

Торговая идея: «Японские фонды недвижимости (J-REITs)»

Торговая идея: от 24 июня 2013

Инструмент: NEXT FUNDS REIT NOMURA ETF

Тикер Bloomberg: 1343 JP Equity*

Биржа: Tokyo Stock Exchange

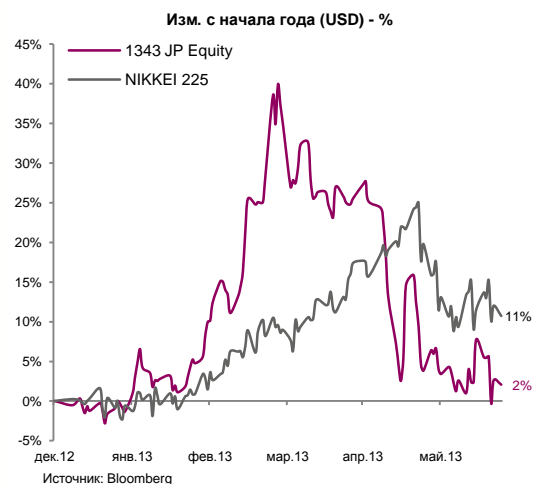
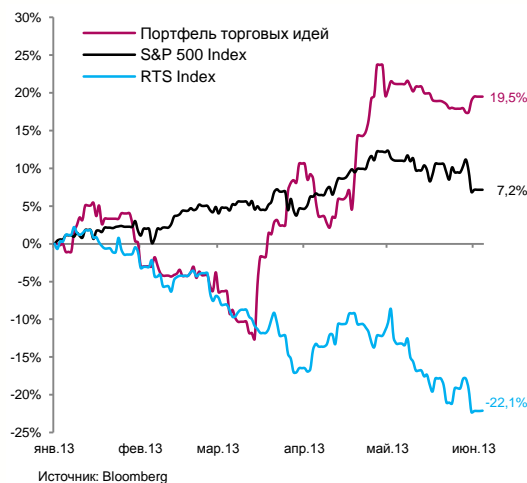
Текущее значение: USD 14

Ожидаемая доходность: 15%

Уровень S/L: USD 13,3 (-4,5%)

Срок удержания позиции: 3-6 месяцев

*Примечание: заявки с голоса



Основные тезисы:

- REIT-фонды представляют собой интересную инвестиционную возможность индивидуальных инвесторов, в качестве актива, диверсифицирующего портфель акций, и позволяющего ввести инструменты, зависящие от глобального рынка недвижимости.
- Отличительной чертой, которая позволяет рассматривать REIT-фонды в качестве отдельного вида активов, является требование выплачивать не менее 90% прибыли в виде дивидендов для акционеров или держателей паев.
- За свою полувековую историю REIT-фонды доказали свою жизнеспособность и привлекательность в качестве разумно надежного инструмента с хорошей дивидендной доходностью.
- Ажиотаж к японским REITs со стороны инвесторов вызван мартовскими обещаниями нового главы Банка Японии начать существенное увеличение баланса Банка Японии. Главной целью для регулятора является рост цен, включая и цены на недвижимость. В ближайшие два года Банк Японии сам непосредственно с рынка выкупит J-REIT на 60 млрд. иен, а это примерно процент от текущей совокупной рыночной капитализации публичных J-REIT. После небольшой коррекции, в этих активах мы ожидаем увидеть новые максимумы.

REIT как класс активов

Спусковым крючком для начавшегося в 2007 году мирового финансового кризиса послужил лопнувший пузырь на американском рынке недвижимости. За обвалом цен последовали почти пять лет стагнации. Однако в последние полгода рынок недвижимости США демонстрирует признаки восстановления, подходя, возможно, к завершающей фазе своего U- или W-образного движения. Одним из востребованных инструментов, позволяющих осуществлять глобальные инвестиции в недвижимость, является REIT.

Фонд инвестиций в недвижимое имущество (Real Estate Investment Trust, REIT), как обособленная форма коллективных инвестиций, появился в США в 1960 году, когда президент Эйзенхауэр, в составе большого пакета законов, направленных на увеличение акцизов на сигары, подписал соответствующий законодательный акт, заложивший основы регулирования подобного рода фондов.

Отличительные особенности

С точки зрения бизнеса, REIT-фонд – это компания, привлекающая в рамках IPO или частного размещения капитал, который впоследствии будет использован для приобретения, развития, управления и перепродажи активов, связанных с недвижимостью. С точки зрения американского законодательства, REIT-фонд – это официальный статус, предоставляемый компании американской Налоговой службой (Internal Revenue Service, IRS). Для того чтобы этот статус получить, компания-кандидат должна соответствовать длинному списку формальных параметров и выполнить целый ряд требований. Из них наиболее интересными для потенциального инвестора являются следующие характеристики:

- REIT-фонд не должен быть финансовым или страховым институтом,
- должен принадлежать более чем 100 акционерам,
- 50% REIT-фонда должно принадлежать не менее чем 5 самым крупным акционерам,
- должен управляться советом директоров или советом попечителей,
- не менее 75% активов должно быть инвестировано в активы, связанные с недвижимостью,
- не менее 95% доходов должен получать от дивидендов, процентных платежей или дохода от недвижимости,
- не менее 75% валовой прибыли должно приходиться на рентные или ипотечные платежи,
- на инвестиции в дочерние REIT-фонды должно приходиться не более 25% активов.

Таким образом, мы видим, что инвесторам предлагается актив с четко определенным и понятным бизнесом, к которому предъявляются повышенные требования к прозрачности и корпоративному управлению. Очень похоже на паевой инвестиционный фонд. Уже одного этого достаточно для того, чтобы учитывать сектор в качестве одной из наиболее доступных альтернатив для формирования инвестиционного портфеля, связанного с рынком недвижимости.

Однако главной отличительной чертой, которая позволяет рассматривать REIT-фонды именно в качестве отдельного вида активов, является требование выплачивать не менее 90% прибыли в виде дивидендов для акционеров или держателей паев. Это требование делает REIT-фонд «дойной коровой» по определению. В некотором смысле, мы имеем актив в чем-то напоминающий облигацию, подобно привилегированным акциям в том виде, в котором последние распространены на американском фондовом рынке.

В обмен на затраченные усилия и повышенные обязательства REIT-фонд получает ряд преференций, среди которых главный приз – уход от двойного налогообложения. Статус REIT

позволяет включить дивиденды в состав затрат, вычитаемых из налогооблагаемой базы при расчете корпоративного налога на прибыль. Если немного упростить реальную ситуацию, это значит, что налоги на доход от управления активами заплатит только акционер, держатель пая REIT-фонда. Опять же, очень похоже на ПИФ.

Огромная доля дивидендных выплат в чистой прибыли REIT-фонда позволяет предположить, что основная часть совокупной доходности для инвестора приходится на дивиденды. Это действительно так. И это отличает REIT-фонды от большинства акций, торгуемых на Нью-Йоркской фондовой бирже. За последние лет сто для бумаг из состава индекса Dow Jones Industrial Average более 60% доходности было получено инвесторами за счет изменения цен акций и лишь 40% в результате изменения реинвестируемыми дивидендами. Более того, в последние десятилетия устойчива тенденция на сокращение «кэша» которыми корпорации делятся с инвесторами. Акционер REIT-фонда может рассчитывать на обратную пропорцию.

С точки зрения инвестиционных характеристик, надо отметить чувствительность к процентным ставкам, и к свойствам хеджа против инфляции, и к меньшей, чем в среднем по фондовому рынку, волатильности, а также к меньшей корреляцией с широким рынком.

Доходность

За свою полувековую историю REIT-фонды доказали свою жизнеспособность и привлекательность в качестве разумно надежного инструмента с хорошей дивидендной доходностью.

С 1989 года средняя совокупная годовая доходность (CAGR, с учетом реинвестирования дивидендов) индекса FTSE/NAREIT Equity REIT Total Return Index, отслеживающего основные эквити-REIT в США, составила 11,0%. Для сравнения, тот же показатель для S&P 500 составил 9,5%. Учитывая высокую (и сопоставимую) волатильность годовых доходностей, стандартные статистические процедуры не позволяют говорить о статистически значимой разнице между REIT и S&P 500. Однако, по ощущениям, REIT выглядят чуть лучше.

Ипотечные и эквити-REIT

На сегодняшний день сектор REIT-фондов является зрелой отраслью с широким предложением, хорошо дифференцированным, в том числе, и по отраслевой специализации той или иной компании. Переходя к отраслевой классификации REIT-фондов, прежде всего, следует провести различие между ипотечными и эквити-REIT.

Ипотечные REIT в структуре сектора занимают небольшую долю, чуть больше 10% текущей рыночной капитализации сектора, но различие принципиальное. Как следует из названия, ипотечные REIT-фонды владеют и получают доход от управления портфелями ипотечных кредитов. На практике речь, прежде всего, идет о секьюритизированной ипотеке в виде обеспеченных ипотекой ценных бумаг (mortgage based securities, MBS). То есть, по сути, ипотечный REIT – это фонд облигаций.

Таким образом, ипотечные REIT-фонды могут предоставить инвестору доступный вход на достаточно закрытый рынок ипотечных бумаг. Особой популярностью эта тема пользовалась во второй половине прошлого года, когда Федеральная резервная система США объявила о начале третьего этапа количественного смягчения своей политики, сконцентрировавшись на покупке именно ипотечных активов.

Тот факт, что ипотечные REIT являются простым облигационным портфелем, вовсе не означает отсутствие рисков. Скорее, наоборот. Управляющие компании агрессивно привлекают заемное финансирование, активно играют на разных участках кривой доходности и практикуют сложные схемы хеджирования рисков. Все эти детали и тонкости делают ипотечные REIT, с одной стороны, более привлекательными с точки зрения доходности, но, с другой, более сложными для анализа и выбора подходящих инструментов.

В текущих условиях ипотечные REIT все еще могут представлять интерес – в случае Японии, инвестор может делать ставку на агрессивное продолжение политики нулевых ставок и массивных программ QE со стороны Банка Японии. В этом случае мы бы задумались над покупкой либо широким портфелем (через ETF), либо соответствующим ETF, специально подобранным для этого случая. Уж слишком высокими кажутся специфические риски.

Эквити-REIT, в массе своей, более консервативны. Первое, что нужно отметить, переходя к ним – эквити-REIT является не просто недвижимостью и даже не просто недвижимостью, приносящий доход, а самым настоящим бизнесом. В этом, к слову, существенное отличие от традиционного ПИФа или даже венчурного фонда.

REIT за пределами США

Сектор REIT-фондов берет свое начало в США. В этой стране наиболее развито соответствующее законодательство и наработана богатая деловая практика. В совокупной рыночной капитализации всех публичных REIT-фондов в мире на долю американцев на сегодняшний день приходится порядка 60%. Тем не менее, оставшиеся 40% предоставляют хорошие возможности для диверсификации страновых рисков, связанных с рынком недвижимости США.

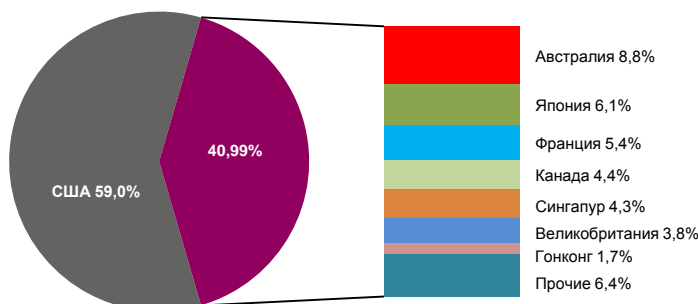
Выбор рынков REIT-фондов за пределами США достаточно разнообразен – от имен первой величины, до только формирующихся претендентов на деньги инвесторов. Наиболее зрелым является рынок Австралии (так называемые A-REIT), где инвесторы знакомы с подобной формой коллективных инвестиций в недвижимость с 1971 года.

Если говорить о «горячих» глобальных идеях в секторе, то на сегодняшний день особый интерес вызывают J-REIT – фонды, управляющие японской недвижимостью. С начала года цены здесь взлетели в среднем на 40-45%. Где-то треть этой доходности «съела» слабеющая иена, но даже с учетом валютных рисков результат выглядит достойным.

J-REITS

Ажиотаж со стороны инвесторов вызван мартовскими обещаниями нового главы Банка Японии начать существенное увеличение баланса центрального банка страны. Главной целью для регулятора является рост цен, включая и цены на недвижимость – уже это, конечно же, хорошо. Но более того, помимо прочих активов, что в ближайшие два года Банк Японии сам непосредственно с рынка выкупит J-REIT на 60 млрд. иен, а это примерно процент от текущей совокупной рыночной капитализации публичных J-REIT. То есть, после небольшой коррекции, в этих активах мы, похоже, еще сможем увидеть новые максимумы.

Рисунок 1. Страновая структура публичных REIT-фондов (% от текущей рыночной капитализации)



Источник: Bloomberg

Разумеется, включение в инвестиционный портфель REIT-фондов, зарегистрированных за пределами США, требует от инвестора дополнительной юридической экспертизы. Напомним, привлекательность этого класса активов существенно зависит от особого налогового режима и законодательных ограничений, которые, естественно, отличаются от юрисдикции к юрисдикции и затрудняют процесс принятия решений.

Итого

REIT-фонды представляют собой интересную инвестиционную возможность индивидуальных инвесторов, в качестве актива, диверсифицирующего портфель акций, и позволяющего ввести инструменты, зависящие от глобального рынка недвижимости, в текущий момент, похоже, завершающего фазу стагнации. Подобные инвесторы могут остановить свой выбор, как на конкретных бумагах, так и на паях ETF, представляющих собою фонды фондов.

Для управляющих компаний REIT – это возможность формировать индивидуальный портфель инвестиций либо, скажем, ОФБУ, завязанные на понятную и интересную инвестиционную идею. Помимо REIT-фондов сюда могут входить акции девелоперов и домостроителей, акции производителей строительных материалов, а также производители и продавцы товаров для дома. Но наибольший интерес, здесь, конечно, будет представлять REIT.

Дмитрий Шагардин

Контакты:

Санкт-Петербург: 8 (812) 457 19 19, ул. Марата, 69-71, Бизнес-центр «Ренессанс Плаза»
Москва: 8 (495) 981 06 06, Пречистенская наб., 17, Бизнес-центр «Баркли Плаза»

www.brokerkf.ru , www.kfe.ee

**Отдел
рыночного анализа и консультаций**

Шагардин Дмитрий
d.shagardin@brokerkf.ru

Архипов Андрей
a.arhipov@brokerkf.ru

**Управление
по работе с институциональными клиентами**

Евдокимова Зоя (доб.44560)
z.evdokimova@brokerkf.ru

Иванов Дмитрий (доб. 44124)
d.ivanov@brokerkf.ru

Капустянский Владимир (доб.44563)
v.kapustyansky@brokerkf.ru

Кузнецов Игорь (доб.44145)
i.kuznetsov@brokerkf.ru

Трошин Александр (доб. 44562)
a.troshin@brokerkf.ru

Хабазова Антонина (доб.44564)
a.khabazova@brokerkf.ru □

Настоящий обзор подготовлен исключительно в информационных целях. Ни полностью, ни в какой-либо части не представляет собой предложение по покупке, продаже или совершению каких-либо сделок или инвестиций в отношении указанных в настоящем обзоре ценных бумаг и не является рекомендацией по принятию каких-либо инвестиционных решений. Информация, использованная при подготовке настоящего обзора, получена из предположительно достоверных источников, однако проверка использованных данных не проводилась и КИТ Финанс (ООО) не дает никаких гарантий корректности содержащейся в настоящем обзоре информации. КИТ Финанс (ООО) не обязан обновлять или каким-либо образом актуализировать настоящий обзор, однако КИТ Финанс (ООО) имеет право по своему усмотрению, без какого-либо уведомления изменять и/или дополнять настоящий обзор и содержащиеся в нем рекомендации. Настоящий обзор не может быть воспроизведен, опубликован или распространен ни полностью, ни в какой-либо части, на него нельзя делать ссылки или проводить из него цитаты без предварительного письменного разрешения КИТ Финанс (ООО). КИТ Финанс (ООО) не несет ответственности за любые неблагоприятные последствия, в том числе убытки, причиненные в результате использования информации, содержащейся в настоящем обзоре, или в результате инвестиционных решений принятых на основании данной информации. КИТ Финанс (ООО) Лиц. ФСФР России на осуществление брокерской деятельности № 078-06525-100000 от 14.10.2003.