотрите определение на стр. 5

## Инвесторы

Поддержку рынку, в основном, обеспечивали местные инвесторы, оперирующие собственным капиталом и приобретающие недвижимость невысокого класса скорее из оппортунистических, нежели стратегических побуждений. Практически полное отсутствие международных инвесторов в 2009 г. привело к тому, что локальные игроки стали активными покупателями недвижимости, хотя исторически они, в основном, продавали ее. Распространение сделок с участием неизвестных частных лиц, чья деятельность не была бы даже замечена на растущем рынке, показывает, насколько эндогенным стал рынок, и как сильно он уменьшился.

Следует отметить, что иностранные игроки не совершили серьезных приобретений не только из-за повышенных рисков, но также из-за очень жестких требований в отношении самой сделки. Так, большинство инвесторов с деньгами, которые теоретически могли бы оживить рынок, главным образом сосредоточили свое внимание на безопасных вариантах – т.е., на высококачественных зданиях с отличным расположением и с долгосрочными договорами аренды. Так как очень мало собственников сегодня предлагают такой продукт [по приемлемой цене] и еще меньше появится в будущем (ведь желание продавать на рынке, который, похоже, достиг дна, исчезает), инвесторам, нацеленным на прямые вложения, следует расширить параметры поиска. В частности, на рынке девелопмента сейчас достаточно «стрессовых» продавцов, которые предлагают возможности для инвестирования во всех сегментах, однако предложений наиболее высокого качества (prime) совсем немного.

## Транзакции

Как и прежде, во II полугодии 2009 г. большинство предложений было ограничено наименее ликвидными видами недвижимости, как то – земельные участки, объекты незавершенного строительства и т.д., в то время как высококачественные, генерирующие доход активы оставались за пределами рынка. Это было обусловлено двумя причинами. Во-первых, владельцы не желали расставаться с источниками постоянного дохода и вместо этого выставляли на продажу более рискованные активы. Во-вторых, отсутствовала потребность в реализации действующих активов, так как банки не оказывали серьезного давления на должников. В действительности, одной из основных причин отсутствия транзакций (не считая сделок в девелопменте) является отсутствие по-настоящему «стрессовых» продавцов, что довольно нехарактерно для депрессивного рынка, когда невыплаты по обязательствам, как правило, растут.

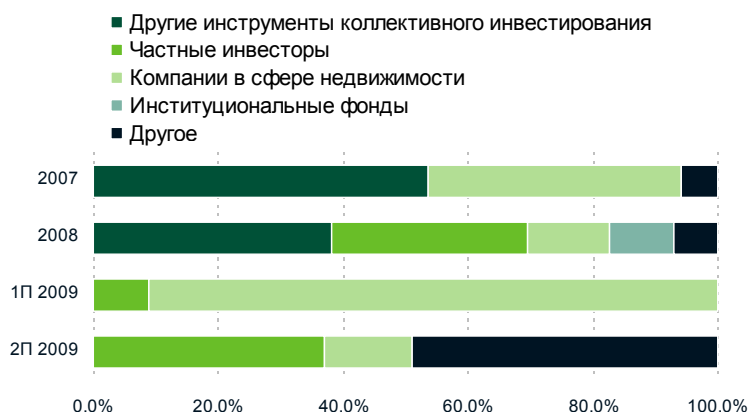
## Налоги

	Ставка, %
Подходный налог	15 (единый)
Налог на прибыль юридических лиц	25
Налог на добавленную стоимость	20
Сбор в фонд социального страхования	30.8

Однако, во избежание взыскания залогов (т.е., принудительных продаж «стрессовых» активов) и дальнейшего падения стоимости, банки предпочли проигнорировать ухудшения в соотношениях между суммой кредита и стоимости залога (LTV), что, в свою очередь, позволило собственникам сохранить свои активы.

Покупатели со своими узкими критериями поиска также способствовали тому, что активность на рынке была ограниченной. В целом, общий годовой инвестиционный оборот мог быть намного меньше, если бы Фонд госимущества не продал на аукционе некоторые наиболее знаковые (но непрофессиональные) объекты недвижимости – в частности, ЦУМ и «Братиславу» (3-х звездочный отель на 327 номеров). Ожидается, что в 2010 году Фонд госимущества и Киевский городской совет, продолжают активно распродавать недвижимость. Хотя подавляющее большинство активов, которые они продадут, не отобразятся в общем объеме инвестиций из-за их низкого качества, некоторые, такие как, к примеру, торговые помещения на ул. Крещатик, предложенные к приватизации в 2010 г., будут учитываться.

## Структура покупателей по типу



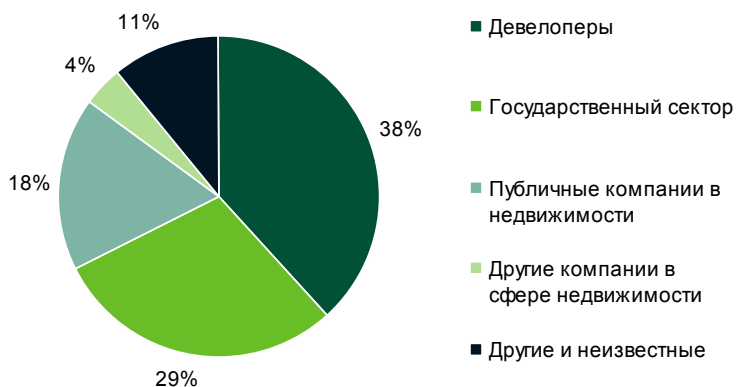
Источник: CB Richard Ellis

## Крупные сделки в 2009 году

Имя	Сегмент	Регион/Субрынок	Тип
«Дружба»	отель	Ужгород	девелопмент; актив
«Эконом+»	офисы	Харьков	инвестиции; актив
«Лейпциг»	отель	Киев / ЦДР	девелопмент; долговое ур.; актив
«Висак»	отель	Киев / НЦ-ПБ*	инвестиции; форвард; актив
«Братислава»	отель	Киев / НЦ-ЛБ**	инвестиции; доля
«Сосновая роща»	отель	Ялта	долговое ур.; актив
«Миракс Плаза»	МФК	Киев / вблизи ЦДР	проблемный девелопмент; актив
«ЦУМ»	торговля	Киев / ЦДР	инвестиции; доля

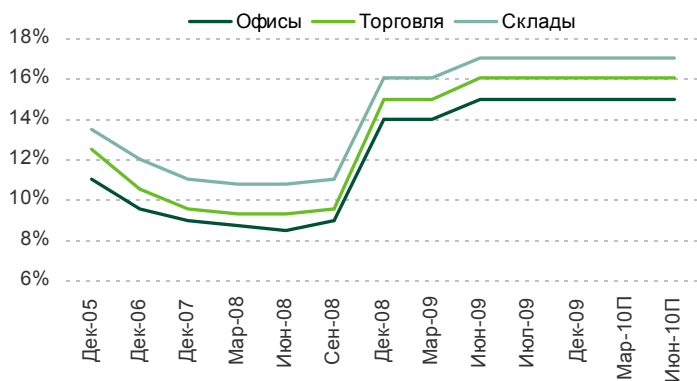
Источник: CB Richard Ellis  
\* - правый берег  
\*\* - левый берег

### Структура продавцов по типу, 2009



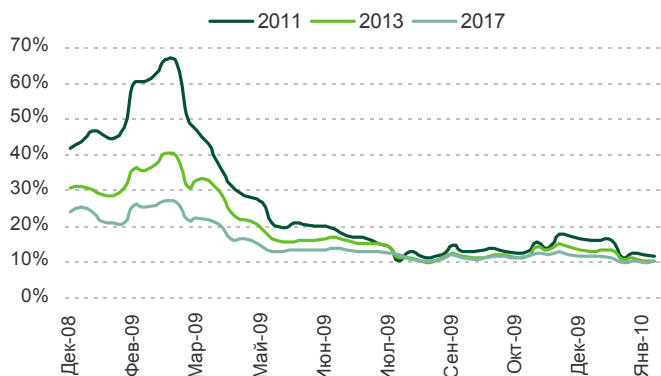
Источник: CB Richard Ellis

### Ставки капитализации на лучшие помещения (Киев)



Источник: CB Richard Ellis  
П – прогноз CB Richard Ellis

### Украинские еврооблигации (доходность к погашению)



Источник: Dragon Capital  
Заметка: долларские суверенные облигации по году погашения; доходность по цене покупки

<sup>1</sup> Пик капитальной стоимости в офисном и торговом сегментах был достигнут во II квартале 2008 г., а в складском сегменте в I квартале того же года.

### Капитальная стоимость

За время кризиса наблюдалось синхронное падение капитальной стоимости во всех секторах коммерческой недвижимости из-за общих негативных факторов, таких как: девальвация валюты, падения спроса со стороны конечных пользователей, сокращение ликвидности и повышения рисков. По оценкам CBRE, к концу 2009 г. капитальные стоимости в среднем упали на 70% с пиковых значений I-ой половины 2008 г, и примерно на 40% в годовом выражении (г/г). В офисном сегменте наблюдалось наиболее острое падение (80% с пика и 56% г/г), в сегменте складской недвижимости – менее драматическое (66% и 35% соответственно), а торговля просела меньше всех – 62% и 22% соответственно<sup>1</sup>. Под давлением падающих ставок аренды и растущих ставок капитализации цены на коммерческую недвижимость вернулись на уровень пятилетней давности.

Ставки капитализации оставались без изменений в течение трех кварталов, но в отсутствие значимых транзакций их уровень считается чисто гипотетическим. Дальнейший рост ставок капитализации маловероятен, особенно учитывая, что в некоторых западноевропейских странах ставки капитализации уже опустились в IV квартале 2009 г. Кроме того, ставки капитализации на наилучшие помещения в Киеве уже превышают доходность долгосрочных правительственных облигаций. Тем не менее, возврат на пассивные инвестиции все еще остается довольно высоким, разубеждая международных инвесторов вкладывать деньги в недвижимость и тем более начинать девелопмент с нуля. Сделка возможна лишь при условии того, что проект вернет 30-35% на собственные средства и около 20% на заемный капитал.

### Кредитный рейтинг Украины

Агентство	Рейтинг	Дата
Standard & Poor's	ССС+/стабильный	Октябрь, 2009
Moody's Investors Service	B2/негативный	Май, 2009
Fitch Ratings	B-/негативный	Ноябрь, 2009
Rating and Investment Information	B+/негативный	Декабрь, 2009

Источник: Reuters Financial

### Монетарные показатели

	2008	2009	2010*
Рост объемов кредитования (%)	76.9	4.3	8.0
Средний прайм-рейт коммерческих банков (%)	17.5	20.5	17.0
€ ставка на 3-х месячные займы	4.6	1.2	1.0

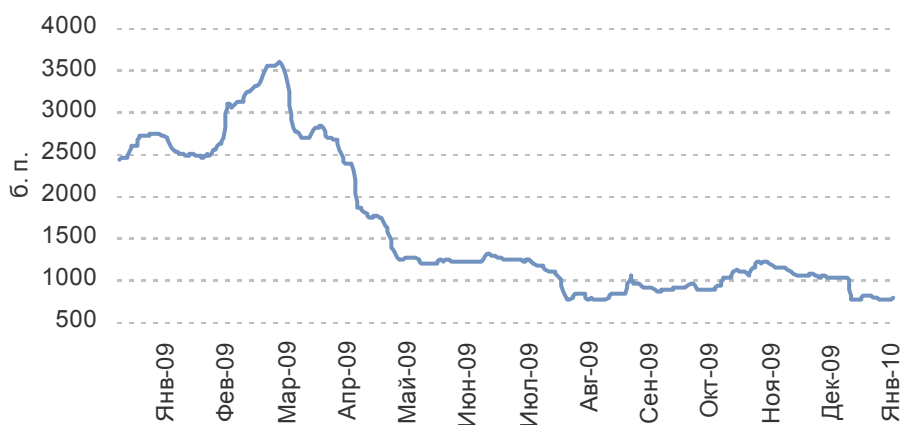
Источник: Economist Intelligence Unit (EIU), НБУ  
\* прогнозе EIU

## ПРОГНОЗ

Перспективы на 2010 г. выглядят более радужно, что неудивительно, учитывая, насколько неудачным оказался 2009 г. Несмотря на продолжительный период дискомфорта, который предшествует, сопровождает и следует за всеми значительными политическими событиями в Украине – особенно, когда дело касается выборов президента – мы сохраняем уверенность в том, что переломным моментом в плане инвестиционного оборота будут II-III кварталы 2010 г., когда завершатся ранее инициированные транзакции.

Следует отметить, однако, что существует вероятность развития менее положительного сценария. Украина с ее крайне низким кредитным рейтингом по-прежнему воспринимается как довольно рискованная страна для инвестиций. Вероятность дефолта (измеряемая по котировкам пятилетних кредитных дефолтных свопов) оценивалась в 50% сразу же после первого тура президентских выборов, и хотя она уже снизилась, существует еще целый ряд финансовых и экономических проблем, которые предстоит решить. В частности, негативное влияние на капитальную стоимость может оказать дальнейшая девальвация гривны и рост доходности облигаций.

## EMBI+Ukraine



Источник: JP Morgan

Мы считаем, что капитальная стоимость все же начнет расти снова в 2010 г., но очень медленными темпами и полностью за счет постепенного снижения ставок капитализации на фоне понижения макроэкономических рисков и улучшения спроса со стороны конечных пользователей. Фактически, учитывая, что арендные ставки уже достигли дна, ожидания роста капитальной стоимости могут появиться уже во II квартале 2010 г. В начале 2011 г. рост капитальной стоимости может даже ускориться – особенно в сегменте высококачественной недвижимости – на грядущем росте ставок аренды ввиду совмещения замедленного роста предложения и возобновленного спроса.

Тем не менее, долгожданный рост ключевых показателей рынка в 2010 году не обязательно должен привести к увеличению инвестиционного оборота. Если инвесторы по-прежнему будут нацелены на приобретения исключительно высококачественной (безопасной) недвижимости, общая активность на рынке будет умеренной в лучшем случае. Учитывая, что банки не готовы публично признавать масштабы отрицательной стоимости залогов, и что принудительные продажи, таким образом, не происходят, рост инвестиционного оборота на рынке возможен только в случае, если инвесторы начнут вкладывать деньги по менее строгим критериям – т.е., в объекты незавершенного строительства и достойные объекты более низкого качества. Такой подход, однако, будет работать только после длительного периода стабильности, когда объем сданных в аренду помещений будет расти, а доходность облигаций снизится, что вряд ли произойдет в этом году. Иными словами, хотя инвестиционная активность увеличится в 2010 г., она все еще будет низкой в историческом выражении.

## ОПРЕДЕЛЕНИЯ

**Арендная ставка на наилучшие помещения** – отображает наивысшую ставку аренды на помещения стандартного размера, самого высокого качества, находящиеся в здании с наилучшими техническими характеристиками в лучшем месторасположении на рынке на дату исследования. Арендная ставка на наилучшие помещения отображает уровень арендной ставки, на котором заключались сделки аренды в конкретный период, но не обязательно должна быть равной этому уровню, особенно в случаях, когда на рынке заключалось ограниченное количество сделок и/или сделки были нетипичными. В случае отсутствия соответствующих сделок на рынке в рассматриваемый период, приводимый уровень ставки является гипотетическим и основывается исключительно на экспертном мнении о рыночной ситуации в конкретный период. При этом критерии относительно расположения, технических характеристик здания, а также типа и размера помещения остаются неизменными.

**вблизи ЦДР** – условный субрынок, созданный для отслеживания предложения в пределах двухкилометровой зоны от ЦДР (см. определение ниже)

**НЦ (левый берег)** – «нецентральное расположение на левом берегу»; условный субрынок, созданный для отслеживания предложения на левом берегу Днепра

**НЦ (правый берег)** – «нецентральное расположение на правом берегу»; условный субрынок, созданный для отслеживания предложения на правом берегу Днепра

**Объем инвестиций в недвижимость** – все инвестиционные сделки в сегменте недвижимости, которые возникают в результате заключения юридически обязывающего договора между покупателем и продавцом. Учитываются все известные CB Richard Ellis транзакции – как на открытом рынке, так и вне его. Объем инвестиций в недвижимость включает сделки с обратной арендой (sale and leaseback), но исключаем корпоративные транзакции, в которых недвижимость выступает только (необходимой) частью продажи общего бизнеса. Также исключаются сделки по покупке земельных участков, девелоперские сделки, а также сделки по приобретению объектов, покупателем которых является конечный потребитель помещений (owner-occupied), не планирующий получать прямой доход с объекта. Форвардные сделки учитываются в периоде, в котором был подписан договор о намерениях продажи. Национальность покупателя определяется страной происхождения капитала.

**Ставка капитализации на наилучшие помещения** – отображает доходность, которую будет получать инвестор, покупая здание наивысшего качества, с наилучшим расположением (например, ЦДР), которое полностью сдано в аренду по действующим рыночным ставкам. Ставка капитализации на наилучшие помещения отображает уровень доходности, на котором заключались инвестиционные сделки в конкретный период, но не обязательно должна быть равной этому уровню, особенно в случаях, когда на рынке заключалось ограниченное количество сделок и/или если сделки были нетипичными. В случае отсутствия подходящих инвестиционных сделок на рынке в период исследования, приводимый уровень ставки является гипотетическим и основанным исключительно на экспертном мнении о рыночной ситуации в конкретный период. При этом критерии относительно расположения и технических характеристик здания, остаются неизменными.

**ЦДР** – сокр. от Центральный деловой район

**ЦВЕ** – сокр. от Центральная и Восточная Европа. Включает следующие страны: Болгария, Венгрия, Польша, Россия, Румыния, Сербия, Словакия, Украина, Хорватия, и Чехия.

### Disclaimer 2010 CB Richard Ellis

Представленный обзор рынка основывается на данных и информации, полученных, как мы полагаем, из достоверных источников. Мы не ставим под сомнение их правильность, но поскольку не проверяли лично, не можем гарантировать их точность и достоверность. Любые мнения, предположения и прогнозы используются как пример и не отражают в полной мере текущую ситуацию на рынке либо его поведение в будущем. Данный обзор представлен исключительно для использования клиентами CB Richard Ellis. Информация, содержащаяся в данном обзоре, не может быть использована без предварительного письменного разрешения со стороны CB Richard Ellis.

Для более детальной информации касательно обзора рынка обращайтесь к:

### CB Richard Ellis

#### Украина

ул. Н.Гринченка, 4  
Киев 03038  
t: +38-044-390-00-00

#### Сергей Сергиенко

Управляющий партнер

e: sergiy.sergiyenko@cbre.com

#### Радомир Цуркан

Управляющий партнер

e: radomyr.tsurkan@cbre.com

#### Владимир Безрученко

Глава департамента аналитики

e: volodymyr.bezruchenko@cbre.com