

# «Наши облигации — это лучший способ инвестировать в коммерческую недвижимость»

**Алексей ПАНФИЛОВ,** ▶  
президент, ФПК «Гарант-Инвест»

**В** начале марта финансово-промышленная корпорация (ФПК) «Гарант-Инвест» разместила пятый, самый крупный выпуск биржевых облигаций объемом 6 млрд рублей. Этот выпуск знаменателен тем, что стал первым после присвоения компании агентством АКРА рейтинга BBB+ по национальной шкале и увеличения программы биржевых облигаций эмитента с 5 до 10 млрд рублей. О преимуществах инвестирования в торговую недвижимость, о том, чем она отличается от офисной и жилой, а также о том, зачем предлагать рынку двузначную ставку купона при столь высоком рейтинге эмитента, Cbonds Review расспросил президента ФПК «Гарант-Инвест» Алексея Панфилова.



— Давайте начнем с ключевого вопроса: в чем бизнес «Гарант-Инвеста» и зачем вам облигационные заимствования?

— «Гарант-Инвест» недавно отметил 25-летие. Четверть века без смены названия, без смены основных акционеров — это уже определенная ценность. Примерно 15 лет назад мы начали заниматься девелопментом и стартовали в 2003 году со строительства торгового комплекса «Галерея Аэропорт» на Ленинградском проспекте. Опыт оказался очень удачным, и сегодня коммерческая недвижимость — наш основной бизнес.

Причем во всех его проявлениях — от девелопмента до управления объектами, включая работу с арендаторами, маркетинг, эксплуатацию и так далее.

Мы фокусируемся исключительно на торговой недвижимости с четкой локализацией в Москве. Главный KPI в нашей сфере — это посещаемость; наш показатель по итогам 2018 года — 36.7 млн входов в торговые центры. Бизнес хорошо диверсифицирован: у нашего биржевого эмитента 13 объектов недвижимости, предоставляющих площади для 430 арендаторов. Всего мы насчи-

тали 28 профилей арендаторов (одежда, обувь, банки, супермаркеты, кафе и так далее), которые обеспечивают стабильный гарантированный денежный поток. С многими арендаторами заключены долгосрочные договоры: с H&M — на 30 лет, с «Ашаном» — на 24 года, с OBI и McDonald's — на 15 лет. Все это и позволяет нам говорить о высоком кредитном качестве компании и двигаться в сторону публичности, открытых рынков капитала, широкого круга инвесторов. Это довольно естественно. Во-первых, при такой посещаемости мы и так публичны. Во-вторых, с точки зрения структуры собственности «Гарант-Инвест» всегда был прозрачен: все владельцы известны, никаких офшоров и сложных схем. В-третьих, открытости информации и прозрачности финансовых потоков нас научил более чем 15-летний опыт взаимодействия с крупнейшими банками.

Именно поэтому в определенный момент мы выбрали для себя стратегию поэтапной трансформации в публичную компанию и два года назад вышли на Московскую биржу со своими облигациями. В конце прошлого года «Гарант-Инвест» получил рейтинг BBB+ от АКРА, и это — наивысший рейтинг от этого агентства в секторе недвижимости.

**— Можно предположить, что конечная цель вашего движения в сторону рынков капитала — IPO?**

— Мы рассматриваем IPO не как цель, но исключительно как средство для дальнейшего развития. Цель — расширение портфеля недвижимости. Мы хотим стать одним из лидеров рынка коммерческой недвижимости в стране, в первую очередь в сфере ритейла, а также добавить в портфель проектов определенную долю многофункциональной недвижимости, так называемой mixed used. Потому что с точки зрения градостроительной политики многофункциональные объекты — это правильно.

**— Каков промежуточный итог реализации вашей облигационной программы?**

— Первые четыре выпуска мы делали без рейтинга и продали их полностью. Общий объем составил 2,8 млрд рублей. Не такая большая цифра на первый взгляд, но мы убедились в том, что спрос хороший и постоянно растет. Пятый — самый крупный — выпуск на 6 млрд руб. был осуществлен 12 марта 2019 года, уже после

получения рейтинга АКРА. По предложению нашего андеррайтера — компании «БКС Глобал маркетс» мы приняли решение сделать этот выпуск основным, предложив в этой связи ofertу владельцам облигаций первых трех выпусков. Предложением воспользовались 76% держателей наших бумаг, и это важный показатель сам по себе. Речь идет о выпусках, из которых инвесторы могли выйти в мае, июне и декабре текущего года, но они приняли решение переложиться в пятилетнюю бумагу с той же доходностью. Это значит, что те, кто уже вложил в «Гарант-Инвест» и начал более глубоко изучать нашу компанию (а это всегда происходит, когда ты уже купил бумаги), поняли, что «Гарант-Инвест» — надежный эмитент, предлагающий доходные финансовые инструменты. Мы, честно говоря, не рассчитывали на такой интерес: полагали, что ofertой воспользуется около 60% держателей облигаций.

Но самое главное — вместе с рейтингом мы получили возможность работать с институциональными инвесторами и потому начали активно рассказывать про наш бизнес банкам, пенсионным фондам, страховым и управляющим компаниям. Сразу стало понятно, что на рынке нет эмитентов с профилем, похожим на наш; представлена в основном жилая недвижимость, которая кардинально отличается от недвижимости коммерческой. При этом коммерческая недвижимость, в свою очередь, делится на торговую, офисную, складскую. Везде вроде бы аренда, но различия — существенные. Повторюсь: в торговой недвижимости главный KPI — это посещаемость, и чем она выше, тем больше готовы платить арендаторы. Это совершенно не так в складском или офисном сегменте и тем более — в жилом. Но многие по-прежнему смотрят на нас как на представителя рынка недвижимости в целом. Я говорю в таком случае, что есть горные, беговые и водные лыжи; они все называются лыжами, но виды спорта — абсолютно разные.

Впрочем, нам уже удалось сделать первые шаги по привлечению институциональных инвесторов, особенно с учетом того, что соорганизатором последнего выпуска стал Газпромбанк. Пока число таких инвесторов измеряется не десятками, но динамика радует. Наша задача — продолжать работу с институционалами, потому что по опыту США и Германии мы знаем: пенсионные фонды и страховые компании очень любят торговую недви-

■ ■ ■  
В КОНЦЕ ПРОШЛОГО  
ГОДА «ГАРАНТ-ИНВЕСТ»  
ПОЛУЧИЛ РЕЙТИНГ  
BBB+ ОТ АКРА, И  
ЭТО — НАИВЫСШИЙ  
РЕЙТИНГ ОТ ЭТОГО  
АГЕНТСТВА В СЕКТОРЕ  
НЕДВИЖИМОСТИ

жимость, для них это гарантированный источник долгосрочного дохода.

— **На что вы тратите привлеченные ресурсы, каковы приоритеты вашей инвестиционной программы?**

— Долгое время мы были девелоперами, а сейчас переквалифицировались в редевелоперов, так как не хотим больше брать на себя строительные риски. Наша инвестиционная программа подразумевает приобретение объектов торговой недвижимости (или многофункциональных объектов), которые построены в конце 90-х — начале 2000-х. Это крепкие объекты, которые построены уже не по советским стандартам, но устарели морально и физически с точки зрения концепции, набора арендаторов, инженерных систем, качества управления. Эта программа называется Программа «Ре»: редевелопмент, реконцепция, ренейминг, рестайлинг, ремодулинг, реинжиниринг, ребрендинг, а в некоторых случаях даже реанимация торговых центров.

Это сложная работа: перестроить иногда сложнее, чем построить заново. Но мы уже успели потренироваться на себе: в 2017 году реновировали 3 своих объекта, в 2018-м — еще 9. В 2019 году собираемся обновить еще 4 объекта.

Редевелопмент — это вообще вечная тема для мегаполиса. Концентрируясь на Москве, мы понимаем, что строить что-то новое здесь теперь очень непросто, но улучшать, переделывать, реконструировать, осовременивать уже построенное можно постоянно.

— **Если возвращаться к облигациям, какую роль они играют в общем объеме ресурсов, которые вы привлекаете?**

— Мы в течение 15 лет нашей деятельности фондировались за счет кредитов. Торговые центры «Гарант-Инвест» — первоклассные заемщики, у которых есть недвижимость в залог и обеспеченный долгосрочными договорами стабильный денежный поток. Все банковское кредитование у нас длинное, с минимальными — близкими к ключевой — ставками, с очень хорошими грейспериодами. В общем, условия очень комфортные. Облигации будут формировать

примерно четверть (может быть, треть) от нашего портфеля заимствований. Ставка купона предложена очень привлекательная: 12% годовых при рейтинге BBB+, в моем понимании — более чем хорошо. Мы имеем возможность делиться с инвесторами частью доходности нашего высокомаржинального бизнеса: у нас рентабельность по EBITDA — около 80%.

— **Зачем такая высокая доходность, если вы можете по-прежнему пользоваться более дешевыми источниками фондирования?**



■ ■ ■  
 МЫ ИМЕЕМ ВОЗМОЖНОСТЬ  
 ДЕЛИТЬСЯ С ИНВЕСТОРАМИ  
 ЧАСТЬЮ ДОХОДНОСТИ НАШЕГО  
 ВЫСОКОМАРЖИНАЛЬНОГО  
 БИЗНЕСА: У НАС РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ  
 ПО EBITDA — ОКОЛО 80%

— Кого-то ставка 12% при рейтинге BBB+ может и испугать, но мы считаем, что это цена за вход на рынок публичных заимствований. Физические лица больше смотрят на доходность, институциональные инвесторы — на риски. Предложив выгодное сочетание, мы можем удовлетворить запросы и тех и других. Кроме того, недвижимость — это очень капиталоемкий бизнес: невозможно целый объект купить частями. Чтобы получить хороший эффект от редевелопмента, мы рассматриваем объекты от 10 до 50 тыс. кв. метров; ценник здесь — от 2 млрд рублей. Мы готовы предложить более высокую ставку, чтобы быстрее собрать необходимый объем, рентабельность позволяет. IRR проектов редевелопмента составляет около 30%, есть чем поделиться с инвесторами.

Мы прекрасно понимаем, что шаги в сфере публичности, увеличение объемов бизнеса за счет новых покупок и улучшение его показателей приводят к снижению ставки. Но лучше иметь необходимый объем денег сегодня, чтобы приобретать объекты по достаточно лояльной цене. Число инвесторов в коммерческую недвижимость в моменте невелико: многие хотят продать, а желающих купить мало, в том числе потому, что практически нет иностранцев. Так что время для покупок хорошее, были бы деньги. Мы хотим успеть воспользоваться ситуацией, которая уже меняется: дисбаланс спроса и предложения смещается от арендатора к арендодателю. В 2015–2016 годах пиковый показатель вакансии в торговых центрах Москвы достигал 15%. Сейчас — в среднем 5%, у «Гарант-Инвеста» — 3.52%. Мы видим, что уже в этом году можем прийти к нулевому показателю вакансии в наших объектах.

— **С чем это связано?**

— Ритейл сам по себе очень живучий — быстро перестраивается, адаптируется. Но одновременно мы видим, что торговые центры в Москве перестали строиться. Зачем плодить дополнительные площади, если уже имеющиеся вакантны? Цикл строительства торгового центра — минимум пять лет, значит, в ближайшие годы новые объекты не появятся. А ритейл растет, даже несмотря на то что благосостояние потребителей в России не увеличивается. Москва, впрочем, здесь стоит особняком. В отличие от регионов, жители столицы сегодня не боятся потерять работу и остаться без зарплаты, они уверены, что смогут так или иначе заработать деньги, и поэтому довольно активно тратят. Вроде бы количество денег на руках то же, но поведение изменилось по сравнению с тем, что было еще 2–3 года назад, когда люди даже в Москве не были уверены в завтрашнем дне.

— **По какому принципу вы выбрали организаторов выпуска облигаций?**

— Андеррайтером первого и второго выпусков у нас был Райффайзенбанк. Именно коллеги из Райффайзена выводили нас на биржу, познакомили

с игроками рынка, просто потому что хорошо знали нас как заемщика. Они действительно смогли очень правильно нас преподнести на старте. Третий и четвертый выпуски нам делал БКС, на пятом к нему присоединился Газпром-банк. Выбор БКС был обусловлен нашим видением. Есть очень интересный опыт в США и Европе, когда крупными торговыми центрами владеют фонды недвижимости — Real Estate Investment Trust (REIT), по-нашему — ЗПИФ. Прямо в этих торговых центрах есть отдельные офисы, в которых можно приобрести либо облигации с фиксированным доходом, либо паи. В России пока так никто не делал, но при этом вложения в недвижимость пользуются популярностью. Наши облигации — это лучший способ вложиться в коммерческую недвижимость и получать фиксированный доход в 12% годовых. Соответственно, мы искали организатора с максимально широкой розничной базой инвесторов, и выбор пал на инвестиционно-банковское подразделение ФГ БКС — «БКС Глобал маркетс». Это компания, которая достаточно активна в розничном сегменте, тяготеет к работе с конечными инвесторами, в том числе посредством современных технологий. Им, в свою очередь, нужен был партнер, занимающийся качественной коммерческой недвижимостью. Они глубоко погрузились в специфику нашего бизнеса и стали одним из первых институциональных инвесторов, поверивших в «Гарант-Инвест» в момент нашего выхода на биржу. То, что БКС не только андеррайтер, но и крупный покупатель наших облигаций, по-моему, очень важно с точки зрения доверия.

**— Как вы формулируете основные риски для инвесторов при вложении в бизнес, подобный вашему?**

— Самый главный риск сегодня — это переход торговли в онлайн. В Америке многие крупные моллы уже пострадали от этого тренда. Впрочем, я не слышал, чтобы то же самое происходило в Азии.

Как ни странно, в Интернет уходит прежде всего одежда. Крупные торговые центры имеют большую долю сегмента фэшн, и сегодня этот тип арендаторов хуже всего платит, просит скидки, сокращает торговые площади. И действительно, многие бренды стали использовать магазины в торговых центрах как шоурумы, а покупки оформляют через Интернет.

нет. Через кассу магазина такие покупки не проходят, торговый центр ничего не получает с оборота. Однако сильно растет доля общественного питания, и наши торговые центры уже давно подхватили этот тренд: во всех ТЦ «Гарант-Инвеста», даже самых маленьких из них, представлена функция питания. Причем экспансия сервисов доставки еды нам даже на руку, потому что заказы оформляются через кассы в торговых центрах. Есть еще один вариант торговли онлайн, который мы используем скорее как преимущество для наших торговых центров: выдача интернет-покупок в магазине (как это происходит у многих продавцов электроники). Здесь мы видим плюсы: человек уже пришел в торговый центр, и скорее всего он зайдет поесть или купит что-нибудь, то есть все равно потратит деньги. Наши торговые центры вообще могут жить без одежды, только на тех профилях арендаторов, которые не уходят в Интернет.

**— А такие еще остались?**

— Например, качественные ювелирные украшения: люди не готовы покупать их на сайте. Другой пример — нижнее белье. Его тоже не покупают через Интернет. Наконец, продукты питания: люди по-прежнему ходят в супермаркеты. Сюда же отнесем разнообразные услуги и, конечно, развлечения. Но есть ведь и противоположный тренд. Интернет-гиганты стали переходить в оффлайн. Тот же Amazon открыл в Нью-Йорке огромный магазин. Получается, может даже появиться новый тип арендаторов.

В целом, мы изначально стремились снижать риски с помощью диверсификации — и по объектам, и по профилям арендаторов, и по целевой аудитории. Диверсифицируем также источники дохода. Например, весь свой опыт, регламенты, технологии управления начинаем продавать в виде услуги property management. Кроме того, большой трафик торговых центров дополнительно монетизируется через так называемые неарендные доходы, в первую очередь через рекламу. У нас сейчас доля неарендных доходов находится на уровне 6.7%. При этом нормальной считается доля в 20%, так что есть куда расти. 36.7 млн человек — это большая аудитория для глобальных, федеральных и локальных рекламодателей. Кроме того, мимо фасадов торговых центров с рекламой проезжают сотни тысяч машин. ©

■ ■ ■  
КОГО-ТО СТАВКА 12%  
ПРИ РЕЙТИНГЕ BBB+  
МОЖЕТ И ИСПУГАТЬ,  
НО МЫ СЧИТАЕМ, ЧТО  
ЭТО ЦЕНА ЗА ВХОД НА  
РЫНОК ПУБЛИЧНЫХ  
ЗАИМСТВОВАНИЙ