



**Нил Кросби, Стивен Девани,
Пит Уайатт**

**Показатели эффективности,
требуемая и достигнутая
доходность для
девелоперских проектов в
сфере недвижимости
Великобритании.¹**

Отчёт RICS, 2019

¹ Crosby N., Devaney S., Wyatt P. (2019), Performance metrics, required returns and achieved returns for UK real estate development, RICS Report, Sept. 2019, <https://www.rics.org/content/dam/ricsglobal/documents/to-be-sorted/performance-metrics-required-returns-and-achieved-returns-for-uk-real-estate-development.pdf>, Проф. Нил Кросби (Neil Crosby), Д - р Стивен Девани (Steven Devaney), Проф. Пит Уайатт (Pete Wyatt) - Кафедра недвижимости и планирования, Университет Рединга

Глоссарий

Доходность девелопмента	Годовая выручка от завершеного проекта, деленная на затраты проекта
Ставка внутренней доходности	Ставка дисконтирования, при которой чистая приведенная стоимость всех денежных потоков от проекта равна нулю
Соотношение земельного банка к завершенным проектам	Количество участков, принадлежащих девелоперу и находящихся под его контролем в земельном банке, деленное на количество завершенных девелопером участков
Маржа операционной прибыли	Отношение операционной прибыли к выручке от продаж
Количество завершенных участков	Количество жилых участков, застроенных за год
Прибыль на затраты	Прибыль от реализации проекта, деленная на затраты проекта
Прибыль на стоимость	Прибыль от реализации проекта, деленная на стоимость проекта
Прибыль на участок	Прибыль от реализации проекта на один жилой участок
Требуемая ставка доходности	Целевая годовая ставка доходности девелопера от реализации проекта
Рентабельность капитала	Прибыль от реализации проекта, деленная на затраты проекта (включая долю накладных расходов компании)
Рентабельность собственного капитала	Прибыль девелопера, деленная на долю девелопера в капитале
Выручка на участок	Выручка от продаж на один жилой участок

Резюме

Цель данного исследования — улучшить понимание формы, масштаба и изменчивости финансовой отдачи, получаемой застройщиками, с акцентом на рынок недвижимости Великобритании.

Прибыль или доход от девелопмента недвижимости варьируется в зависимости от характера, местоположения и сроков реализации каждого проекта.

Методы оценки девелопмента различаются по способу учета или измерения доходности девелопера.

Очень распространены денежная прибыль на затраты или стоимость, в то время как ставки доходности также часто используются.

Иногда финансирование явно включается в оценку, а иногда оно поглощается в ставке доходности девелопера. Это различие между участниками рынка и между методами обработки доходности девелоперов поднимает методологические вопросы, когда речь идет об оценке девелопмента.

Например, существует ли взаимосвязь между ожидаемыми денежными маржами (например, прибылью на затраты или стоимость) и ставками доходности, что является «надлежащей» доходностью девелопера и как доходность варьируется в зависимости от проекта, сроков и способа измерения доходности?

Данное исследование пытается ответить на эти вопросы путем:

- a) обзора соответствующей литературы,
- b) изучения опубликованных оценок целесообразности проектов,
- c) анализа опубликованной отчетности девелоперов,
- d) проведения опроса девелоперов, дополненного небольшим количеством конфиденциальных интервью с участниками рынка.

Анализ литературы показал, что практика оценки проектов в Великобритании имеет сходство с практикой оценки проектов в целом, поскольку используются различные методы, различающиеся по уровню сложности.

В сфере девелопмента проектов они варьируются от простых методов оценки остаточной стоимости с учетом денежной прибыли девелопера до более сложных моделей денежных потоков с использованием периодических ставок доходности.

Литература по оценке проектов предполагает, что размер фирмы имеет значение: более крупные организации, как правило, используют более сложные подходы и целевые показатели доходности.

Литература также подчеркивает ограничения традиционного метода дисконтированных денежных потоков (DCF) в случаях, когда проекты имеют опционные характеристики или подвержены большой неопределенности в отношении будущих денежных потоков.

В ходе исследования было установлено, что традиционный метод оценки остаточной стоимости, наряду с показателями прибыли на затраты или стоимость, доминирует в практике оценки проектов для малых и средних девелоперов, в отличие от более современных методов, основанных на денежных потоках.

Крупные девелоперы, как правило, используют методы, основанные на денежных потоках, и показатели эффективности, основанные на ставке доходности, хотя и в сочетании с показателями денежной маржи.

Также наблюдалось различие в практике между девелоперами, которые сосредоточились исключительно на жилищном строительстве и предпочитали методы оценки остаточной стоимости и показатели, основанные на денежной марже, и теми, кто занимался либо коммерческим строительством, либо как коммерческими, так и жилыми проектами.

Последние чаще проводили моделирование денежных потоков для оценки целесообразности наряду с оценкой прибыли или цены земли на основе остаточной стоимости.

Прибыль, выраженная в виде простой денежной маржи, не отражает сроки поступления средств, и трудно сравнивать такой показатель с ожидаемой доходностью от альтернативных инвестиционных возможностей, которая часто указывается в виде норм доходности.

Тем не менее, остаточные методы могут приблизительно соответствовать результатам более сложных моделей денежных потоков, если целевая маржа прибыли корректируется таким образом, чтобы отражать, как целевые ставки в контексте денежных потоков могут изменяться для проектов с различными характеристиками и, следовательно, различными рисками.

Обзор опубликованных оценок проектов и соответствующей литературы показывает, что девелоперы жилой недвижимости предпочитают использовать целевую доходность, основанную на денежных потоках.

В ходе опроса регулярно упоминалась цифра в 20% прибыли на затраты для участков без существенных рисков (например, рисков, связанных с разрешением на строительство) и 25% для участков с более высоким уровнем воспринимаемого риска.

Эти уровни прибыли на затраты подразумевают прибыль на валовую стоимость проекта (GDV) в размере около 15-20%.

Крупные девелоперы, используя методы анализа денежных потоков и разрабатывая более долгосрочные проекты, заявляли о целевой доходности в размере около 10-12%, что согласуется с более высокой доходностью денежных средств, обычно требуемой для более длительных проектов.

Включение финансирования в оценку проектов является распространенной практикой.

Наконец, следует отметить, что найти доказательства достигнутой доходности от проектов оказалось очень сложно. Как показатели отдельных проектов, так и рыночные показатели в секторе развития недвижимости остаются неясными.

1.0 Введение

Девелопмент недвижимости часто характеризуется как предпринимательский и рискованный процесс, при этом доходность значительно варьируется в зависимости от характера, местоположения и сроков реализации каждого проекта.

Стандартные учебники и профессиональные руководства по оценке проектов предполагают, что эта вариативность является неотъемлемой частью характера бизнеса (например, RICS, 2008; Reed and Sims, 2015; Wyatt, 2013). В этой литературе также предлагается множество подходов к оценке, основанных как на прямом сравнении, так и на применении различных методов, основанных на остаточной стоимости.

Это может частично объяснить, почему практика также различается при оценке требуемой доходности от конкретного проекта. Некоторые девелоперы используют модели, основанные на денежной прибыли к затратам или стоимости, в то время как другие используют модели, которые приводят к оценке или расчету периодических ставок доходности.

Бухгалтерские показатели также могут оказывать некоторое влияние, например, средневзвешенные затраты на капитал (WACC) или рентабельность капитала (ROCE).

Для реализации девелоперских проектов часто требуется заемное финансирование, и затраты этого финансирования иногда указывается в оценке, а иногда включается в затраты на капитал девелопера и его решение о требуемой ставке доходности.

Эти различия в подходах поднимают важные вопросы, когда речь идет об определении показателя прибыльности в оценке девелоперских проектов; наиболее очевидный из них: **что такое «надлежащая» доходность девелопера и как она варьируется в зависимости от проекта, сроков и метода оценки?**

Оценка ожидаемой доходности от инвестиционной недвижимости сама по себе является сложной задачей, и этот сектор выигрывает от относительно обширного объема данных о рыночных сделках для определения доходности.

Девелоперские проекты, которых меньше и которые более неоднородны, не обладают этим преимуществом. Мало что известно об ожидаемой или достигнутой доходности застройщиков.

Исследование показателей эффективности инвестиций в недвижимость, проведенное Инвестиционной базой данных (IPD, ныне MSCI, Morgan Stanley Capital International) (IPD, 2010), выявило высокий специфический риск и высокую циклическую чувствительность показателей эффективности, однако это происходило на фоне неопределенности относительно того, какой должна быть доходность девелоперов: очень мало опубликовано о характере и масштабах доходности застройщиков.

Цель данного исследования — улучшить понимание формы, масштаба и изменчивости доходности девелоперов недвижимости. Для триангуляции результатов используется многомодальный метод.

1. Во-первых, существует проблема правительственной политики в системе планирования Великобритании. Оценки используются для оценки способности проектов в полной мере способствовать развитию местной инфраструктуры и удовлетворению потребностей в доступном жилье, обеспечивая при этом адекватную доходность для застройщика и землевладельца. Были изучены

опубликованные примеры таких оценок, чтобы выявить предположения о доходности девелоперов.

2. Во-вторых, были проанализированы данные о достигнутой доходности ряда компаний, котирующихся на бирже, и крупных девелоперов на основе бухгалтерской отчетности и комментариев к отчетам. Это было дополнено анализом данных о доходности проектов MSCI.
3. В-третьих, онлайн-опрос девелоперов жилой и коммерческой недвижимости дал общее представление об использовании моделей оценки стоимости проектов и проблемах, связанных с различными показателями прибыльности проектов.
4. В-четвертых, для более глубокого анализа результатов анкетирования было проведено несколько конфиденциальных интервью с консультантами по вопросам девелопмента, финансовыми учреждениями и застройщиками как жилой, так и нежилкой недвижимости.

Надеемся, что этот сбор информации о доходности проектов застройщиков будет полезен консультантам, проводящим оценку экономической целесообразности и другие оценки, а также другим заинтересованным сторонам, участвующим в интерпретации этих оценок для целей планирования и управления развитием.

Он также будет полезен для новых участников рынка недвижимости; например, для инвесторов, стремящихся получить информацию о вероятном диапазоне доходности на новых рынках, таких как строительство арендного жилья. Исследование сосредоточено на рынке недвижимости Великобритании, но его результаты будут актуальны и в других странах, где диапазон и объем девелоперской деятельности сопоставимы.

Структура отчета следующая.

В следующем разделе рассматриваются показатели доходности проектов и методы оценки, чтобы создать контекст для остальной части анализа.

В разделе 3 рассматриваются опубликованные материалы как о требуемой, так и о фактической доходности от проектов недвижимости. Данные о требуемой доходности в основном основаны на тематических исследованиях оценок целесообразности проектов в Великобритании, в то время как обсуждение достигнутой доходности сосредоточено на данных MSCI по проектам, реализованным в период с 1983 по 2004 год.

В разделе 4 рассматриваются методы, используемые для получения дополнительной информации об ожидаемой и достигнутой доходности в секторе развития недвижимости Великобритании.

В разделе 5 определяется достигнутая доходность портфелей проектов в компаниях, акции которых котируются на бирже, в основном, крупных застройщиков. В разделе 5 изложены результаты анкетирования, дополненные обсуждением результатов интервью и уточнениями.

В заключительном разделе отчета обсуждаются результаты исследования и их значение для теории и практики.

2.0 Доходность девелоперов: методы оценки и показатели доходности

Девелоперы и их консультанты должны стремиться принимать обоснованные решения о доходности проектов.

В текстах по оценке проектов неизменно выделяются два подхода, которые также изложены в недавно пересмотренном Руководстве RICS по оценке объектов недвижимости, предназначенных для девелопмента (RICS, 2019). Это подход сравнения с рынком и подход остаточной оценки. Подход остаточной оценки может варьироваться от очень простого вычитания затрат на строительство из оценочной стоимости завершенных объектов до более сложных моделей дисконтированных денежных потоков (DCF).

Такие модели могут использоваться для определения либо стоимости земли, либо прибыли проекта девелопмента (см., например, Brown and Matysiak, 2000; Coleman et al., 2013; Wyatt, 2013).

В первом случае прибыль или ставка доходности проекта являются входными данными, а во втором — выходными данными анализа.

Базовая остаточная модель обычно включает прибыль девелопера в качестве показателя денежной маржи, либо в процентах от затрат, либо в процентах от стоимости, тогда как модели дисконтированных денежных потоков (DCF) обычно включают прибыль девелопера в качестве ставки доходности. Стоит отметить, что когда сумма прибыли девелопера выражается в процентах от стоимости или затрат на строительство, эти два показателя математически связаны. Приложение А иллюстрирует эту связь.

Ранние данные о моделях, используемых в практике Великобритании, представлены Marshall and Kennedy (1993).

Они обнаружили, что 90% опрошенных девелоперских компаний, финансовых учреждений и консультантов использовали прибыль на затраты в качестве показателя доходности, а 70% не использовали метод оценки на основе денежных потоков.

Совсем недавно Hutchison et al. (2017) изучили практику оценки инвестиций в недвижимость, собрав при этом некоторые данные об оценке девелоперских проектов.

В организациях, проводивших оба типа оценки, было обнаружено, что практика различается: чаще использовались фиксированные показатели прибыли или ставки доходности для девелоперских проектов, а прибыль на затраты оставалась широко распространенным показателем доходности.

Практически отсутствовали свидетельства использования более сложных подходов, таких как реальные опционы, несмотря на их потенциальную значимость для девелоперских и других видов деятельности, создающих добавленную стоимость.

Coleman et al. (2013) изучили 19 оценок жизнеспособности проектов, опубликованных в период с 2007 по 2011 год. Они обнаружили, что **в 17 из этих оценок прибыль учитывалась как денежная маржа, в то время как только в одной использовалась ставка доходности. Это несмотря на то, что использование моделей денежных потоков и целевых ставок в настоящее время широко распространено в оценке инвестиций в недвижимость.**

Между тем, **во всех оценках в выборке финансовые затраты были включены в расчет, исходя из предположения, что затраты на строительство будут на 100% финансироваться за счет заемных средств.** Распространенное включение финансовых затрат также отмечали Hutchison et al. (2017).

Аналогичным образом, обзор оценок, проведенный лондонским районом Southwark, показал, что только в двух из 19 оценок, представленных в рамках заявок на планирование, прибыль девелопера выражалась в виде нормы доходности (Southwark LBC, 2014).

Наконец, Sayce et al. (2017) изучили оценки жизнеспособности участков под девелопмент в Лондоне, и прибыль ни в одном из случаев не выражалась в виде ставки доходности.

Различие между ставкой доходности девелопера и денежной маржой важно, поскольку проекты девелопмента недвижимости требуют времени, иногда многих лет, и прибыль, выраженная в виде простой денежной маржи, не отражает продолжительность времени, необходимого для получения дохода или выручки от продажи объекта.

Следовательно, показатели эффективности, установленные таким образом, могут неадекватно компенсировать разработчикам риск и привести к неправильному выбору. Например, могут быть запущены проекты, которые не обеспечат достаточного вознаграждения за риск после учета временных рамок, и может быть сделан неправильный выбор между взаимоисключающими проектами, если временные рамки не будут учтены, а рентабельность не будет скорректирована соответствующим образом. Кроме того, сложно сравнивать рентабельность денежных средств с ожидаемой доходностью от инвестиционных возможностей в основных классах активов, которая обычно указывается как ставка доходности за период (как правило, за год).

Coleman et al. (2013) предлагают более полную критику традиционной остаточной модели оценки активов, в которой использование денежной маржи для выражения требуемой суммы прибыли является одной из основных особенностей. Они утверждают, что базовые методы остаточной оценки активов несовместимы с основными принципами капитального бюджетирования из-за подхода к прогнозированию, прибыли и финансовым издержкам в рамках модели.

Однако Crosby et al. (2018) отмечают, что **традиционные остаточные модели оценки активов могут приближаться к результатам более сложных методов анализа денежных потоков, если участники рынка корректируют требуемую прибыль таким образом, чтобы она отражала изменение целевых показателей доходности для проектов с различными характеристиками. Этот момент находит отражение в литературе по капитальному бюджетированию при обсуждении проектов, где денежные потоки очень неопределенны и обладают характеристиками, подобными опционам (см. McDonald, цитируемый в Graham and Harvey, 2001).**

Следовательно, можно увеличить маржу прибыли при оценке более рискованных проектов, примерно так же, как можно увеличить целевую ставку в модели анализа денежных потоков. Это поднимает вопросы о том, выполняются ли подобные корректировки на практике и как они количественно оцениваются.

Crosby et al. (2018) исследуют взаимосвязь между простыми показателями прибыли, используемыми в традиционных оценках остаточной стоимости, и ставками внутренней доходности, которые подразумеваются при использовании различных уровней прибыли. Они обнаружили, что для выборки опубликованных оценок проектов прибыль девелопера обычно включается в качестве денежной маржи – либо прибыли на себестоимость, либо прибыли на стоимость. Они также обнаружили, что ограниченная вариация этих предположений о денежной марже в зависимости от типа и продолжительности проекта подразумевает большие различия в ожидаемых ставках внутренней доходности (IRR). Имитационные примеры иллюстрируют последствия применения денежной маржи к проектам различной продолжительности и с различными уровнями стоимости земли.

Результаты, касающиеся продолжительности проекта, заслуживают внимания, поскольку они показывают, что для более длительных проектов подразумеваются более низкие значения IRR, хотя эта взаимосвязь не обязательно рациональна. Короче говоря, несмотря на широкое признание DCF и IRR в корпоративных финансах, девелоперы недвижимости, как правило, полагаются на простые методы оценки и денежную маржу для определения прибыли девелопера.

Как это вписывается в более общую литературу по практике оценки корпоративных проектов?

В Великобритании и США проводились исследования практики оценки проектов различными типами и размерами компаний. Результаты, полученные как для крупных, так и для малых компаний, предоставляют интересные ориентиры для оценки проектов, учитывая разнообразие размеров организаций, занимающихся развитием недвижимости.

В то время как девелоперы и институциональные инвесторы относительно велики по корпоративным меркам, существует множество специализированных компаний, занимающихся девелопментом недвижимости, которые относительно невелики по масштабу.

Arnold and Hatzopoulos (2000) провели опрос крупных британских компаний. Из 96 опрошенных компаний большинство использовали методы анализа денежных потоков, при этом чистая текущая стоимость (NPV) и ставка внутренней доходности (IRR) применялись в одинаковой степени. Однако многие фирмы дополняли эти методы эмпирическими показателями прибыльности. Утверждалось, что использование нескольких методов помогает в случаях, когда предположения правила NPV могут быть нарушены; в качестве одного из таких случаев приводились проекты с реальными опционами.

Geltner and de Neufville (2018) и Brown and Matysiak (2000), среди прочих, выделяют такие опционы для девелоперских проектов, включая опционы на начало, приостановку и изменение схем в ответ на меняющиеся экономические и рыночные условия.

Респонденты в исследовании Arnold and Hatzopoulos (2000) указали целевые значения для срока окупаемости, IRR и т. д. в определенных диапазонах. **Для моделирования денежных потоков популярным методом установления целевых показателей доходности была средневзвешенные затраты на капитал (WACC) на основе модели ценообразования капитальных активов (CAPM), но использовались и более простые подходы.**

В США Graham and Harvey (2001) провели опрос крупных корпораций и получили ответы от 392 финансовых директоров.

Большинство фирм использовали методы анализа денежных потоков, при этом ставка внутренней доходности (IRR) лишь немного опережала чистую текущую стоимость (NPV) в качестве предпочтительного правила принятия решений.

Более мелкие фирмы чаще использовали такие методы, как период окупаемости. В качестве аргумента в пользу этого приводилось то, что период окупаемости и другие эмпирические методы могут приближаться к оптимальным правилам принятия решений для сложных проектов с опциональными характеристиками и/или высокой неопределенностью.

Большинство фирм использовали модель CAPM для установления целевой ставки доходности.

Danielson and Scott (2006) проанализировали опрос 792 малых и средних предприятий США, определяемых как предприятия с численностью персонала менее 250 человек, причем большинство из них имели менее десяти сотрудников.

По сравнению с крупными фирмами, такие предприятия имеют меньше персонала и меньше ресурсов для оценки сложных проектов, и, как правило, работают с большими ограничениями по капиталу. Было обнаружено, что эти малые фирмы гораздо реже использовали дисконтированные денежные потоки (DCF) в качестве основного инструмента оценки, а некоторые вообще его не использовали.

Наиболее распространенным методом оценки проекта была интуиция, затем — окупаемость, затем бухгалтерская ставка доходности, а затем дисконтированный денежный поток (DCF). Использование нескольких методов было нечастым, что, по мнению авторов, связано с кадровыми ограничениями.

Harjoto and Paglia (2012) провели опрос (в основном небольших) частных компаний США, получив около 350 ответов. Они обнаружили, что **выбор метода оценки зависел от подхода к бизнес-планированию в целом и от источников финансирования, используемых фирмой (семейные инвестиции, частный капитал, венчурный капитал, банки и т. д.).**

Наиболее распространенными методами принятия решений были срок окупаемости, общий анализ рынка и интуиция.

От 30% до 40% использовали методы ставки внутренней доходности (IRR) и дисконтированного денежного потока (DCF), причем DCF чаще в случаях с меньшей неопределенностью.

Немногие малые предприятия, по-видимому, рассчитывали свои средневзвешенные затраты на капитал (WACC) самостоятельно.

Вкратце, оценка проектов в Великобритании аналогична оценке проектов в других регионах, поскольку используются различные методы, различающиеся по уровню сложности.

В литературе по оценке проектов указывается, что размер компании играет важную роль: **более крупные организации, как правило, применяют более сложные подходы и целевые ставки доходности.** Это необходимо изучить в контексте отрасли развития недвижимости.

Менее очевидно, что в этой литературе существует аргумент, подчеркивающий ограничения традиционного метода дисконтированных денежных потоков (DCF) в случаях, когда проекты имеют опционные характеристики или подвержены большой неопределенности в отношении будущих денежных потоков.

Это может объяснить, почему организации, занимающиеся девелопментом земельных участков на ранней стадии процесса девелопмента, когда уровень

опциональности высок, предпочитают использовать простые методы оценки и полагаются на маржу денежных потоков для оценки прибыли девелопера.

Между тем, **другой аргумент в этой литературе указывает на то, почему целевые ставки или маржа денежных потоков, используемые при оценке, могут быть значительно выше, чем предполагает средневзвешенные затраты на капитал (WACC) компании. Это связано с желанием сосредоточиться на наиболее прибыльных возможностях в условиях ограниченных финансовых ресурсов и/или операционных мощностей.**

Таким образом, **если компании не могут реализовать все выявленные ими проекты с положительной чистой приведенной стоимостью (NPV), им необходимо сосредоточиться на тех, которые обеспечат очень хорошую доходность.**

Существует ограниченное количество литературы о том, какой должна быть требуемая доходность или рентабельность в британской девелоперской индустрии, и еще меньше информации о достигнутых показателях доходности.

Это контрастирует с сектором инвестиций в коммерческую недвижимость, где измерение эффективности и сравнение с конкурентами являются устоявшейся практикой.

В следующем разделе рассматриваются немногочисленные имеющиеся материалы о требуемой и достигнутой доходности в сфере девелоперской деятельности в сфере недвижимости.

3.0 Доходность девелопмента: требуемая и полученная доходность.

3.1 Требуемая доходность

В академической литературе мало теоретических дискуссий о целевой или требуемой ставке доходности для проектов девелопмента недвижимости. Тем не менее, **оценка требуемой ставки доходности необходима при принятии решения о подаче заявки на участие в тендере, сохранении или продаже участков, а также о начале девелопмента на конкретном участке. Это неотъемлемая часть процесса и неизбежный элемент всех оценок проектов.**

Одним из препятствий при выборе показателя прибыли или ставки доходности является то, что мало что известно об эффективности проектов девелопмента в целом, в то время как каждый отдельный проект представляет собой создание нового актива без предварительного денежного потока и с весьма специфическими характеристиками, касающимися участка, процесса и предполагаемого конечного продукта. Тем не менее, оценка участка под девелопмент требует оценки ожидаемой доходности либо в качестве исходных данных для оценки, либо в качестве эталона, с которым можно сравнивать результаты оценки.

Один из подходов был предложен Geltner and Miller (2000) в качестве альтернативы простым, субъективным оценкам целевой ставки доходности. Этот подход был расширен Geltner and Miller (2007) и Geltner and de Neufville (2018).

Эти авторы утверждают, что денежные потоки от проекта девелопмента можно разделить на затраты на строительство и доходы от построенных объектов, и что к каждому набору денежных потоков в рамках дисконтированных денежных потоков можно применять разные целевые ставки.

Они утверждают, что ставка, применяемая к затратам на строительство, должна быть ниже, чем ставка, применяемая к ожидаемым доходам, поскольку, по их мнению, первая менее волатильна, чем вторая.

После того, как стоимость земли получена в результате оценки, можно определить единую, смешанную ставку, которая согласует эту сумму с текущей стоимостью всех притоков и оттоков. Ключевым моментом этого подхода является предположение, что целевые ставки для построенных объектов и для затрат на строительство определить проще, чем целевую ставку для всего проекта девелопмента в целом.

Между тем, Brown and Matysiak (2000) и Geltner and Miller (2000) предлагают использовать исторические данные о доходности компаний, занимающихся девелопментом недвижимости и котирующихся на бирже, в качестве потенциальной точки отсчета.

Существует два основных источника эмпирических данных о требуемой доходности или рентабельности проектов развития недвижимости в Великобритании: данные опросов и данные опубликованных оценок экономической целесообразности проектов.

Начиная с первого источника, Marshall and Kennedy (1993) обнаружили, что минимальная норма прибыли девелоперов составляла от 15% до 18% от затрат на строительство в большинстве (60%) ответов на их опрос, от 18% до 21% от затрат в 30% ответов и от 12% до 15% от затрат в 10% ответов.

Из семнадцати исследований экономической целесообразности проектов в масштабах всей территории, рассмотренных в работе Coleman et al. (2013), в семи случаях была принята норма прибыли в 20% от валовой стоимости проекта, в четырех — ниже этой цифры, а в двух — выше.

В трех исследованиях была принята норма прибыли на затраты в диапазоне от 15% до 20%, а в одном — ставка внутренней доходности (IRR) в 15% годовых.

Совет лондонского района Southwark (2014) проанализировал оценки экономической целесообразности, проведенные в их районе.

В девятнадцати оценках маржа прибыли для частного жилья была разделена на маржу прибыли для доступного жилья, а в пяти использовалась смешанная маржа. Из девятнадцати величин маржи для частного жилья двенадцать были выражены в процентах от валовой стоимости девелопмента (шесть — 20%, пять — ниже 20% и одна — выше), пять — в процентах от затрат (от 10,5% до 20%), а две — в процентах годовой доходности (20%). Пять величин смешанной маржи были аналогичного порядка, варьируясь от 17% до 20% от валовой стоимости девелопмента или затрат.

Crosby and Wyatt (2016) обнаружили, что из двадцати дел по обжалованию решений в сфере планирования в Великобритании, где был указан уровень дохода девелопера, в десяти случаях была принята маржа прибыли в 20% от валовой стоимости девелопмента, в шести — ниже этой цифры и в одном — выше.

В трех случаях была принята маржа прибыли на затраты в диапазоне от 15% до 22,5%. Такое разнообразие показателей и рентабельности продолжает проявляться и в более поздних случаях. Рассматривая исследование экономической целесообразности, апелляцию по планированию и пересмотр соглашения S106 от 2017 года, можно увидеть, что рентабельность варьируется от 17,5% до 20%, а ставка внутренней доходности (IRR) согласована на уровне 20%.²

В отчете Инвестиционного форума недвижимости (IPF, 2015) сообщается, что девелоперы, осуществляющие проекты с риском, связанным с планированием, стремились к целевой доходности в 20% годовых, а для проектов без такого риска она снижалась до 15% годовых.

Сообщается, что девелоперы / инвесторы, строящие и затем управляющие объектами, стремились к доходности в 10-12% годовых. Примечательно, что в этом отчете указаны целевые показатели доходности, а не маржа денежных средств, что поднимает вопрос о том, используют ли рассматриваемые типы организаций (девелоперы и институциональные инвесторы) другие методы и типы показателей доходности, чем те, которые традиционно применяются в секторе развития недвижимости. Однако приведенные выше данные Hutchison et al. (2017) говорят об обратном.

Компания Savills (2017) опубликовала отчет, в котором подробно обсуждалась доходность девелоперов жилой недвижимости, заявив:

² Warwick Road Estate Options Viability Report для Royal Borough of Kensington & Chelsea by CBRE: 20% на затраты. Parkhurst Road, Islington, апелляция: 18% на затраты. Обращение, касающееся земельного участка за пределами Lowfield Road, Bolton upon Dearne, Barnsley (Ref APP/R4408/W/17/3170851): 17.5% для частного жилья и 8% для доступного жилья. Battersea Power Station deed of variation to S106 agreement, Wandsworth London Borough Council: 20% IRR

Уровень доходности, требуемый для девелопера, должен учитывать масштаб и сложность рассматриваемого проекта, его эффективность использования денежных средств, масштаб необходимых инвестиций и заложенный в него риск продаж

и

... маржа девелопера, по сути, делится на три компонента: чистая операционная маржа, накладные расходы и финансирование должны быть учтены для определения валовой пороговой ставки доходности.

Что касается объемов, Savills (2017) сообщила о целевых показателях операционной маржи в диапазоне от 15 до 20% от валовой стоимости проекта на протяжении всего экономического цикла, а также от 5% до 12% от валовой стоимости проекта для покрытия накладных расходов и финансирования, в зависимости от масштаба и типа девелопмента.

В совокупности анализ Savills предполагает, что маржа денежных средств девелопера составляет от 20% до 25% от валовой стоимости проекта, но выше для малых и средних предприятий (в районе 25-30%), что отражает более высокие затраты на проектное финансирование.

Savills отмечает, что эта целевая доходность не учитывает никаких дополнительных затрат, и что целевая доходность будет находиться в нижней части диапазона для небольших, малоэтажных и менее ограниченных участков и в верхней части для крупных, сложных участков, особенно тех, которые находятся на территории бывших промышленных зон.

Интересно, что Savills (2017) далее обсуждает еще один широко используемый показатель доходности девелоперов — рентабельность инвестированного капитала (ROCE), заявляя:

... в большинстве случаев рентабельность инвестированного капитала (ROCE) считается столь же важным показателем, особенно для крупных капиталоемких проектов.

Целевой показатель ROCE должен быть достигнут наряду с чистой маржой на уровне участка в 20-25% от валовой стоимости девелопмента.

Savills считает минимальной доходностью девелопмента 25% от инвестированного капитала. Savills (2017) приводит четыре предварительных показателя доходности девелоперов по результатам апелляций по планированию, которые произошли в период с 2013 по 2015 год, и три из них составляют 20% от валовой стоимости девелопмента, а один — 22% от валовой стоимости девелопмента.³

Наконец, Savills утверждает, что если используется ставка доходности, то она также должна составлять минимум 25% в год. Однако это не обязательно соответствует денежной марже на этом уровне.

³ Земля в The Manor, Shinfield, Reading (Ref: APP/X0360/A/12/2179141 – 8th January 2013): 20% GDV. Земля в Lowfield Road, Rotherham (Ref: APP/ R4408/Q/14/2216976 – 9th September 2014): 22% GDV. Земля между Lydney Bypass и Highfield Road (Ref: APP/P1615/Q/14/2215840 – 18th June 2014): 20% GDV. Земля в North and East of Lisvane, Lisvane, Cardiff (Ref: APP/Z6815/A/14/2224216 – 28th August 2015): 20% GDV.

Насколько точно совпадают эти показатели, зависит от продолжительности и характера программы (см. Crosby et al., 2018).

Крупные девелоперы часто указывают целевые показатели в своих годовых отчетах и финансовой отчетности. Например, Barratt Developments заявляет, что ее целевой показатель ROCE составляет минимум 25%, а целевая валовая маржа от приобретения новых земельных участков — 23%. В то же время Taylor Wimpey сообщает о целевой операционной марже прибыли в 21-22%.⁴

Сосредоточившись на оценке денежных потоков в рамках проектов развития, Кросби и др. (2018) собрали данные из опубликованных оценок, в которых целевые показатели доходности указывались либо вместо, либо наряду с более типичными показателями денежной маржи. Эти оценки проводились в рамках процесса планирования для оценки и согласования уровней обязательств по планированию и платежей за инфраструктуру.

В Таблице 1 приведены сводные данные об их результатах.

Таблица 1. Примеры ставок внутренней доходности проектов девелопмента из исследований жизнеспособности.

Отчёт	IRR (в год)	Оценщик
Стратегическая оценка доступности земельных участков под жилищное строительство для районного совета Уайр-Форест. (2009)	От 15% до 80% Скорее всего, в результате принятия стандартной прибыли девелопера в размере 20% от затрат для проектов с разными сроками реализации.	GVA
Обжалование решения по планированию строительства выставочного комплекса Холсворти, Девон (2010)	32% (прибыль на вложенный капитал - 18%)	DTZ
Как указано выше	43% (прибыль на вложенный капитал - 20%)	Alder King
Обжалование решения по планированию строительства: Отдел доставки и сортировки Маунт-Плезант, Лондон (2010)	20%	Gerald Eve
Обновление данных по нежилым объектам, финансируемым за счет инфраструктурных инвестиций (CIL), от городского совета Челмсфорда (2013)	От 19% до 40%. Это объясняется различными периодами простоя при сдаче в аренду. Включение периода простоя в оценку увеличивало затраты, но поскольку прибыль рассчитывалась как процент от этих затрат, очевидных штрафных санкций (или рисков) с этим не было. Вместо этого снижалась стоимость земли, и землевладелец оказывался в невыгодном положении. Тем не менее, предполагаемая ставка внутренней доходности для девелопера снижалась из-за задержки получения дохода, связанной с периодом простоя.	Roger Tym and Partners
Исследование целесообразности CIL в Сити	14% (при условии отсутствия роста)	Gerald Eve

⁴ Как указано в годовом отчете и финансовой отчетности Barratt Developments Plc за 2018 год, стр. 8-9, и в годовом отчете и финансовой отчетности Taylor Wimpey за 2018 год, стр. 26.

Лондона, 2013	18% (при условии роста)	
---------------	-------------------------	--

Некоторые показатели доходности либо очень высоки, либо противоречат интуиции. Это связано с тем, что целевой метрикой является прибыль на затраты или стоимость, а показатели доходности при использовании стандартного программного обеспечения для оценки проектов указываются в виде ставок внутренней доходности (IRR).

В Приложении D к Независимому обзору строительства (Letwin, 2018) Justin Graze, руководитель отдела земельных участков под жилую застройку, и Grainne Gilmore, руководитель отдела исследований жилой недвижимости в Великобритании в Knight Frank, утверждают, что девелоперы жилых домов ориентируются на прибыль от продажи и рентабельность инвестированного капитала (ROCE), в то время как коммерческие девелоперы рассматривают прибыль на затраты.

Однако затем сообщается, что 20% прибыли на затраты эквивалентны 25% на валовую стоимость девелопмента, тогда как должно быть наоборот.

David Jackson, руководитель отдела планирования, и Emily Williams, старший специалист Savills, говорят, что «обычно девелоперы стремятся к марже прибыли в 15-20% (валовая стоимость девелопмента)» (Letwin, 2018, стр. AX126).

На встрече за круглым столом с застройщиками, состоявшейся 8 февраля 2018 года в рамках обзора Letwin, было достигнуто широкое согласие относительно того, что на крупных участках типичная операционная маржа (до вычета затрат на финансирование) составляет 20%.

Совсем недавно, чтобы попытаться реформировать практику оценки экономической целесообразности и предотвратить любое возможное искажение земельных рынков (см. Crosby and Wyatt, 2016), правительство Великобритании (MHCLG, 2018) опубликовало новый набор руководств по планированию и определило «подходящую» прибыль девелоперов в размере от 15% до 20% от валовой стоимости девелопмента.

Это соответствует приведенным выше выводам относительно типичной денежной маржи, используемой девелоперами недвижимости. Однако в нем не указано, в каких случаях следует использовать нижнюю или верхнюю границы этого диапазона, и оно подвергается более общей критике в отношении использования денежной маржи для проектов различной продолжительности, что может подразумевать значительно различающиеся ставки внутренней доходности, как показывают данные в Таблице 1.

3.2 Достигнутая доходность

В отличие от существующих инвестиций, для которых доступно множество показателей эффективности и рыночной информации, существует очень мало опубликованных анализов достигнутой финансовой доходности девелоперских проектов. Вопрос о том, достигают ли девелоперские проекты в среднем ожидаемой доходности для девелоперов и других заинтересованных сторон, является важным для понимания того, насколько эффективно функционируют рынки земли и недвижимости, и адекватно ли компенсируются риски, связанные с девелоперской деятельностью.

Один из способов оценить финансовую эффективность девелоперских проектов — изучить отчетность девелоперов, что является предметом

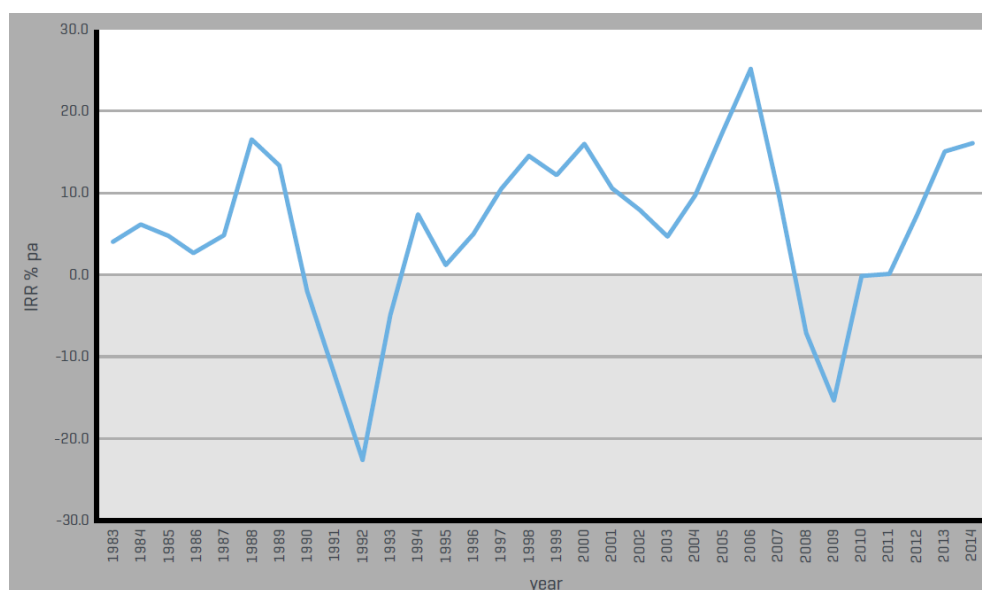
Раздела 5 настоящего отчета. Однако компании, работающие в сфере недвижимости, могут заниматься как инвестиционной, так и девелоперской деятельностью, и совокупная доходность не дает четкого представления о разбросе доходности отдельных проектов.

Важным источником данных о доходности отдельных девелоперских проектов является исследование, опубликованное IPD (2010) вместе с серией данных, опубликованной позже в рамках ежегодного обзора MSCI UK Annual Property Digest. IPD (ныне MSCI) подготовила серию данных о доходности девелоперских проектов на основе данных, предоставленных ее клиентами о девелоперских проектах в рамках их инвестиционных портфелей в сфере недвижимости.

Следует отметить, что данная серия данных преимущественно отражает показатели коммерческой недвижимости, а не жилой. Поскольку MSCI не публиковала данные о доходности проектов с конца 2014 года, приведенный ниже анализ сосредоточен на данных о доходности за период до этого момента (см. IPD, 2015).

На Рис. 1 показана медианная ставка внутренней доходности (IRR) за каждый год для 3 876 проектов в Великобритании, завершенных в период с начала 1983 года по конец 2014 года, в среднем 121 проект в год. Доходность представляет собой годовую ставку внутренней доходности (IRR), зафиксированную на год завершения проекта.

Рисунок 1. Медианная ставка внутренней доходности (IRR) по всем типам недвижимости в Великобритании: с 1983 по 2014 год.



Источник: на основании данных IPD (2015).

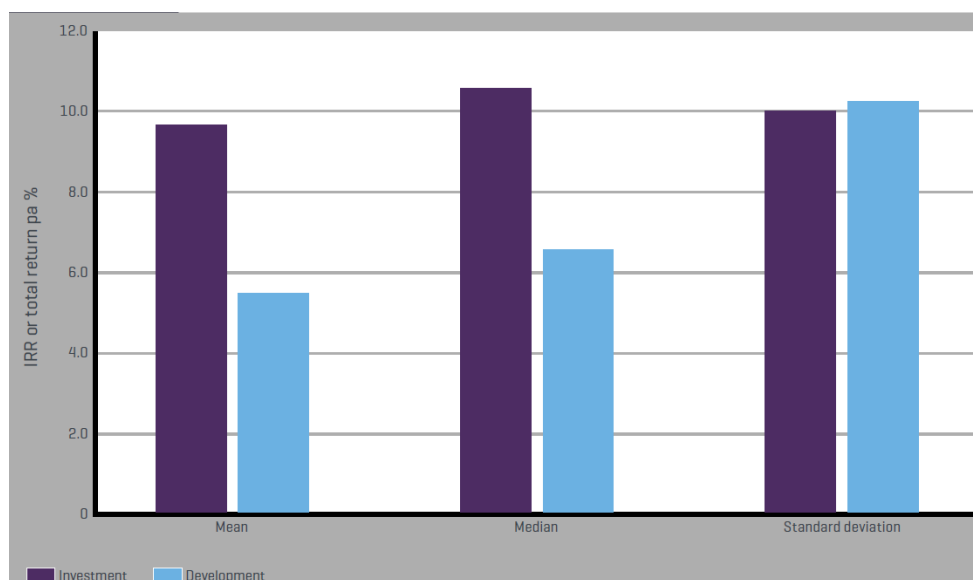
Среднее значение этого временного ряда составляет 5,5%, медиана — 6,5%, стандартное отклонение — 10,3%, а диапазон — 48,5%.

Эти цифры указывают на огромные колебания во времени «типичной» доходности, достигаемой в результате реализации девелоперских проектов. Лучшими годами завершения проектов были 1988, 2000, 2005 и 2006 годы, а худшими — 1991, 1992 и 2009 годы.

Эти колебания, возможно, неудивительны, но среднее и медианное значения заслуживают внимания, поскольку они ниже среднего и медианного значений

общей доходности существующих инвестиций за тот же период, которые составили 9,6% и 10,6% соответственно (опять же, на основе данных IPD, 2015). Это наглядно показано на Рис. 2, где средняя доходность инвестиций почти вдвое выше, чем у девелоперских проектов, в то время как стандартное отклонение в каждой серии практически одинаково.

Рисунок 2. Сравнение доходности всех текущих инвестиций и всех изменений за период с 1983 по 2014 год.



Источник: на основании данных IPD (2015).

Показатели для девелоперских проектов и существующих инвестиций не совсем сопоставимы, поскольку доходность рассчитывается по-разному, но эти результаты кажутся нелогичными, так как девелоперские проекты воспринимаются как более волатильные и рискованные, чем владение существующей инвестиционной недвижимостью, что оправдывает более высокую доходность.

В начале периода с 1983 по 2014 год в отчетах MSCI о строительной активности преобладали проекты в секторах розничной торговли и офисной недвижимости, но после финансового кризиса значение этих секторов снизилось, и категория «другие» стала ведущим сектором по количеству проектов. В данном наборе данных эта категория включает здравоохранение, образование, досуг, гостиницы и жилую недвижимость, хотя жилая недвижимость теперь выделяется отдельно в публикациях MSCI, что отражает изменения на рынке институциональных инвестиций в недвижимость в Великобритании.⁵

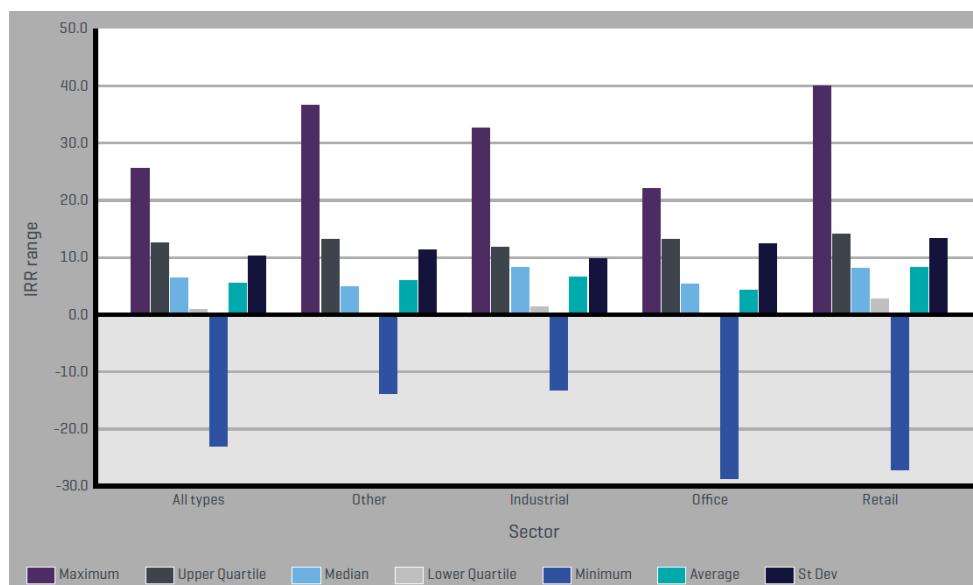
Поскольку состав выборки проектов менялся с течением времени, возникает вопрос о том, какая доходность была достигнута проектами разных типов.

На Рис. 3 показано, что самая высокая средняя ставка внутренней доходности (IRR) была достигнута сектором розничной торговли — 8,3% в год, в то время как офисные проекты показали наихудшие результаты — 4,3% в год, хотя это скрывает значительные региональные различия: офисные проекты в центральном Лондоне в среднем показывают лучшие результаты, чем проекты в регионах Великобритании

⁵ В Приложении В приведена более подробная разбивка этих секторов.

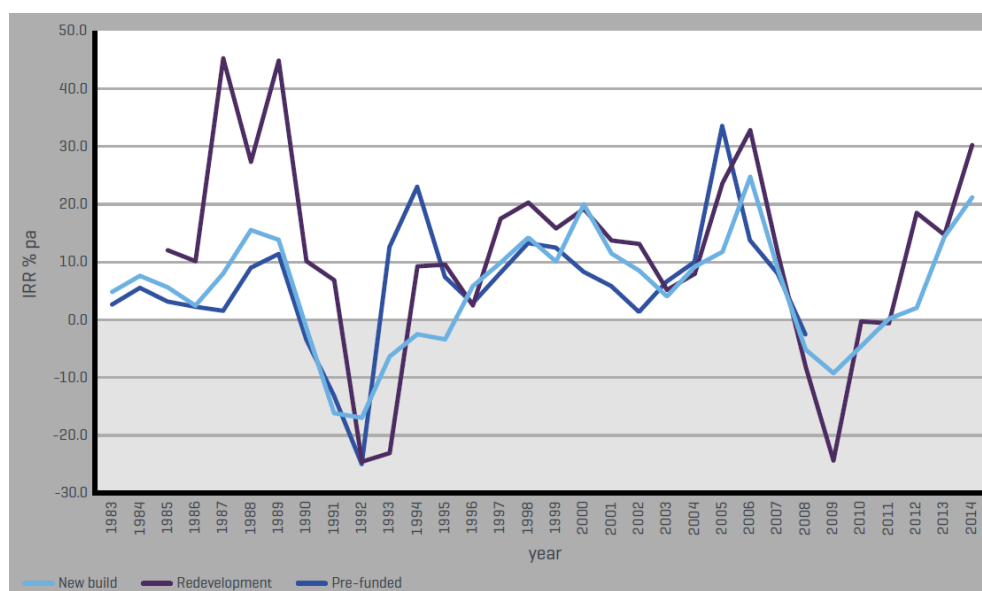
(что также было установлено IPD, 2010). Наибольшая вариативность наблюдается также в рядах данных по розничному и офисному секторам.

Рисунок 3. Среднее значение, медиана, стандартное отклонение и диапазон ставок внутренней доходности по секторам: с 1983 по 2014 год.



Источник: на основании данных IPD (2015).

Рисунок 4. Медианная ставка внутренней доходности (IRR) для всех проектов по типам девелопмента: с 1983 по 2014 год.



Источник: на основании данных IPD (2015).

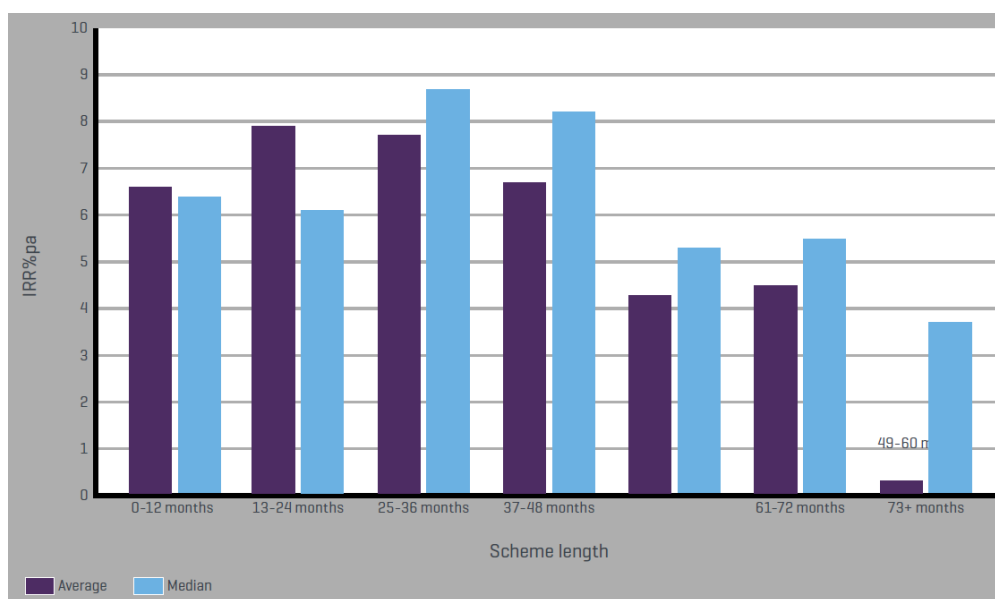
Выборка MSCI не состоит исключительно из проектов нового строительства. Вместо этого в этом наборе данных присутствует смесь проектов нового строительства, проектов реконструкции и проектов предварительного финансирования. Это может

быть фактором, влияющим на результаты по доходности по годам или секторам, но как эти различные типы проектов распределены во времени или по типам недвижимости, неизвестно.

На Рис. 4 показана доходность различных типов проектов, и он подчеркивает, что реконструкция/ремонт оказались наиболее прибыльной формой деятельности в этой выборке проектов, со средней медианной ставкой внутренней доходности (IRR) более 11%, хотя они также имеют большую волатильность, чем другие категории. Предварительное финансирование проектов показало аналогичную картину медианной IRR за период измерения, как и проекты нового строительства, с лишь немного меньшей медианной доходностью в целом. Опять же, это кажется нелогичным, учитывая значительно повышенный риск различных типов деятельности.

Наконец, на Рис. 5 показано влияние продолжительности проекта на IRR в год. Это показывает, что за период, охватываемый рядами данных, более длительные проекты показали самые низкие годовые внутренние нормы доходности (IRR).

Рисунок 5. Медианные ставки внутренней доходности для всех проектов девелопмента в зависимости от продолжительности реализации: с 1983 по 2014 год.



Источник: на основании данных IPD (2015).

Средняя доходность была достаточно стабильной для проектов различной продолжительности, до четырех лет, но, по-видимому, снижается для более длительных проектов, хотя размеры выборки уменьшаются по мере увеличения продолжительности проекта. Характеристики более длительных проектов неизвестны; они могут включать периоды простоя или поэтапное завершение строительства, когда возводится несколько зданий. Тем не менее, эта закономерность заслуживает внимания.

IPD (2010) более подробно излагает некоторые определения и предположения, относящиеся к набору данных MSCI.

Например, при расчете доходности предполагается, что дата завершения либо наступает через шесть месяцев после окончания периода строительства, либо на дату, когда 75% жилых помещений были сданы в аренду.

MSCI (и IPD до этого) не собирали у инвесторов собственные показатели ставки доходности, а рассчитывали IRR, используя свои данные об оценках или ценах покупки/продажи и денежных потоках.

Реконструкция определялась по соотношению капитальных затрат к капитальной стоимости; 25% — это произвольный критерий.

В исследовании 2010 года также содержится больше информации о разбросе достигнутых ставок внутренней доходности (IRR) по отдельным проектам девелопмента, благодаря доступу авторов к данным о результатах на уровне отдельных проектов.

Оценка доходности инвестиций в недвижимость может быть затруднена, если измеряемые проекты не ограничиваются процессом покупки, строительства и продажи новых участков.

Данные MSCI охватывают крупные реконструкции, расширения и перепланировки существующих зданий, поэтапные этапы реализации крупных проектов, а также предварительные соглашения о финансировании между инвесторами и застройщиками. В записях отсутствует информация об исходной целевой доходности, статусе планирования, долговом финансировании или точных сроках строительства и сдачи в аренду, что не позволяет провести более детальный анализ факторов, определяющих достигнутую ставку внутренней доходности (IRR).

Могут возникнуть проблемы с точным определением даты начала и даты завершения проекта, особенно когда объекты недвижимости условно продаются в инвестиционный портфель. Это также поднимает вопрос о «цене», по которой такие активы передаются. Однако данный источник представляет собой единственный крупномасштабный набор данных о финансовых показателях инвестиций, о котором известно авторам.

Даже анализ агрегированных данных поднимает интересные вопросы для исследований в этой области.

Например, если в оценку проектов закладывается высокая ожидаемая доходность, почему достигнутые результаты для данной выборки проектов хуже, чем при эксплуатации существующих зданий?

Почему более длительные проекты, по-видимому, обеспечивают более низкую годовую доходность, чем более короткие?

Некоторые из этих вопросов рассматриваются в последующих разделах данного отчета.

4.0 Методы исследования

Учитывая фрагментарность доступной информации о прибыльности проектов и различные показатели, которые могут применяться в рамках разных моделей оценки, данное исследование было направлено на расширение знаний о том, как оценки проектов используются на практике и как оценивается прибыльность в этом секторе. Метод состоял из трех направлений.

1. Во-первых, были изучены финансовые данные, относящиеся к девелоперским компаниям, для выявления используемых показателей. Эти данные включали финансовые базы данных, справочники и опубликованную отчетность отдельных компаний. Результаты этого анализа представлены в разделе 5.
2. Во-вторых, был проведен опрос девелоперских компаний с помощью анкет.
3. В-третьих, интервью с девелоперами позволили более подробно изучить некоторые вопросы, поднятые в ходе анализа отчетности и опроса. Результаты анкетирования и интервью представлены вместе в разделе 6.

Для анкетирования «совокупность» британских девелоперов недвижимости была принята за все компании, перечисленные в справочниках, публикуемых Property Data (2018a, 2018b). Ежегодно выпускаются два справочника. В 2018 году это были:

- Справочник коммерческих девелоперов Великобритании, издание 2018 года
- Справочник жилищных девелоперов Великобритании, издание 2018 года

Контактные данные девелоперов зафиксированы в этих справочниках, но после введения Общего регламента по защите данных в 2018 году личные адреса электронной почты больше недоступны. Это означало, что анкеты рассылались на корпоративные адреса электронной почты.

Многие компании, перечисленные в справочнике, являются дочерними предприятиями материнских компаний – например, региональные офисы. В этих случаях анкеты рассылались только материнским компаниям.

Кроме того, в справочниках отсутствовали адреса электронной почты всех перечисленных компаний – по 50 адресов в каждом справочнике. Участникам анкеты были отправлены подробные сведения о проекте исследования и его целях, а также контактные данные исследователей на случай, если потребуется дополнительная информация.

Ответы были проанализированы и представлены таким образом, чтобы сохранить анонимность респондентов. Копия анкеты включена в Приложение С. Анкета была впервые протестирована на 50 девелоперах: 25 из справочника коммерческих девелоперов и 25 из справочника жилищных девелоперов.

Для основного опроса анкета была разослана по электронной почте 1 271 девелоперу коммерческой недвижимости и 1 450 девелоперам жилой недвижимости, всего 2 721 респонденту.

Было получено 160 ответов, что составляет 6% от общего числа. Хотя этот показатель кажется низким, он не выходит за рамки результатов опросов, посвященных корпоративной финансовой практике.⁶

Абсолютное число ответов позволило провести дезагрегацию по типу девелопера – занимался ли он исключительно девелопментом жилья или нет (включая коммерческих девелоперов и девелоперов обоих типов активов). Эта

⁶ Например, по данным Graham and Harvey (2001 г.), уровень отклика составил 9%, а по данным Jagannathan et al. (2016 г.) — 3,4%.

классификация основывалась на информации, предоставленной респондентами, а не на справочнике, из которого был отобран респондент.

Справочники Property Data также содержат отдельные финансовые данные (оборот, прибыль и т. д.) некоторых компаний, и эта информация была проанализирована в рамках первого этапа первичного исследования, чтобы дать представление о текущей и недавней прибыльности (с использованием обновленного издания 2019 года для застройщиков жилых домов, опубликованного в январе 2019 года, после проведения опросов, но до публикации результатов). Однако **большинство девелоперов, перечисленных в справочниках коммерческих девелоперов и девелоперов жилья, являются очень небольшими компаниями**, и финансовая информация о них недоступна.

Из коммерческих девелоперов финансовые данные были предоставлены 325 компаниям, а из девелоперов жилых домов – 248 компаниям.

В последнем финансовом году, за который были доступны финансовые данные, общий оборот девелоперов жилой недвижимости, зафиксированный компанией Property Data (2019), составил 38,7 млрд фунтов стерлингов.

Для девелоперов коммерческой недвижимости он составил 14,4 млрд фунтов стерлингов (Property Data, 2018a).

Небольшое количество очень крупных девелоперов жилых домов отвечает за большую часть оборота. 24,7 млрд фунтов стерлингов (64%) оборота приходится на одиннадцать крупнейших девелоперов жилых домов. Для коммерческого строительства аналогичный показатель составляет 4,6 млрд фунтов стерлингов (13%), то есть он не так сконцентрирован, как в секторе жилой недвижимости. Иными словами, на долю 26 крупнейших девелоперов коммерческой недвижимости приходится 50% оборота в этой группе, тогда как на долю шести крупнейших девелоперов жилой недвижимости приходится 50% зафиксированного оборота в выборке жилой недвижимости. Однако многие девелоперы коммерческой недвижимости также являются инвесторами, поэтому финансовые сравнения между девелоперами жилой и коммерческой недвижимости не являются сопоставимыми.

Анализ финансовых данных в отчете Property Data (2018a, 2019) был подкреплен финансовыми данными, извлеченными из базы данных S&P Global Market Intelligence (ранее база данных SNL).⁷

S&P Global Market Intelligence публикует и анализирует ключевые корпоративные, финансовые и портфельные данные компаний в секторе недвижимости по всему миру за длительный период. В данном исследовании был проведен анализ коэффициентов рентабельности семи крупнейших британских застройщиков жилья за период с 1998 по 2017 год. Эти данные были дополнены данными из отдельных годовых отчетов и финансовой отчетности семи крупнейших британских застройщиков жилья, с акцентом на период с 2010 по 2017 год.

Третьим направлением исследования стало проведение интервью.

Восемь респондентов были целенаправленно отобраны из различных организаций, занимающихся жилищным и коммерческим строительством. Чтобы сохранить анонимность респондентов и их организаций, авторы не указали имена участников или их компаний. Предполагается, что это побудило респондентов более свободно говорить на обсуждаемые темы. В число организаций вошли:

- крупная национальная строительная компания;
- ведущее инвестиционное учреждение;

⁷ См. www.spglobal.com/marketintelligence/en/

- крупная компания, занимающаяся жилищным и коммерческим строительством, с отдельными подразделениями по освоению земель, развитию и строительству;
- одна крупная и одна небольшая консалтинговая компания в сфере развития;
- компания по освоению земель;
- организация по городскому развитию;
- крупная компания по недвижимости.

Участие в интервью проходило в соответствии со стандартными принципами: знание цели исследования, предоставление информированного согласия, анонимность респондентов и право отказаться от участия в исследовании после интервью.

5.0 Анализ финансовой отчётности девелоперов

Насколько известно авторам, формальных исследований финансовой эффективности и прибыльности компаний, занимающихся развитием недвижимости, крайне мало.

Однако в отраслевой прессе, посвященной сектору недвижимости и инвестиций, часто встречаются статьи, анализирующие деятельность строителей и девелоперов. Например, **Oakley (2016) проанализировал финансовые показатели крупнейших компаний, занимающихся жилищным строительством, и предположил, что ключевые переменные, определяющие прибыль, имитируют основные параметры остаточной стоимости: продажную цену жилья, стоимость земли и затраты на строительство.**

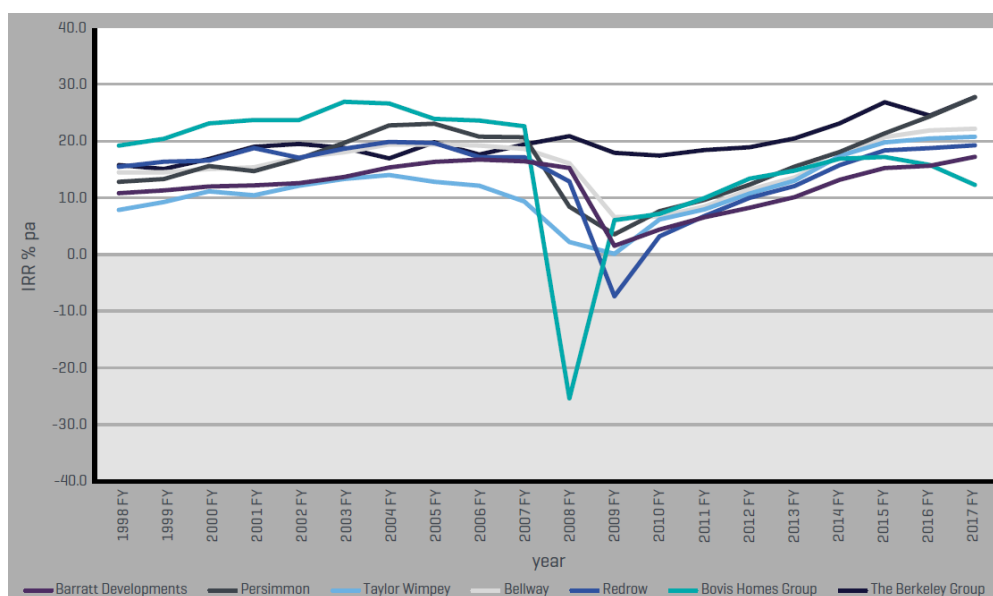
Он также указал, что подтвердилось в ходе интервью с девелопером, проведенного в рамках этого исследования, что скорость строительства и продаж имеет решающее значение для прибыльности и возможности покрытия постоянных затрат.

Oakley предполагает, что наиболее важными финансовыми показателями для застройщиков являются доходность собственного капитала (прибыль после уплаты налогов в процентах от инвестиций акционеров) и операционная доходность (процент оборота, превращающийся в прибыль до уплаты процентов и налогов).

Изучение финансовой отчетности, проведенное для этого исследования, было сосредоточено на выборке крупнейших коммерческих и жилых девелоперов, ранжированных по обороту.

Это позволило легче сравнивать стремления девелоперов, их результаты и любые расхождения между требуемой и достигнутой прибылью.

Рисунок 6. Маржа операционной прибыли девелоперов: 1998–2017 гг.

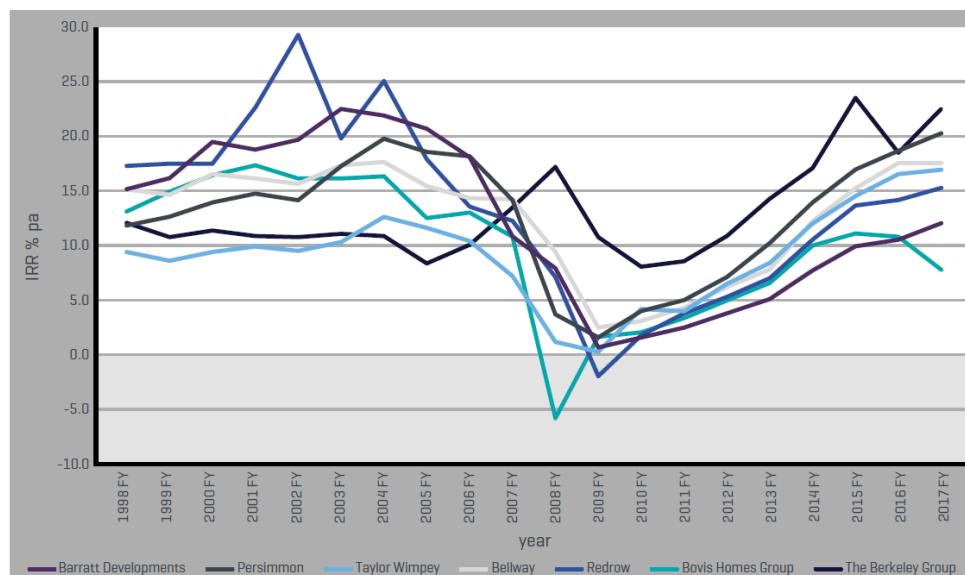


Источник: На основе данных, извлеченных из базы данных S&P Global Market Intelligence.

На Рис. 6, 7 и 8 показаны маржа операционной прибыли, доходность капитала и доходность собственного капитала соответственно для семи крупнейших застройщиков (по выручке) за период с 1998 по 2017 год.

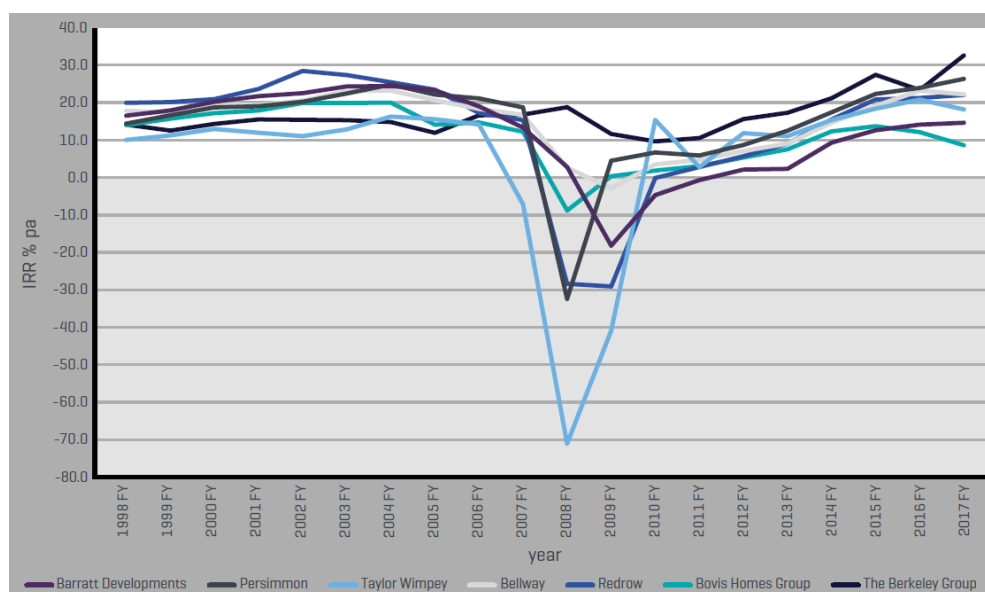
В каждом случае цифры относятся к финансовому году компании, который может отличаться у разных фирм из-за использования разных дат окончания финансового года.

Рисунок 7. Доходность капитала девелоперов: 1998–2017 годы.



Источник: На основе данных, извлеченных из базы данных S&P Global Market Intelligence.

Рисунок 8. Доходность собственного капитала девелоперов: 1998–2017 годы.



Источник: На основе данных, извлеченных из базы данных S&P Global Market Intelligence.

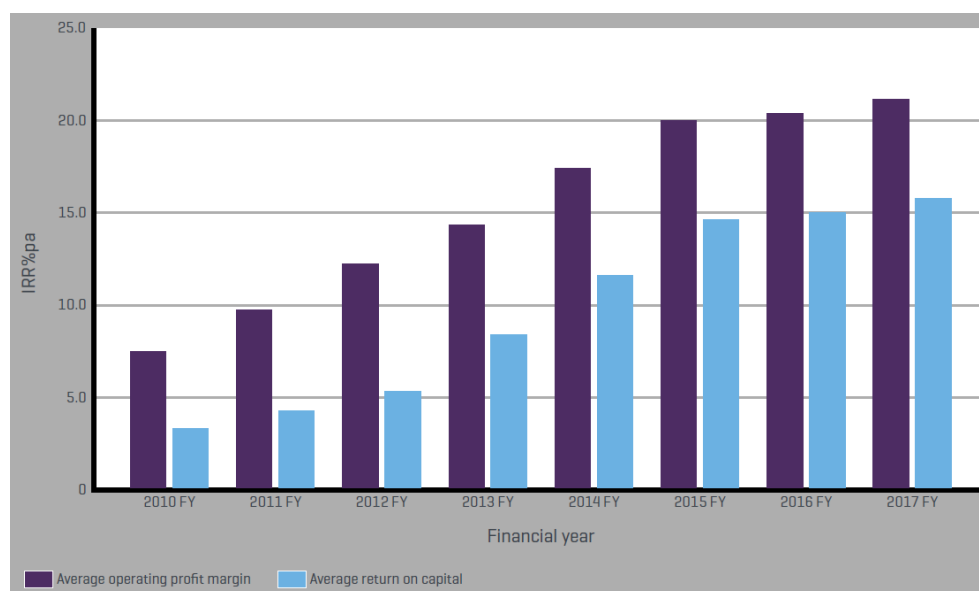
После нестабильного периода, связанного со спадом на рынке жилья Великобритании в начале 1990-х годов, на Рис. 6 показано, что маржа операционной прибыли для этой группы фирм неуклонно росла в конце 1990-х и начале 2000-х годов, увеличившись в среднем с 14% в 1998 году до 19% к 2005 году.

Однако затем маржа снизилась во время финансового кризиса 2007-2009 годов и восстановилась до докризисного уровня только примерно с 2014 года, хотя средний показатель за 2017 финансовый год составил 21%.

Аналогично, на Рис. 7 и 8 показано увеличение доходность капитала и доходность собственного капитала для большинства фирм примерно до 2005-2006 годов. Оба показателя затем снижаются, при этом средняя рентабельность собственного капитала была отрицательной как в 2008, так и в 2009 годах, прежде чем восстановиться в 2010-х годах.⁸

Улучшение в последние годы дополнительно отражено на Рис. 9, но долгосрочная перспектива показывает, что жилищное строительство, как и все виды девелопмента недвижимости, является циклической отраслью. Только Berkeley Group – строя почти исключительно в лондонском регионе – поддерживала относительно стабильную доходность капитала, доходность собственного капитала и операционную маржу в период кризиса, что может отражать активность иностранных покупателей на этом рынке.

Рисунок 9. Средняя маржа и доходность капитала для отдельных строительных компаний: 2010–2017 годы.



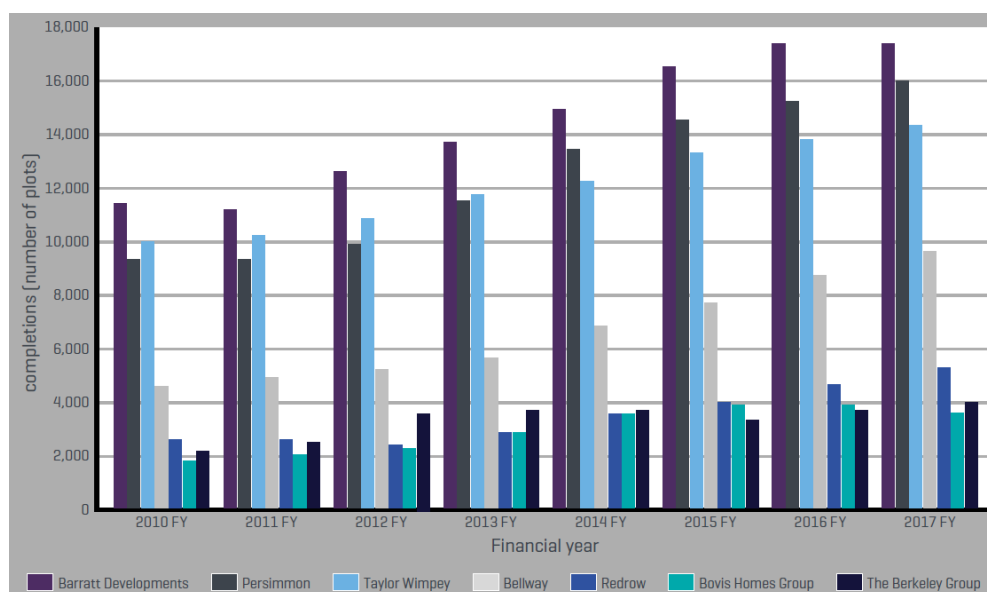
Источник: На основе данных, извлеченных из базы данных S&P Global Market Intelligence.

⁸ Аналитики S&P Global Market Intelligence зафиксировали рентабельность доходность капитала компании Taylor Wimpey на уровне -70% в 2008 году и -40% в 2009 году. Авторы решили сократить Рис. 8, чтобы лучше проиллюстрировать тенденции для других компаний и периодов в наборе данных.

На рисунках 10–13 показаны объемы завершенных проектов, выручка с одного участка, прибыль с одного участка и соотношение земельного банка к завершенным проектам семи крупнейших девелоперов.

В соответствии с восстановлением рынка жилья после финансового кризиса эти показатели демонстрируют тенденцию к росту. Общее количество завершенных проектов увеличилось с 42 000 в 2010 году до более чем 70 000 в 2017 году, а земельные банки выросли с менее чем 250 000 участков до почти 340 000 к 2017 году. Таким образом, как объемы производства, так и потенциал будущих объемов производства в последние годы увеличились. Однако соотношение земельного банка к завершенным проектам несколько снизилось, поскольку количество участков в земельных банках росло не так быстро, как объемы завершенных проектов. Прибыль до налогообложения, поднявшись с очень низкого уровня после финансового кризиса, увеличилась с 280 млн фунтов стерлингов до более чем 4 млрд фунтов стерлингов в 2017 году. Выручка и прибыль с одного участка также выросли по мере роста цен на жилье в Великобритании и улучшения рыночных условий. За исследуемый период было сдано на 67% больше участков (Рис. 10), а прибыль с каждого участка увеличилась на 800% (Рис. 13).

Рисунок 10. Завершение работ на участках: 2010–2017 гг.



Источник: Извлечено авторами из опубликованных годовых отчетов и финансовой отчетности каждой компании.

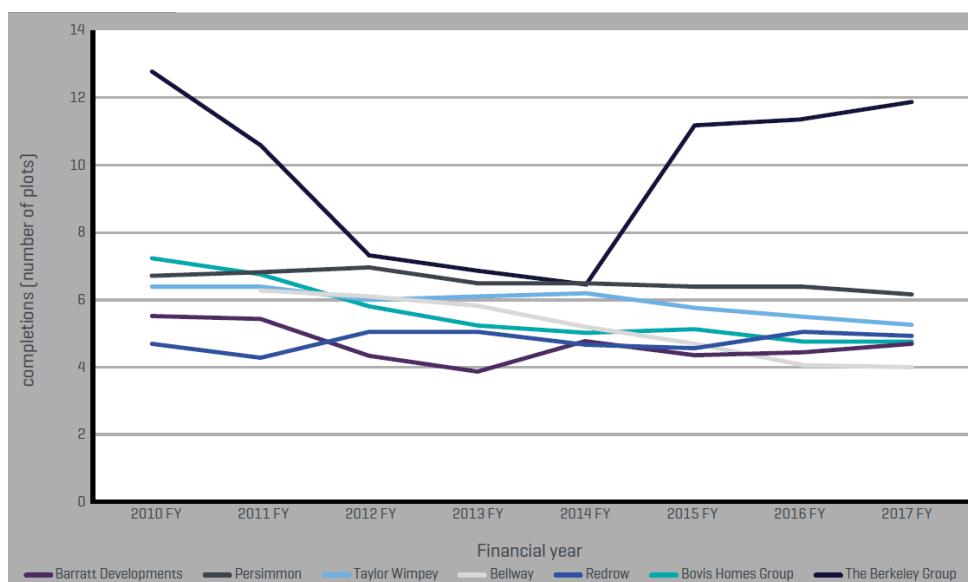
В справочнике Property Data (2018a; 2019) представлен рейтинг 200 крупнейших строительных компаний по обороту, включая данные об обороте и прибыли до налогообложения, что позволяет сравнивать операционную маржу в зависимости от размера компании.

Рис. 14 иллюстрирует взаимосвязь между оборотом и операционной маржой для компаний разных размеров.

Шесть крупнейших компаний по выручке имеют годовой оборот от 2 до 5 миллиардов фунтов стерлингов, и в среднем эти компании достигали годовой прибыли до налогообложения при выручке более 20% во всех трех последних

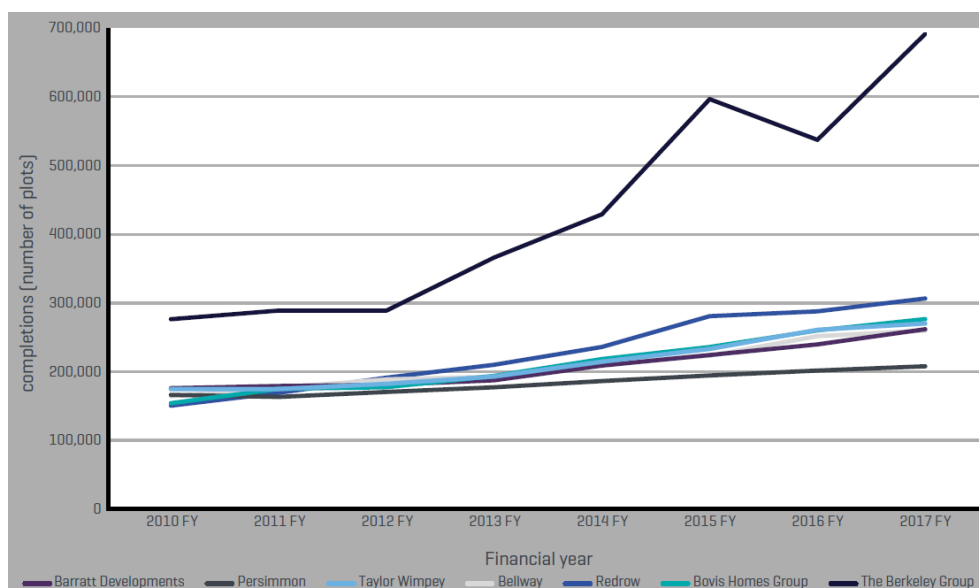
финансовых годах, зафиксированных в справочниках Property Data. Показатели доходности шести крупнейших компаний не повторяются в других размерных группах: более мелкие компании, работающие с оборотом менее 50 миллионов фунтов стерлингов, достигают менее половины доходности шести крупнейших компаний. Это говорит о том, что прибыль в строительной отрасли распределена неравномерно.

Рисунок 11. Соотношение земельного банка к завершенным проектам: 2010–2017 годы.



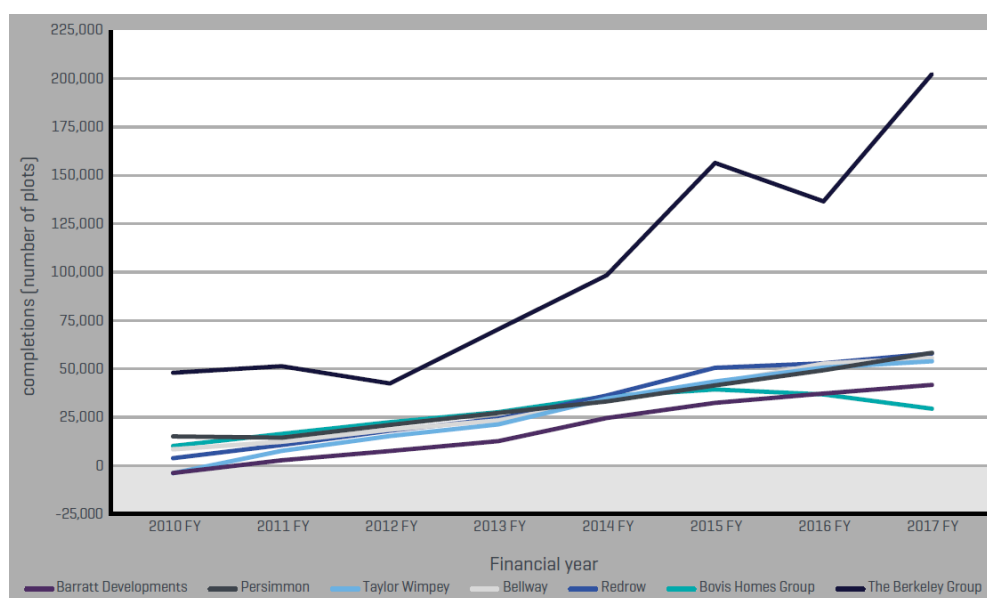
Источник: Извлечено авторами из опубликованных годовых отчетов и финансовой отчетности каждой компании.

Рисунок 12. Средний доход с участка: с 2010 по 2017 год.



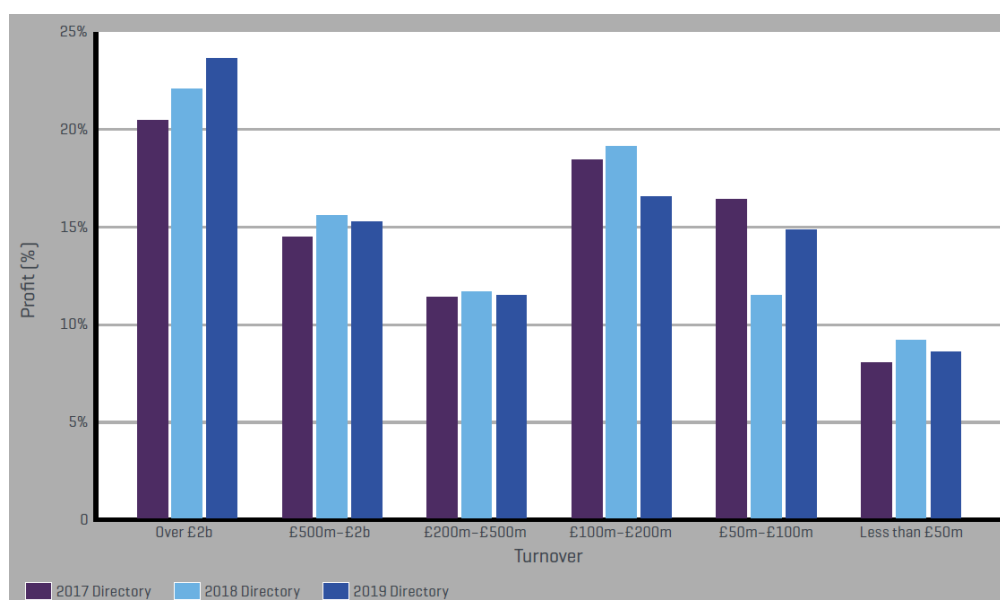
Источник: Извлечено авторами из опубликованных годовых отчетов и финансовой отчетности каждой компании.

Рисунок 13. Средняя прибыль с участка: с 2010 по 2017 год.



Источник: Расчеты произведены на основе данных, извлеченных из опубликованных годовых отчетов и финансовой отчетности по каждому случаю. Справочники Property Data не содержат информации о прибыльности девелоперу коммерческой недвижимости.

Рисунок 14. Средняя операционная прибыль 200 крупнейших девелоперов в зависимости от оборота компании: 2017–2019 годы.



Источник: Расчеты выполнены авторами на основе данных, полученных из базы данных Property Data (2019).

Поскольку многие компании, занимающиеся коммерческим девелопментом, имеют многогранную деятельность, сообщаемые показатели доходности (например, на

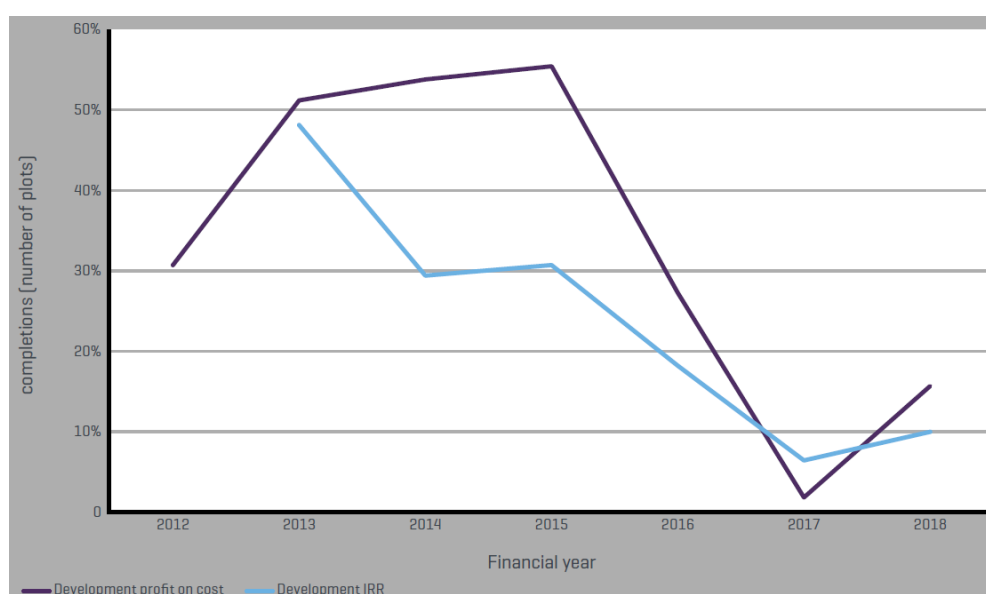
основе прибыли до налогообложения и чистой стоимости активов) не дают никакого представления о прибыльности девелопмента.

Даже некоторые из крупнейших зарегистрированных на бирже компаний, занимающихся недвижимостью, такие как Land Securities и British Land, не обязательно сообщают показатели эффективности девелопмента отдельно от показателей своей инвестиционной и другой деятельности.

Медианное соотношение прибыли до налогообложения в процентах от чистой стоимости активов для 325 компаний, зарегистрированных в Property Data (2018a), которые занимаются коммерческим девелопментом в рамках своего портфеля деятельности, составляло чуть менее 10% в последнем отчетном финансовом году (заканчивающемся в 2016 или 2017 году) до публикации Справочника коммерческой недвижимости (Property Data, 2018a).

Медианная доходность прибыли в процентах от оборота составляла 27,5%.

Рисунок 15. Рентабельность проектов развития Great Portland Estates: 2012–2018 годы.



Источник: Расчеты произведены на основе данных, извлеченных из опубликованных отчетов компании Great Portland Estates.

Существуют исключения из этого недостатка данных об эффективности, специфичных для девелопмента.

Начиная с 2012/2013 года, компания Great Portland Estates отчитывается о рентабельности своей девелоперской деятельности в виде рентабельности затрат и внутренней нормы доходности (IRR) по завершенным проектам. Эти данные представлены на Рис. 15.

В 2017 году рентабельность снизилась, но, по-видимому, значительно превышает показатели, указанные в анализе IPD за сравнительные периоды 2013 и 2014 годов (хотя эти два года были высокоэффективными в контексте долгосрочных данных IPD). Средняя доходность затрат за этот период составила 34%, а средняя IRR — 24%.

Похоже, что начиная с 2015 года, в тот же период, когда девелоперы увеличили свою прибыльность, показатели коммерческой недвижимости Great Portland Estates пошли в противоположном направлении.

Что касается конкретного случая, в своем годовом отчете за 2016 год компания Great Portland Estates сообщила о ставке внутренней доходности (IRR) для одного из своих флагманских проектов по адресу 33 Margaret Street в Лондоне.

IRR без учета заемных средств составила 23,5% годовых для шестилетнего проекта, что соответствует прибыли на вложенный капитал в размере 137%.

Ключевые показатели эффективности, которые Great Portland Estates сообщала в то время для таких проектов, составляли IRR без учета заемных средств в размере 18% годовых и прибыль на вложенный капитал в размере 27,1%.

Однако раскрытие информации об эффективности отдельных проектов встречается крайне редко, и уровень раскрытия информации компанией Great Portland Estates, по-видимому, не получил широкого распространения.

В этом разделе подчеркивается, что показатели крупных компаний, занимающихся недвижимостью и котирующихся на бирже, особенно девелоперов жилья, проливают свет на прибыльность девелоперской деятельности с течением времени. Он показывает, что, хотя прибыль в последние годы была высокой, показатели девелоперской деятельности носят циклический характер, как это также было показано в анализе IPD/MSCI ранее.

Однако большинство представленных показателей отличаются от тех, которые используются для оценки или сравнения отдельных проектов в рамках процесса оценки.

Доходность капитала, доходность собственного капитала и операционная маржа — это годовые показатели, основанные на бухгалтерской отчетности, в то время как ставка внутренней доходности (IRR) — это показатель, основанный на денежных потоках, а прибыль на затраты или прибыль на стоимость относятся к прибыли за весь период реализации проекта, без учета временной стоимости денег. Они лишь частично помогают понять соответствующую ставку доходности или прибыль для отдельных проектов.

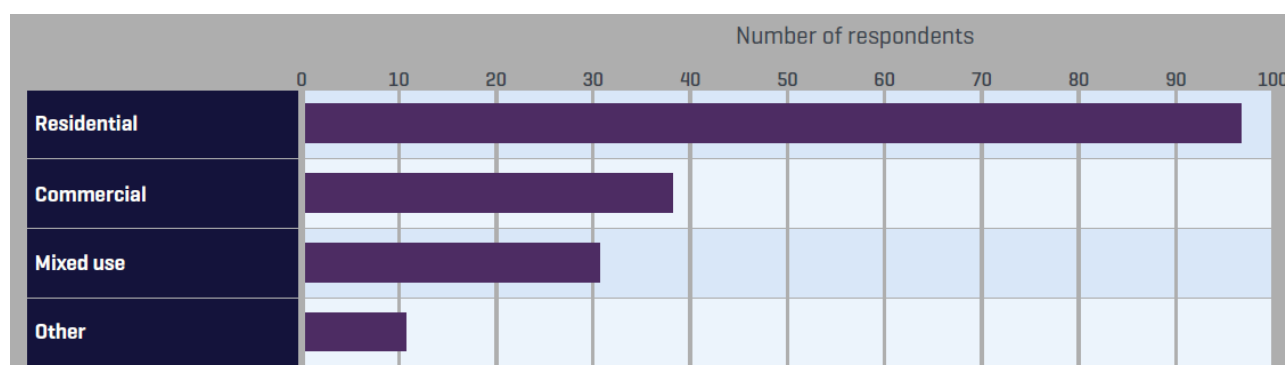
Отчетность о доходности отдельных проектов встречается редко. Остается пробел в понимании того, чего ожидают участники рынка в отношении доходности от отдельных проектов и как такие проекты показывают себя по сравнению с этими ожиданиями, если проводится оценка эффективности постфактум. В следующем разделе эти темы рассматриваются более подробно на основе опросов и интервью с профессионалами в сфере девелопмента недвижимости.

6.0 Результаты анкетирования и интервьюирования

Результаты анкетирования, проведенного в рамках данного исследования, представлены ниже. Как указывалось ранее, в опросе приняли участие 160 респондентов.

Различные типы организаций, принявших участие в опросе, представлены на Рис. 16.

Рисунок 16. Как бы вы классифицировали свою основную девелоперскую деятельность? (можно выбрать несколько вариантов)



Большинство ответов поступило от небольших организаций в выборке – от 50 крупнейших операторов жилой и коммерческой недвижимости по обороту было получено всего десять ответов. Это ограничило возможность детализации результатов по размеру организации.

Большинство ответов (97 или 55%) были получены от девелоперов жилой недвижимости, но 37 ответов (21%) были получены от девелоперов коммерческой недвижимости и 31 ответ (18%) – от девелоперов многофункциональных комплексов, что позволило провести детализацию по масштабу девелоперской деятельности.

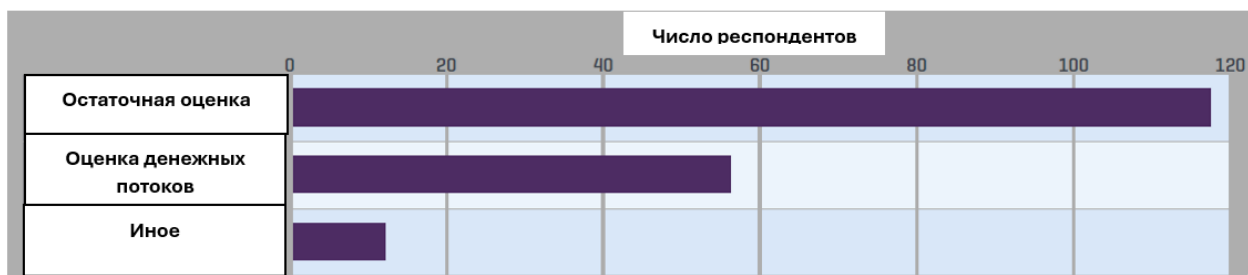
Одиннадцать респондентов (6%) отдельно указали свою основную девелоперскую деятельность, и эти ответы были следующими:

- Здравоохранение и жилье для пенсионеров (4 ответа)
- Студенческое жилье (2 ответа)
- Досуг
- Промышленность
- Строительство арендного жилья
- Земельные участки
- Многофункциональные комплексы, преимущественно жилые или коммерческие, но редко одноцелевые.

6.1 Методы оценки

В ходе опроса задавался вопрос о том, как девелоперы обычно оценивают проекты застройки на начальном этапе, будь то для оценки прибыльности или стоимости земли. Результаты представлены на Рис. 17. Были предложены два варианта: остаточная оценка или оценка на основе денежных потоков.

Рисунок 17. Как бы вы обычно оценивали прибыльность или стоимость земли для проекта девелопмента? (можно выбрать несколько вариантов)



118 респондентов (64%) заявили, что используют остаточный метод, а 56 (30%) — метод денежных потоков, что составляет примерно две трети к одной трети.

Выбор не был взаимоисключающим — респонденты могли выбрать оба варианта, если использовали более одного подхода.

Двенадцать респондентов (6%) предпочли описать свою методику оценки своими словами, а письменные ответы выявили несколько проблем, связанных с используемыми методами оценки.

Два респондента подчеркнули важность использования сопоставимых данных для проверки, а один респондент использовал ряд методов, включая остаточную оценку, сравнение с рынком, моделирование денежных потоков, прогнозирование и анализ чувствительности.

Последний метод не является строго оценочным, а предполагает проверку чувствительности результатов оценочных моделей; этот метод также упоминал другой респондент, который говорил о стресс-тестировании рентабельности проектов.

Один респондент указал, что уже владеет участками, которые выставляются под застройку, а другой, зарегистрированный социальный арендодатель, учитывал наличие грантового финансирования для социального жилья при оценке финансовой целесообразности.

Существует разница между ответами девелоперов, которые указали, что их бизнес исключительно жилой, и тех, кто занимался только коммерческой недвижимостью, смешанным использованием или и тем, и другим одновременно.

В Табл. 2 представлена перекрестная таблица между типом застройщика и подходом к оценке.

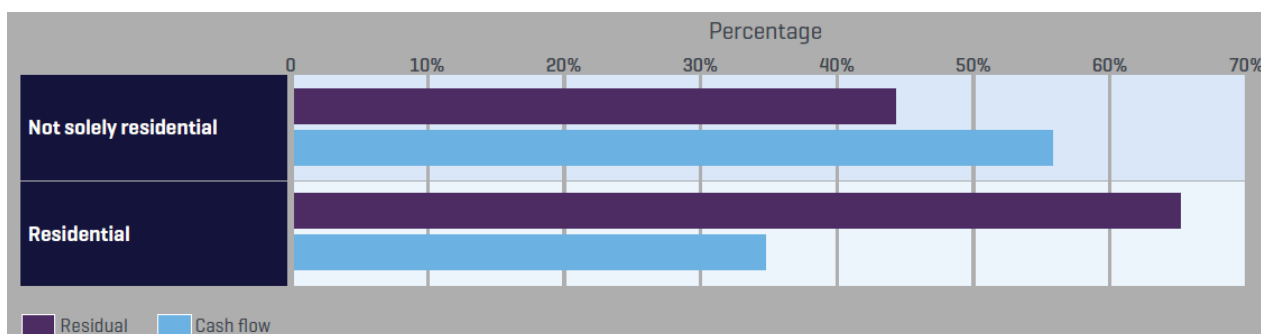
Произошла некоторая потеря данных, поскольку, хотя респонденты могли указать более одной категории при заполнении анкеты, в перекрестной таблице принимался только один ответ. Тем не менее, таблица показывает более широкое использование методов анализа денежных потоков среди застройщиков нежилых или смешанных объектов по сравнению с теми, кто занимается только жилой недвижимостью.

Таблица 2. Тип используемой оценки девелопмента

Type of developer	Type of appraisal			
	Residual	Cash Flow	Both	Total
Commercial	10 [50%]	3 [15%]	7 [35%]	20 [100%]
Residential	49 [65%]	3 [4%]	23 [31%]	75 [100%]
Mixed	14 [40%]	4 [11%]	17 [49%]	35 [100%]
Total	73	10	47	130

На Рис. 18 сравниваются девелоперы, занимающиеся исключительно жилой недвижимостью, с остальными и показано, что эти девелоперы реже используют анализ денежных потоков в качестве основного или вспомогательного метода оценки (различия статистически значимы на уровне 10%).

Рисунок 18. Использование методов денежных потоков и остаточной стоимости девелоперами, работающими как в жилом, так и в других секторах.



В ходе интервью были выявлены некоторые дополнительные нюансы в использовании базовой остаточной модели и более сложного анализа денежных потоков.

Крупные компании, представленные в интервью и работающие над крупными проектами, как правило, использовали более сложные методы. Однако компании, занимающиеся освоением земельных участков, как правило, использовали базовые методы оценки остаточной стоимости, поскольку не планировали самостоятельно осуществлять застройку. В результате они неохотно использовали более детальные данные, такие как подробные сметы от консультантов и т. д. Отсутствие детализации и тот факт, что они, по сути, прогнозировали цену, по которой девелоперы купят землю, не оправдывали, по их мнению, применение более сложных подходов.

В ходе интервью также было установлено, что девелоперы неохотно прилагают значительные усилия к предварительной оценке на самых ранних этапах девелопмента, когда оценивается базовая целесообразность. На этом этапе процесса, вероятно, существует наибольшая неопределенность относительно характера проекта и сроков начала работ. Таким образом, такое поведение согласуется с выводами из

рассмотренной ранее литературы по корпоративным финансам об использовании базовых методов оценки для проектов, где неопределенность выше и присутствует больше опциональных характеристик.

Однако эта точка зрения была менее верна в отношении инвесторов/девелоперов, которые уже владели своими проектами в рамках инвестиционного портфеля в виде существующих построенных объектов.

В рамках анализа портфеля активов проводилась бы гораздо более детальная оценка. Она включала бы в себя оценку целесообразности различных альтернативных стратегий для здания, одной из которых была бы капитальная реконструкция или перепланировка, а также потенциальное изменение назначения. Они могли бы использовать собственные модели денежных потоков или готовые модели.

Трудно достоверно проверить гипотезу о том, что более крупные организации будут чаще использовать более сложные подходы, поскольку, как отмечалось выше, только 10 ответов на анкету поступили от 50 крупнейших операторов жилой или коммерческой недвижимости по обороту.

Интервью подтвердили эту гипотезу, а также результаты, касающиеся различий в практике между застройщиками жилой и коммерческой недвижимости.

Что касается вопроса о доходности девелоперов, в опросе задавался вопрос о том, как девелоперы оценивают прибыльность проектов. Респонденты могли указать частоту использования различных показателей.

В Табл. 3 приведены сводные результаты.

Таблица 3. Как бы вы оценили ожидаемую прибыль/доходность от проекта на начальном этапе технико-экономического обоснования?

	Always	Usually	Around half the time	Sometimes	Never	Total
Profit on costs	68 [64%]	22 [21%]	1 [1%]	5 [5%]	11 [10%]	107
Profit on value	43 [46%]	18 [19%]	0	17 [18%]	15 [16%]	93
Return on capital employed	36 [38%]	17 [18%]	4 [4%]	26 [27%]	12 [13%]	95
Project IRR	30 [32%]	14 [15%]	6 [6%]	20 [21%]	25 [26%]	95
Profit on equity invested	24 [28%]	11 [13%]	3 [4%]	18 [21%]	29 [34%]	85
Equity IRR	13 [17%]	12 [15%]	5 [6%]	9 [12%]	39 [50%]	78
Equity multiple	8 [11%]	10 [14%]	4 [5%]	10 [14%]	42 [57%]	74
Other	4 [16%]	2 [8%]	1 [4%]	1 [4%]	17 [68%]	25

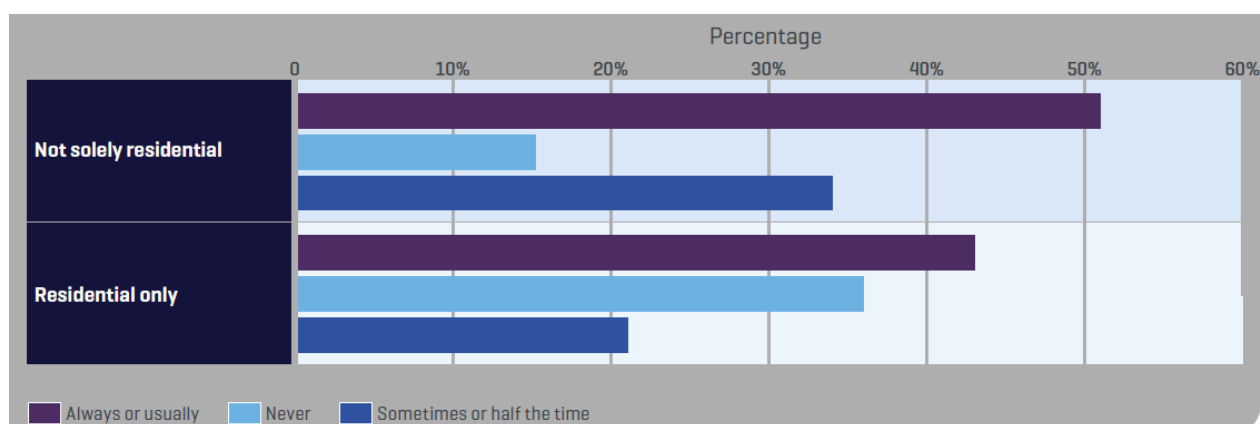
Закономерность проявляется в предпочтении показателей, основанных на денежных потоках, таких как прибыль на затраты или прибыль на стоимость, по сравнению с показателями, основанными на доходности, такими как ставка внутренней доходности проекта или собственного капитала.

Учитывая, что заемные средства часто используются для финансирования девелоперских проектов, интересно, что показатели, связанные с вознаграждением акционеров застройщика, используются реже. Однако это может отражать тот факт,

что детали любой финансовой структуры, вероятно, неизвестны на начальном этапе технико-экономического обоснования, и поэтому акцент на доходности собственного капитала может усилиться при оценке, проводимой на более позднем этапе.

При сопоставлении показателей эффективности прибыли с типом девелопера наблюдается аналогичный результат в отношении использования ставки внутренней доходности проекта, как и в отношении выбора метода оценки. Девелоперы, работающие исключительно с жилой недвижимостью, чаще не используют ставку внутренней доходности, как показано на Рис. 19 (опять же, статистически значимо на уровне 10%). Это соответствует их ответу на вопрос о денежных потоках/базовой остаточной стоимости: если они не используют денежные потоки так часто, они не смогут определить ставку внутренней доходности.

Рисунок 19. Использование ставки внутренней доходности проекта различными типами девелоперов.



Из 25 респондентов, которые никогда не использовали ставку внутренней доходности (IRR), 19 были девелоперами жилой недвижимости, тогда как 23 девелопера жилой недвижимости использовали IRR либо всегда, либо обычно. Среди девелоперов, занимающихся смешанной или коммерческой застройкой, только 6 респондентов никогда не использовали IRR, в то время как 20 делали это обычно или всегда.

Только 18 респондентов занимались исключительно коммерческой застройкой, и 10 из них проводили оценку денежных потоков, часто наряду с остаточными оценками. Однако только 6 респондентов заявили, что в их оценке денежных потоков всегда или обычно используется IRR, 2 использовали рентабельность собственного капитала, а один респондент не ответил на вопрос о показателях прибыли. Другой предположил, что они используют рентабельность инвестированного капитала (ROCE).

Девелоперы коммерческой, жилой и смешанной недвижимости с одинаковой вероятностью используют прибыль на затраты в качестве ориентира, как и IRR проекта. Однако девелоперы жилой недвижимости гораздо чаще используют прибыль на валовую стоимость проекта, чем другие типы девелоперов.

Были указаны и другие ориентиры.

Три респондента указали доходность проекта в качестве ориентира, при этом один уточнил, что использовал «годовую дивидендную доходность на инвестированный собственный капитал».

Показатель доходности инвестиций как метрика эффективности часто предпочтительнее, когда проекты планируется сохранить либо в качестве инвестиций, либо в качестве операционных активов, таких как социальное жилье. Зарегистрированный социальный арендодатель указал, что они рассматривают доходность за 30-летний период.

Один респондент упомянул, что важной метрикой является чистая текущая стоимость (NPV), другой использовал прибыль только в денежном выражении (без масштабирования по затратам или стоимости), а третий упомянул доходность на вложенный капитал, особенно в случае коммерческой реконструкции.

Наконец, один респондент указал, что он не использует ни один из предложенных показателей эффективности для своих проектов по строительству арендного жилья. Интервью также пролили дополнительный свет на взаимосвязь между моделью и используемой метрикой прибыли/доходности.

Было достигнуто понимание того, что моделирование денежных потоков дает ставки доходности, а базовые остаточные оценки — прибыль на затраты или стоимость, поэтому выбор метрик в некоторой степени соответствовал выбору подхода к моделированию.

Более неожиданным оказалось то, что, хотя различия были хорошо известны, прибыль на валовую стоимость проекта или прибыль на затраты, как правило, являлись стандартным показателем рентабельности в большинстве случаев, даже при использовании более сложных моделей, позволяющих рассчитать ставку внутренней доходности.

6.2 Требуемая доходность

Респондентам, участвовавшим в анкетировании, был предоставлен список факторов, которые, по мнению исследовательской группы, могут оказывать ключевое влияние на уровень требуемой прибыли или требуемой ставки доходности девелопера. Эти факторы можно было оценить по шкале от 0 до 100, чтобы понять, какие из них считаются более важными на практике.

В Табл. 4 представлены результаты.

Таблица 4. Что определяет уровень требуемой прибыли/доходности девелопера? (Респонденты использовали скользящую шкалу для оценки критериев от 0 до 100)

	Mean	Standard deviation	Number of responses
Состояние рынка	70.0	22.5	114
Статус планирования	68.0	26.6	108
Специфический риск участка (напр., пром. территория)	67.5	22.3	112
Локация (регион, городской / сельский)	64.5	27.1	107
Соотношение затрат и стоимости	61.8	26.4	104
Разрешённое использование (офисы, торговля и т.д.)	56.5	29.7	108
Конечный пользователь (инвестор / владелец и т.д.)	55.7	27.3	103
Масштаб схемы	52.0	24.7	106

Состояние рынка, статус планирования, любые специфические риски участка и местоположение получили более высокие оценки, чем тип и размер реализуемого проекта.

Соотношение затрат к стоимости или операционный лeverидж (OL) — это соотношение между постоянными затратами и изменяющейся выручкой, и это среднее значение факторов, определенных как ключевые для определения уровня прибыли. Проекты с высоким операционным рычагом имеют высокие постоянные затраты по отношению к выручке. (Также, согласно Geltner et al. (2007), высокий операционный рычаг возникает, когда получение выручки происходит позже по сравнению с возникновением затрат).

Такие проекты имеют небольшую остаточную стоимость земли и, следовательно, более чувствительны к изменениям доходов. Это означает, что землевладельцы и девелоперы в районах с низкой стоимостью земли (где операционный лeverидж высок) должны требовать более высокую ставку доходности (см. литературу по опционам и неопределенности). Доходность девелопера более чувствительна к изменениям доходов, когда коэффициент операционного лeverиджа между фиксированными затратами и доходами высок.

В анкете не задавался вопрос об уровнях прибыли или доходности, которые респонденты ожидают от проектов, поскольку предполагалось, что ответов на этот вопрос будет мало, и их будет сложно интерпретировать. Однако эта тема поднималась во время интервью, поскольку у респондентов была возможность объяснить, как целевые уровни прибыли или доходности варьируются в зависимости от ситуации и типа проекта, если они захотят ответить.

Респонденты были достаточно откровенны в отношении ожидаемых уровней доходности от своей девелоперской деятельности.

Ряд опрошенных назвали конкретные целевые показатели доходности и/или соотношения прибыли на затраты/прибыли на стоимость.

Более опытные девелоперы не следовали ожиданиям Savills (2017), согласно которым прибыль на стоимость и ставка внутренней доходности (IRR) должны быть схожими.

Ожидаемая IRR в 10% для коммерческих или многофункциональных проектов, как правило, сроком более пяти лет, была сопоставлена несколькими опрошенными с целевым показателем прибыли на затраты в 20%.

Двое предположили, что это изменится до IRR в диапазоне от 15% до 20% и доходности на затраты в диапазоне от 20% до 25% для участков без разрешения на строительство.

В другом проекте многофункционального городского центра в качестве целевого показателя была упомянута IRR в 10% или более при доходности на затраты в 15%. Для девелоперов жилья целевые показатели чаще выражались в виде прибыли на стоимость или выручку, при этом ожидания составляли от 23% до 30%, что соответствует некоторым целевым показателям, указанным девелоперами в своих годовых отчетах.

Одной из особенностей традиционного остаточного метода оценки проектов развития является то, что финансирование включается в стоимость проекта, а не выделяется отдельно от оценки самого проекта. Также предполагается, что предоставленное финансирование на 100% осуществляется за счет заемных средств, то есть собственный капитал не используется.

В отличие от этого, традиционные методы оценки на основе денежных потоков игнорируют финансирование при оценке самого проекта, но позволяют на более позднем этапе изучить влияние различных финансовых структур, включая различные пропорции заемных и собственных средств. Это позволяет оценить проект без влияния коэффициента финансового рычага.

Поэтому в опросе задавался вопрос о том, как учитывались финансовые затраты в выбранной методике оценки на начальном этапе технико-экономического обоснования. В Табл. 5 приведены ответы на этот вопрос, и видно, что наибольшая доля (77 ответов, или 46%) включает финансирование в качестве затрат в рамках остаточного метода оценки.

Таблица 5. Как вы учитываете финансовые затраты на начальном этапе оценки целесообразности?

	%	Count
As a cost of finance in a residual valuation	46%	77
As interest payments in a cash flow	37%	61
Explicitly blended into the rate of return as a Weighted Average Cost of Capital	3%	5
Finance costs are not included in the valuation/appraisal	10%	17
Other	4%	7
Total	100%	167

Это неудивительно, учитывая, что это неотъемлемая особенность данной методики. Возможно, еще более удивительным является тот факт, что более трети респондентов (61 или 37%) включают финансирование в оценку денежных потоков. Таким образом, подавляющее большинство девелоперов, ответивших на этот опрос – 84% – по-видимому, не проводят предварительную оценку проекта на этапе технико-экономического обоснования; финансирование является неотъемлемой частью оценки проектов с самого начала.

В ответ на вопрос о финансовых затратах было представлено несколько конкретных комментариев.

Один из них отметил, что финансовые затраты были включены в метод оценки остаточной стоимости, но сами финансовые затраты рассчитывались с использованием модели денежных потоков. Это более тщательная альтернатива упрощенному подходу, часто используемому при оценке остаточной стоимости, где предполагается, что проценты по затратам, связанным со строительством, начисляются в течение половины периода строительства (или в течение всего периода, но на половину затрат) как способ усреднения заимствований из финансирования за этот период. Тем не менее, этот подход по-прежнему подвергается критике, встречающейся в литературе, согласно которой **эффективность проекта должна анализироваться отдельно от влияния любой предполагаемой финансовой структуры.**

Один из респондентов заявил, что решение о том, следует ли и как включать финансовые затраты, зависит от размера оцениваемого проекта: «в крупных проектах это ставка внутренней доходности проекта». В небольших проектах используется ряд показателей прибыли, некоторые из которых включают финансовые затраты.

Другой респондент отметил, что финансовые затраты добавляются после первоначальной оценки, а еще один респондент отметил, что финансовые затраты первоначально включаются в остаточную стоимость, а затем в денежный поток на более позднем, более детальном этапе процесса оценки:

Что касается остаточной стоимости земли, обычно предполагается 100% заемное финансирование, чтобы избежать предположения о стоимости собственного капитала, что, на мой взгляд, вызывает путаницу с прибылью девелопера.

Используется остаточная стоимость земли, чтобы рассчитать цену на основе этих общих предположений.

Затем это вносится в более детальный денежный поток, чтобы посмотреть, подходит ли это нам и как мы можем внести корректировки для увеличения/уменьшения цены предложения.

Один из респондентов указал, что не включает финансовые затраты в свои оценки, поскольку не использует заемное финансирование для своих проектов.

Другой указал, что его целевой диапазон ставки внутренней доходности без учета заемных средств составляет от 10% до 12%.

Более индивидуальный подход объяснил один из респондентов: «Мы также будем рассматривать суммирование процентов в условных купонах в качестве скидки к цене продажи, например, в рамках модели форвардного финансирования».

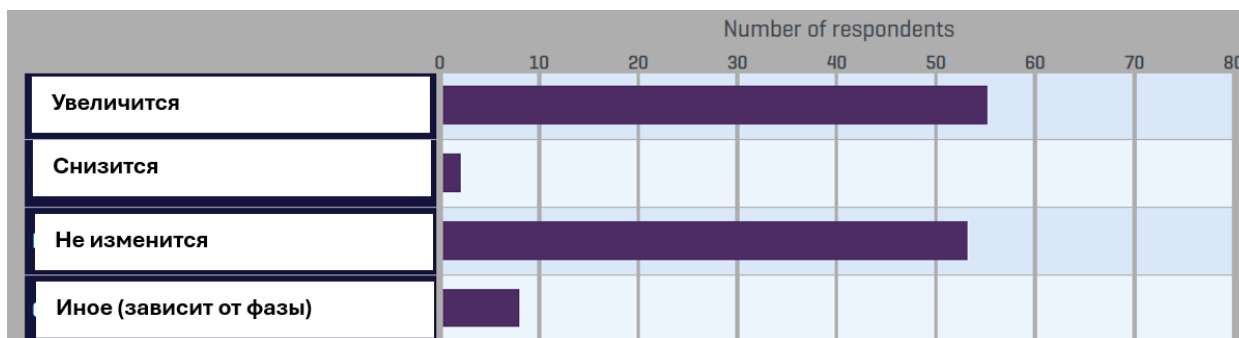
Опять же, результаты опроса, как правило, подтверждали эти выводы: некоторые, но не все девелоперы работают с денежными потоками за вычетом финансовых затрат (т.е. включают финансирование в оценку с самого начала). Хотя отчеты о денежных потоках показывают доходность как за вычетом, так и без вычета финансовых затрат, **несколько девелоперов крупных проектов, по-видимому, руководствуются основными показателями прибыли на затраты и прибыли на стоимость, а не требуемой ставкой доходности.** Неясно, какую роль играет доходность за вычетом финансовых затрат в принятии решений.

Девелоперам был задан ряд вопросов относительно факторов, которые могут привести их к изменению целевого уровня прибыли или доходности девелопера. Эти факторы включали:

- a) продолжительность строительства
- b) планировалось ли поэтапное строительство или нет
- c) планировалась ли продажа или сохранение объекта
- d) предполагалось ли использование объекта только для одной цели или смешанное использование

Что касается продолжительности строительства, респонденты разделились поровну между двумя вариантами: либо увеличение целевого показателя прибыли для более длительных проектов, либо полное отсутствие корректировки целевого показателя. Это показано на Рис. 20.

Рисунок 20. Изменится ли целевой показатель прибыли/доходности девелопера в зависимости от продолжительности строительства?



Два респондента предложили причины, по которым они увеличивают ставку внутренней доходности (IRR) для более длительных проектов.

Первый упомянул подверженность циклическому риску, а второй — увеличение IRR для обеспечения более длительного периода заимствования.

Один респондент отметил, что «она может увеличиться, но на практике это часто отражается в более высоких затратах, которые распределяются на более длительный период».

Другой респондент заявил, что **корректировка «не имеет значения, доходность проектов определяется на основе чистой приведенной стоимости (NPV) и ставки внутренней доходности (IRR)».**

Это можно интерпретировать как то, что время учитывается в ставках доходности, поэтому корректировка ставки не требуется.

Полученная IRR все равно должна быть сопоставлена с целевым показателем для оценки целесообразности проекта.

Один респондент указал, что решение о том, следует ли изменять целевую доходность, в большей степени зависит от конкретного объекта, а другой заявил, что «мы чаще рассматриваем прибыль, основанную на достижении определенной IRR».

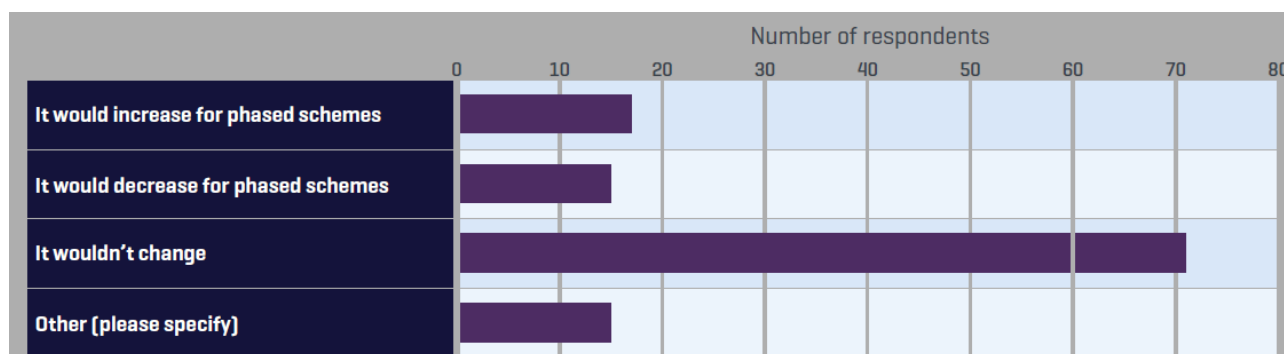
Анализ данных MSCI в разделе 3.2 показывает, что достигнутая доходность снижается с увеличением продолжительности проекта, что, по-видимому, противоречит результатам анкетирования.

Влияние времени на доходность подробно обсуждалось в ходе интервью. Эти беседы, как правило, подтверждали вывод о том, что, хотя время является важным фактором при анализе проектов, показатель прибыли на затраты/стоимость остается относительно стабильным независимо от продолжительности оцениваемого проекта.

Опрошенные в основном имели дело с более длительными и крупными проектами, поэтому, возможно, влияние продолжительности каждого проекта не было столь критичным для доходности, как для более мелких и коротких проектов. Тем не менее, хотя девелоперы, по-видимому, стремятся к постоянным целевым показателям IRR, также кажется, что у них есть целевые показатели прибыли на затраты и прибыли на стоимость, которые не сильно меняются со временем.

Что касается поэтапных проектов, ответ был довольно однозначным: большинство девелоперов не стали бы менять свою целевую прибыль для поэтапных проектов. Ответы представлены на Рис. 21.

Рисунок 21. Изменится ли целевой показатель прибыли/рентабельности девелопера при поэтапном строительстве?



В ответ на этот вопрос поступили подробные комментарии. Один респондент посчитал вопрос слишком общим и отметил, что

... если рассматривать общую доходность, то можно выделить поэтапные и неэтапные схемы с точки зрения риска и доходности.

Другой респондент отметил:

С моей точки зрения, поэтапность снижает риски (при условии, что они разделимы). Если же они неразделимы, то, вероятно, увеличивают риск (следовательно, увеличивается маржа). Кроме того, к более поздним этапам следует применять более высокую маржу, поскольку в них больше неопределенности в предположениях и жизнеспособности (будет ли вообще это реализовано).

Три респондента подчеркнули важность затрат на инфраструктуру. Если они значительны и должны быть понесены на ранней стадии проекта девелопмента, то это повлияет на целевой показатель прибыли.

Подходы к корректировке целевой прибыли/доходности несколько различаются: один респондент предположил, что это зависит от причин поэтапного подхода, другой — что доходность рассматривается последовательно для каждого этапа. Один из респондентов отметил, что поэтапное внедрение может означать снижение финансовых затрат, но изменение целевой прибыли не будет существенным. Другой респондент указал, что его целевой показатель ROCE останется неизменным.

Ответы были более неоднозначными в отношении проектов, которые планировалось сохранить в качестве инвестиций, а не продать.

В ответ на вопрос по этому поводу многие (44%) респондентов не стали бы менять целевую прибыль, но 25% заявили, что снизили бы ее для проектов, которые планировалось сохранить. Эти результаты показаны на рисунке 22.

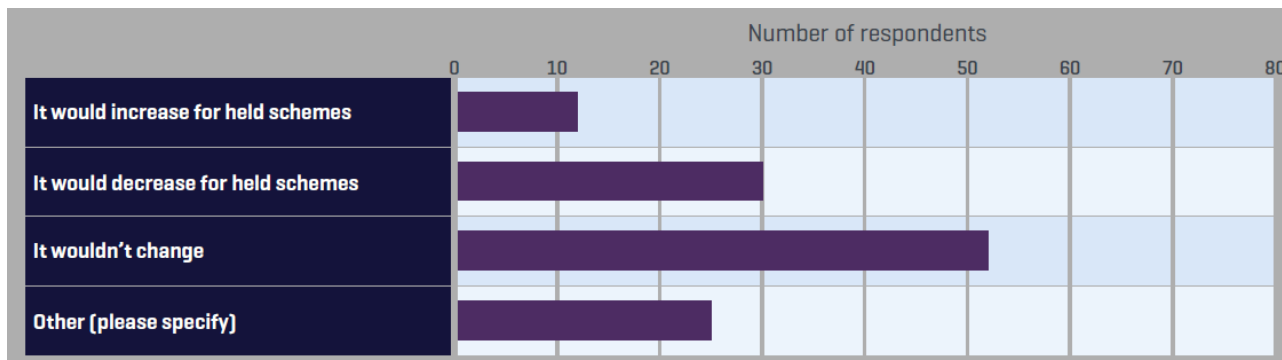
Комментарии нескольких респондентов дают некоторые объяснения полученным ответам.

Один из респондентов отметил, что их целевая прибыль не изменится:

Поскольку это по-прежнему риск девелопмента, и, следовательно, доход, необходимый для компенсации этого риска, а не требуемая доходность от владения. Эти два типа риска не следует смешивать, и на практике они

рассматриваются по-разному, поэтому их переносят между портфелями девелопмента и инвестиционными портфелями.

Рисунок 22. Изменится ли целевая прибыль/доходность девелопера в зависимости от того, планируете ли вы сохранить, а не продать завершённый проект?



Аналогично, другой респондент отметил:

Прибыль на этапе девелопмента должна быть больше, чем инвестиционная, из-за профиля риска.

Эти комментарии показывают, как деятельность девелопмента и инвестиционная деятельность разделяются с точки зрения сравнительной оценки эффективности. Респонденты, представляющие организации, которые сохраняли за собой проекты девелопмента, согласились с тем, что проекты девелопмента оценивались отдельно от инвестиционных портфелей, и поэтому ожидания по доходности различаются. Один из других респондентов, указавших, что они владеют завершёнными проектами, прокомментировал:

Мы, как правило, всегда владеем ими, но смотрим на доходность на начальном этапе девелопмента / реконструкции, то есть до момента, когда [проект] можно продать как рискованный элемент, а затем рефинансировать.

Другой отметил:

Давление меньше, когда мы владеем, но мы стараемся поддерживать желаемый уровень [прибыли].

Хотя это и не относится к теме данного вопроса, еще один респондент предположил, что целевой показатель прибыли может быть скорректирован в сторону увеличения или уменьшения в зависимости от состояния рынка. В целом, девелоперы не владеют завершёнными проектами в качестве инвестиций, как поясняется в следующем комментарии:

Как девелопер, мы не владеем никакими участками, поэтому наша прибыль всегда остается стабильной.

Еще четырнадцать респондентов согласились с этой точкой зрения; они не владеют завершенными проектами.

Таблица 6. Изменится ли целевой показатель прибыли/доходности девелопера для проекта смешанного назначения?

	%	Count
It would increase for mixed use schemes	25.66%	29
It would decrease for mixed use schemes	11.50%	13
It wouldn't change	47.79%	54
Other (please specify):	15.04%	17
Total	100%	113

В Табл. 6 представлены ответы относительно изменений целевой доходности для проектов смешанного использования. Ответы на этот вопрос значительно различались.

Один респондент посчитал вопрос слишком общим и заявил:

Это зависит от проекта. Некоторые проекты, как и портфели недвижимости, могут снизить риск, в то время как другие проекты могут увеличить риск в зависимости от характера использования.

Другой респондент пояснил, что они работали с партнером по девелопменту, когда проект был многофункциональным:

Мы реализовывали только жилую часть, поэтому наша прибыль оставалась стабильной. В случае многофункционального проекта мы выбирали партнера для реализации нежилрой части — он проводил отдельную оценку экономической эффективности и определял свой собственный уровень прибыли, который мог быть больше/меньше в зависимости от использования.

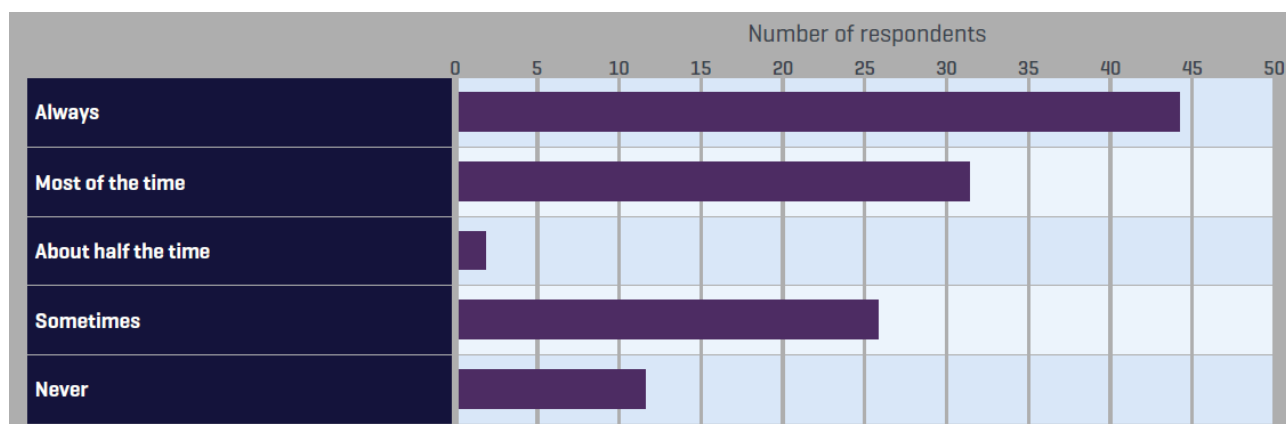
Несколько девелоперов заявили, что это зависит от специфики каждого проекта и уровня воспринимаемого риска. Один респондент предположил, что возможность предварительной продажи для снижения рисков важна; другой сказал, что это зависит от баланса различных видов использования (но отметил, что, как правило, он не меняется); еще один респондент всегда сопоставляет ожидаемую доходность с воспринимаемым риском и сроками завершения; и еще один респондент отметил, что это зависит от классов использования, разрабатываемых в рамках проекта, и сроков вывода на рынок.

Последний вопрос касался объема анализа проектов после их завершения. Результаты представлены на Рис. 23. Около 65% респондентов обычно или всегда проверяли результаты, более 20% делали это время от времени, а 10% респондентов никогда не проводили обратное тестирование проекта по сравнению с оценкой осуществимости.

Респонденты, участвовавшие в разработке проектов, заявили, что они анализировали результаты и сравнивали их со своими ожиданиями и целями; некоторые — более подробно, чем другие. Однако в ходе интервью не

рассматривалось, как проводились процедуры обратного тестирования и как результаты использовались впоследствии.

Рисунок 23. Проводите ли вы ретроспективный анализ оценки целесообразности после завершения проекта?



Анкеты и интервью позволили более глубоко изучить, как участники рынка устанавливают целевые показатели доходности или прибыли для девелоперских проектов. В выборку как респондентов, участвовавших в анкетировании, так и интервьюируемых вошли девелоперы жилой и коммерческой недвижимости. Интервью подтверждают доминирование базовых методов оценки остаточной стоимости при оценке целесообразности девелоперских проектов.

Аналогично, они подтверждают распространенность показателей денежной маржи, таких как прибыль на стоимость и прибыль на затраты, при оценке эффективности потенциальных проектов или определении цены предложения за землю на основе предполагаемого потенциала девелопмента. Это неудивительно, поскольку метод и показатель прибыли взаимосвязаны.

Независимо от метода, включение финансирования в оценку целесообразности является распространенной практикой.

Целевые показатели прибыли или доходности иногда корректируются с учетом таких факторов, как продолжительность проекта, этапы реализации или намерение сохранить заверченный проект.

Однако ответы показали значительные различия внутри выборки, а комментарии в анкете и интервью пролили дополнительный свет на различные мнения относительно влияния таких факторов, как поэтапность или смешанное использование, на риск, который влияет на желаемую прибыль или норму доходности.

В следующем разделе мы попытаемся обобщить эти и другие результаты и предложить выводы и направления для дальнейших исследований.

7.0 Обсуждение и заключение

Целью данного исследования было улучшение понимания формы, масштаба и изменчивости доходности девелоперов недвижимости. Методы исследования были разработаны таким образом, чтобы получить знания из широкого спектра отрасли развития.

Сектор нежилого строительства сложнее для анализа из-за взаимодействия между инвестиционной и девелоперской деятельностью, характерного для этого сектора, в то время как застройщики жилья, как правило, сосредотачиваются только на девелопменте.

Методы исследования включали изучение оценок в открытом доступе (раздел 3.1), анализ существующих данных о девелопменте и эффективности работы девелоперов (разделы 3.2 и 5), анкетирование и небольшое количество углубленных интервью (раздел 6).

Результаты опроса в большей степени ориентированы на практику небольших компаний, в то время как интервью в большей степени ориентированы на крупные организации, включая компании по освоению земель и институциональных инвесторов. Такой многогранный подход позволил собрать информацию со всей отрасли развития недвижимости.

Что касается сложности методов оценки проектов, то литература, материалы тематических исследований (т.е. примеры оценок, находящиеся в открытом доступе), результаты анкетирования и интервью выявляют два различия:

1. во-первых, между девелоперами жилой и нежилой недвижимости, и,
 2. во-вторых, между крупными и малыми организациями.
- Крупные девелоперы коммерческой недвижимости или многофункциональных комплексов, как правило, используют более сложные методы оценки на основе денежных потоков, часто в сочетании с более традиционными методами,
 - Малые фирмы и девелоперы жилых домов чаще используют более традиционные методы оценки остаточной стоимости в качестве единственного метода оценки.

Это приводит к аналогичному различию в отношении типа предпочитаемого показателя эффективности; фирмы, использующие методы оценки остаточной стоимости, как правило, отдают предпочтение прибыли на затраты или выручку для оценки финансовой жизнеспособности, в то время как те, кто использует оценку на основе денежных потоков, применяют ставку внутренней доходности.

	Относительно малые и средние компании	Относительно крупные компании
Типовая жилая недвижимость	- Статический метод - Прибыль на затраты / стоимость	- Динамический метод - Ставка внутренней доходности
Коммерческая недвижимость		

Результаты анкетирования показывают, что в практике оценки проектов преобладают остаточные методы анализа маржи прибыли на затраты или стоимость.

Однако только десять респондентов представляли 50 крупнейших девелоперов жилой и коммерческой недвижимости по объему оборота, поэтому этот результат

может отражать практику среди малых и средних девелоперов, а не в целом по отрасли.

Опрос, проведенный среди крупных организаций, показал, что используются более сложные методы анализа денежных потоков и показатели доходности, хотя и в сочетании с показателями прибыли на затраты / стоимость.

Это особенно актуально на более продвинутых этапах проектов и для крупных девелоперов коммерческой недвижимости, которые также являются крупными инвесторами в строительную отрасль.

Более мелкие девелоперы, возможно, чаще участвуют в более краткосрочных проектах, которые лучше подходят для оценки с использованием простых показателей прибыли на затраты или стоимость, а не показателей доходности, таких как ставка внутренней доходности (IRR).

Анализ данных десяти респондентов из рейтингов 50 крупнейших девелоперов жилой и коммерческой недвижимости, выявил отсутствие явного предпочтения ни одному из методов оценки — остаточной стоимости или денежного потока; оба метода применялись в равной степени.

Опрос, в котором приняли участие представители нескольких очень крупных организаций и различных типов девелоперов, подтвердил это.

Аналогично, что касается показателей эффективности, четыре из десяти крупных респондентов всегда использовали прибыль на затраты, прибыль на стоимость и ROCE, а пять из десяти крупных респондентов всегда использовали IRR, при этом один респондент не выразил предпочтения.

По крайней мере, на основе этой очень небольшой выборки выяснилось, что крупные девелоперы используют несколько типов показателей эффективности.

В одном из примеров крупномасштабного проекта многофункциональной застройки центра города конкурирующие предложения содержали данные о прибыли на затраты, прибыли на валовую стоимость девелопмента и IRR и использовали как денежный поток, так и остаточную стоимость, но основным показателем эффективности была прибыль на стоимость.

Из той же подгруппы крупных организаций, ответивших на анкету, все, кроме одной, ответившей на этот конкретный вопрос, включили финансирование в качестве затрат в свои оценки, либо как статью расходов в остаточной оценке, либо как процентные платежи в денежном потоке.

Кроме того, шесть организаций заявили, что проводят анализ оценок после завершения проектов, две никогда этого не делали, а одна делала это иногда. Без ретроспективного анализа невозможно выяснить, как показали себя проекты или насколько точными были предварительные оценки (и, если они были неточными, какие элементы привели к расхождениям между ожиданиями и результатами).

Одним из наиболее удивительных результатов исследования стало то, что ретроспективный анализ завершенных проектов для выявления отклонений полученной доходности от первоначальных оценок далеко не является рутинной процедурой в отрасли.

Респонденты и опрошенные определили типы показателей доходности и денежной маржи, которые они обычно используют при оценке. Полученные результаты согласуются с данными, представленными в литературе и в отдельных тематических исследованиях оценок, находящихся в открытом доступе.

Девелоперы жилой недвижимости используют показатели денежной доходности, которые варьируются, но регулярно упоминалась цифра в 20% на затраты для

участков без существенных рисков, таких как необходимость получения разрешения на строительство, и 25% для участков с дополнительными рисками.

Это подразумевает доходность на валовую стоимость застройки около 15-20%, что соответствует цифре, указанной в новом Руководстве по планированию экономической целесообразности.

Крупные девелоперы коммерческой недвижимости, использующие оценку денежных потоков и разрабатывающие более длительные проекты, указывали целевые показатели ставки внутренней доходности (IRR) около 10-12%, что согласуется с более высокими показателями денежной доходности, которые обычно требуются для более длительных проектов.

Исследование Crosby, et al. (2018 г.) показало, что ставки внутренней доходности (IRR) и рентабельность затрат были схожими для проектов продолжительностью около двух лет, при этом более короткие проекты демонстрировали значительно более высокие IRR, а более длинные — более низкие IRR при статическом целевом соотношении прибыли к затратам.

В ходе интервью прозвучало замечание о том, что целевая доходность увеличивается для более длительных проектов, и это требует дополнительного анализа. Такой подход представляется логичным для показателей доходности денежных средств с целью поддержания постоянной IRR.

Данные о фактической доходности проектов немногочисленны, но в разделе 3.2 были проанализированы данные MSCI о достигнутых ставках внутренней доходности (IRR).

Эти данные показывают, что IRR снижаются по мере увеличения продолжительности проекта, что свидетельствует о том, что в секторе девелопмента большее значение имеют денежные показатели, чем ставки доходности, что подтверждает более ранние выводы Hutchison et al. (2017).

Эти данные также поднимают вопросы об инвестиционных и девелоперских рисках, поскольку общепринятое мнение предполагает, что девелопмент более рискован, чем инвестиции, однако данные MSCI показывают, что доходность инвестиций в среднем почти вдвое выше, чем доходность девелопмента, несмотря на аналогичное стандартное отклонение доходности во времени (хотя есть проблемы со сравнением рядов).

Однако это может быть скорее характеристикой набора данных, чем указанием на то, что девелопмент, вопреки всем представлениям, на самом деле является бизнесом с низким риском/низкой доходностью. Например, многие проекты в этом наборе данных будут включать реконструкцию или перепланировку существующих зданий, а также развитие городских территорий.

Также существуют проблемы с определением понятия «перенос проектов в инвестиционные портфели». Поэтому данные MSCI нельзя воспринимать полностью буквально, хотя они и содержат некоторые интересные выводы.

В 2017 году коммерческие девелоперы, указанные в справочнике Property Data, имели прибыль в размере 10% от чистой стоимости активов, однако это не учитывает разницу между инвестиционной и девелоперской доходностью, достигнутой этими организациями.

Доходность жилищного строительства можно оценить с нескольких точек зрения. Одна из них — это показатели деятельности девелоперов, и с момента глобального финансового кризиса 2008 года их показатели неуклонно улучшаются.

Доходность росла с очень низкого уровня, но операционная прибыль крупных девелоперов сейчас превышает 20% от выручки. Это может скрывать некоторые различия в секторе в зависимости от размера компании или специализации.

Что это означает для строительной отрасли и профессии оценщика?

Авторы этого исследования ожидают, что интерес к оценке недвижимости в будущем будет расти быстрее. В строительной отрасли сейчас участвует множество сторон: землевладельцы, земельные агенты, покупатели земли, коммерческие девелоперы и девелоперы жилья.

К ним присоединяются новые участники рынка, такие как жилищные ассоциации, девелоперы арендного жилья, студенческие и молодежные общежития, а также дома престарелых и учреждения по уходу.

Механизмы финансирования также стали более сложными, появились новые участники рынка и изощренные схемы распределения прибыли. В некоторых юрисдикциях лица, принимающие решения, теперь требуют проведения оценки финансовой жизнеспособности в поддержку разработки планов и принятия решений в области планирования. Оценке подлежат самые разные проекты – от небольших жилых комплексов до крупных проектов городского развития. Такое широкое использование оценок подчеркивает важность надежности и согласованности методов.

Анализ литературы показывает, что **оценке проектов девелопмента в прошлом уделялось меньше внимания, чем оценке инвестиций, однако растущий интерес к методам и их применению сопровождается расширением академической и профессиональной литературы.**

Хотя традиционный метод остаточной стоимости остается широко распространенным, многие – особенно крупные – девелоперы теперь также регулярно используют методы денежных потоков. Простые показатели денежной маржи часто дополняются показателями доходности, как до, так и после привлечения финансирования.

Новое руководство по оценке объектов недвижимости, предназначенных для девелопмента (RICS, готовится к публикации) предоставит подробную поддержку оценщикам в этой области и значительно расширит рекомендации по двум подходам к оценке, опираясь на расширяющуюся литературу и развитие профессиональной практики. Надеемся, что этот отчет позволит глубже понять один из ключевых аспектов, лежащих в основе улучшения знаний об оценке проектов развития – доходность для девелопера.

8.0 Ссылки

- Arnold, G. C. and Hatzopoulos, P. D. (2000) The Theory-Practice Gap in Capital Budgeting: Evidence from the United Kingdom, *Journal of Business Finance & Accounting*, 27(5-6): 603-626.
- Barratt Developments Plc (2018) Annual Report and Accounts 2018. Available at: <https://www.barrattdevelopments.co.uk/~media/Files/B/Barratt-Developments/reports-presentation/2018/barratt-ar18.pdf>
- Baum, A. and Crosby, N. (2008) *Property Investment Appraisal*, 3rd edition, Blackwell, Oxford.
- Brown, G. and Matysiak, G. (2000) *Real Estate Investment: A Capital Budgeting Approach*, Financial Times Prentice Hall: Harlow.
- Campbell, J.Y. and Mei, J. (1993) Where do betas come from? Asset price dynamics and the sources of systematic risk. *Review of Financial Studies* 6(3), 567– 92.
- Clayton, J., Ling, D. and Naranjo, A. (2009) Commercial real estate valuation: fundamentals versus investor sentiment. *Journal of Real Estate Finance and Economics*. 38. 5-37.
- Coleman, C., Crosby, N., McAllister, P. and Wyatt, P. (2013) Development Appraisal in Practice: Some Evidence from the Planning System, *Journal of Property Research*, 30(2), 144-165.
- Cornell, B. (1999) Risk, Duration, and Capital Budgeting: New Evidence on Some Old Questions. *Journal of Business*, 72(2), 183-200.
- Crosby, N., Devaney, S. and Wyatt, P. (2018). The implied internal rate of return in conventional residual valuations of development sites. *Journal of Property Research*, 35(3): 234-251.
- Crosby, N., McAllister, P. and Wyatt, P. (2013) Fit for planning? An evaluation of the application of development viability appraisal models in the UK planning system, *Environment and Planning B*, 40, 3-22
- Crosby, N. and Wyatt, P. (2016) Financial viability appraisals for site-specific planning decisions in England, *Environment and Planning C: Policy and Space*. 34(8), 1716-38
- Crosby, N., Jackson, C. and Orr, A. (2016) Refining the real estate pricing model. *Journal of Property Research*, 33(4), 332-358.
- Danielson, M. G. and Scott, J. A. (2006) The Capital Budgeting Decisions of Small Businesses, *Journal of Applied Finance*, 16(2): 45-56.
- DCLG (2017) *Planning for the right homes in the right places: consultation proposals*. Department for Communities and Local Government.
- DCLG (2007) *The Callcutt Review of Housing Delivery*. Department for Communities and Local Government.
- Geltner, D. and de Neufville, R. (2018) *Flexibility and Real Estate Valuation Under Uncertainty: A Practical Guide for Developers*, Wiley-Blackwell, Chichester, UK.
- Geltner, D. and Miller, N. (2000) *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, South-Western University Press.
- Geltner, D., Miller, N., Clayton, J. and Eichholtz, P. (2007) *Commercial Real Estate Analysis and Investments*, 2e, South-Western Cengage Learning. Ohio, US.
- Graham, J. R. and Harvey, C. R. (2001) The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.

- Harjoto, M. A. and Paglia, J. K. (2012) Cost of Capital and Capital Budgeting for Privately-Held Firms: Evidence from Business Owners Survey, *Journal of Accounting and Finance*, 12(5): 71-85.
- Hutchison, N., Lizieri, C., MacGregor, B., Mansley, N., Portlock, R., Schulz, R. and Zhao, Y. (2017) An Investigation of Hurdle Rates in the Real Estate Investment Process. London: Investment Property Forum.
- IPD (2010) IPD Development Performance. London: Investment Property Databank.
- IPD (2015) UK Annual Property Digest 2014. London: Investment Property Databank.
- IPF (2015) Mind the viability gap: achieving more large-scale, build-to-rent housing. London: Investment Property Forum.
- Letwin, O. (2018) Independent Review of Build Out: Final Report. Ministry of Housing and Local Government. London, UK. October 2018.
- London Borough of Islington (2016) Development Viability. Supplementary Planning Document. January 2016.
- Marshall, P. and Kennedy, C. (1993) Development valuation techniques, *Journal of Property Valuation and Investment*, 11(1), 57-66.
- McAllister, P., Wyatt, P. and Coleman, C. (2013) Fit for policy: some evidence on the application of development viability models in the United Kingdom planning system, *Town Planning Review*, 80(4), 495-522
- McAllister, P., Street, E. and Wyatt, P. (2015) Governing calculative practices: an investigation of development viability modelling in the English planning system, *Urban Studies*, DOI: 10.1177/0042098015589722
- McAllister, P. (2017) The calculative turn in land value capture: Lessons from the English planning system, *Land Use Policy*, 63, 122-129
- MHCLG (2018) Guidance: Viability. Ministry of Housing, Communities and Local Government. Available at: <https://www.gov.uk/guidance/viability#viability-and-plan-making>
- MSCI (2019) Global Methodology Standards for Real Estate Investment. MSCI. <https://www.msci.com/documents/1296102/12180844/MSCI+Global+Methodology+Standards+for+Real+Estate+Investment+January+2019.pdf/e4e6a693-4e0e-a778-955a-fc302005fbb4>
- Oakley, P. (2016) Understanding Housebuilders, *Investors Chronicle*, 23-29 Sept 2016, 26-30.
- Property Data (2018a) The UK Commercial Developers Directory – 2018 Edition. Property Data Ltd, Eccleshall, UK.
- Property Data (2018b) The UK Housebuilders Directory – 2018 Edition. Property Data Ltd, Eccleshall, UK.
- Property Data (2019) The UK Housebuilders Directory – 2019 Edition. Property Data Ltd, Eccleshall, UK.
- Reed, R. and Sims, S. (2015) *Property Development*, 6th edition, Routledge, Abingdon, UK.
- RICS (2008) Valuation of development land, Valuation Information Paper No. 12, Royal Institution of Chartered Surveyors, London, UK.
- RICS (forthcoming) The Valuation of Development Property. RICS Guidance Note. Royal Institution of Chartered Surveyors, London, UK.
- Savills (2017) Residential Development Margin: Competitive Return to a Willing Developer, March 2017
- Sayce, S., Crosby, N., Garside, P., Harris, R. and Parsa, A. (2017) Viability and the Planning System: The Relationship Between Economic Viability Testing, Land

Values and Affordable Housing in London, Kingston University, Ramidus, Royal Agricultural University and the University of Reading.

Southwark London Borough Council (2014) Southwark's Community Infrastructure Levy (CIL): LBS survey of viability appraisals submitted with planning applications, December 2014.

Taylor Wimpey (2018) Annual Report and Accounts 2018. Available at: <https://taylorwimpeyar.blacksunplc.com/documents/annual-report-2018-full.pdf>

Wyatt, P. (2013) Property Valuation, 2nd edition, Wiley-Blackwell, Chichester, UK.

Приложение А: Прибыль девелопера в процентах от затрат или в процентах от стоимости

Применяем формулу остаточной стоимости в форме:

$$DP = DV - (DC + LC)$$

где:

DP = прибыль девелопера

DV = стоимость застройки

DC = затраты застройки

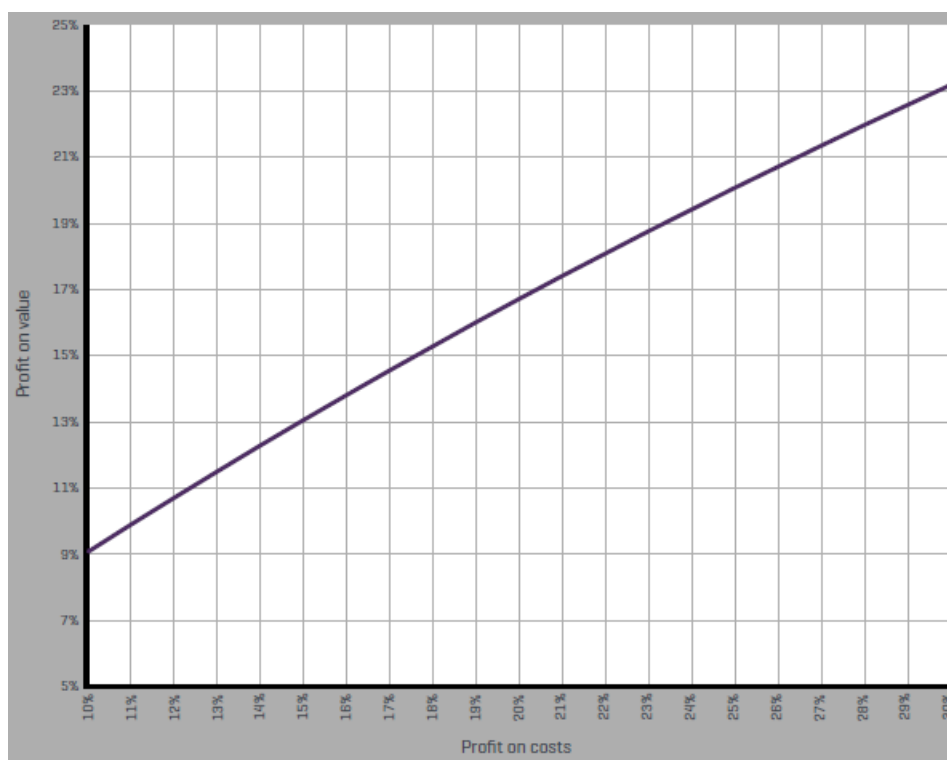
LC = стоимость земли

Если DV = 100 фунтов стерлингов и DC + LC = 80 фунтов стерлингов, то DP = 20 фунтов стерлингов - это 20% от DV и 25% от (DC + LC)

Если DV = 120 фунтов стерлингов и DC + LC = 105 фунтов стерлингов, то прибыль = 15 фунтов стерлингов – это 12,5% от DV и 14,3% от (DC+LC)

Рисунок А1 показывает математическую зависимость между прибылью, выраженной в процентах от затрат девелопмента или в процентах от стоимости девелопмента. Не имеет значения, выражена ли прибыль в процентах от стоимости или от затрат, главное, чтобы соблюдалось правильное соотношение между ними.

Рисунок А1. Взаимосвязь между прибылью от стоимости и прибылью от затрат.



Приложение В – Глобальные методологические стандарты MSCI инвестиций в недвижимость (2019): Подробный список типов недвижимости.

Торговля	Торговые центры	супер-региональный центр, крупный региональный центр, региональный центр, малый региональный центр, районный / окружной центр, локальный / районный центр, местный торговый центр, центр товаров повседневного спроса, тематический / фестивальныи центр, аутлет-центр, пауэр - центр, прочее.
	Склады розничной торговли	крупные розничные магазины (биг – бокс), отдельные торговые склады, парки складской розничной торговли, прочее
	Прочая розничная торговля	магазин, выставочный зал, галерея, киоск, банк, почтовое отделение, бары и пабы, ресторан, супермаркет, гипермаркет, магазин товаров широкого ассортимента, универмаг, торговая галерея, прочее.
Офисы		отдельно стоящий офис, офисная терраса, офисный парк (целый или отдельный блок), высотное офисное здание, низкоэтажное офисное здание, медицинские кабинеты, прочее
Промышленность	Склады / распределительные центры	склад, распределительный центр, рефрижераторные склады, распределение.
	Производство / изготовление	легкая промышленность, тяжелая промышленность.
	Прочая промышленность	мастерские, научно-исследовательские центры, склады, выставочные залы, центры обработки / коммутации данных, грузовые терминалы, склады для хранения личных вещей / самообслуживания, промышленные парки, прочее.
Отели		люкс, высшего класса, высокого класса, выше среднего класса, среднего класса, экономичный, другой
Жильё	Апартаменты, дома, другие жилые помещения	дома, бунгало, многоэтажные апартаменты, малоэтажные квартиры, прочее жильё с общими удобствами, прочее.
Прочее	Досуг	кинотеатры (преобладающее назначение), театры (преобладающее назначение), курорты (преобладающее назначение), оздоровительные / спортивные центры, парки отдыха, пристани для яхт, прочее.
	Образование	дошкольные учреждения, школы, высшие учебные заведения, прочее.
	Здравоохранение	больницы, поликлиники, стоматологические клиники, медицинские центры, специализированное лечение, дома для людей с физическими и умственными ограничениями, психиатрические больницы, дома престарелых, дома для ухода, станции скорой помощи, прочее.
	Земля	сельскохозяйственные угодья, лесные угодья, земли и участки под девелопмент, другие земли.

	<i>Прочее</i>	гараж, парковка, стоянка для автомобилей, автозаправочная станция, общественный зал, места отправления культа, прочее.
--	----------------------	--

Coleman, C., Crosby, N., McAllister, P. and Wyatt, P. (2013) Development appraisal in practice: some evidence from the planning system. *Journal of Property Research*, 30 (2). pp. 144-165. <https://centaur.reading.ac.uk/30308/>

Аннотация/Краткое содержание

В связи с необходимостью продемонстрировать финансовую осуществимость предлагаемых политических решений и обязательствами по планированию, рентабельность и оценка проектов развития стали ключевыми темами в английской системе планирования. Цель данной статьи — оценить применение оценки проектов развития на практике. В статье рассматривается литература и доступные модели для оценки рентабельности проектов развития, а также анализируется выборка из 19 оценок рентабельности проектов развития для выявления практических аспектов.

В заключение статьи делается вывод о том, что практика оценки проектов развития значительно отклоняется от принципов теории капитальных вложений. В частности, помимо склонности к чрезмерному упрощению сроков доходов и расходов, способ учета долга, прибыли застройщика, а также изменения стоимости и затрат на практике демонстрирует существенный разрыв между основной теорией капитальных вложений и практикой оценки проектов девелопмента.