



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

უძრავი ქონების საინვესტიციო ფონდები(REITs): ძირითადი მახასიათებლები და მათი განვითარების პოტენციალი საქართველოში

დეკემბერი, 2021

სალომე სხირტლაძე, CFA
გიორგი წაკაშიძე

- ❖ საერთაშორისო ბაზრების მიმოხილვა: **REIT**-ების ძირითადი მახასიათებლები;
- ❖ საქართველოს უძრავი ქონების ბაზრის მოკლე მიმოხილვა და **REIT**-ების განვითარების პერსპექტივა;

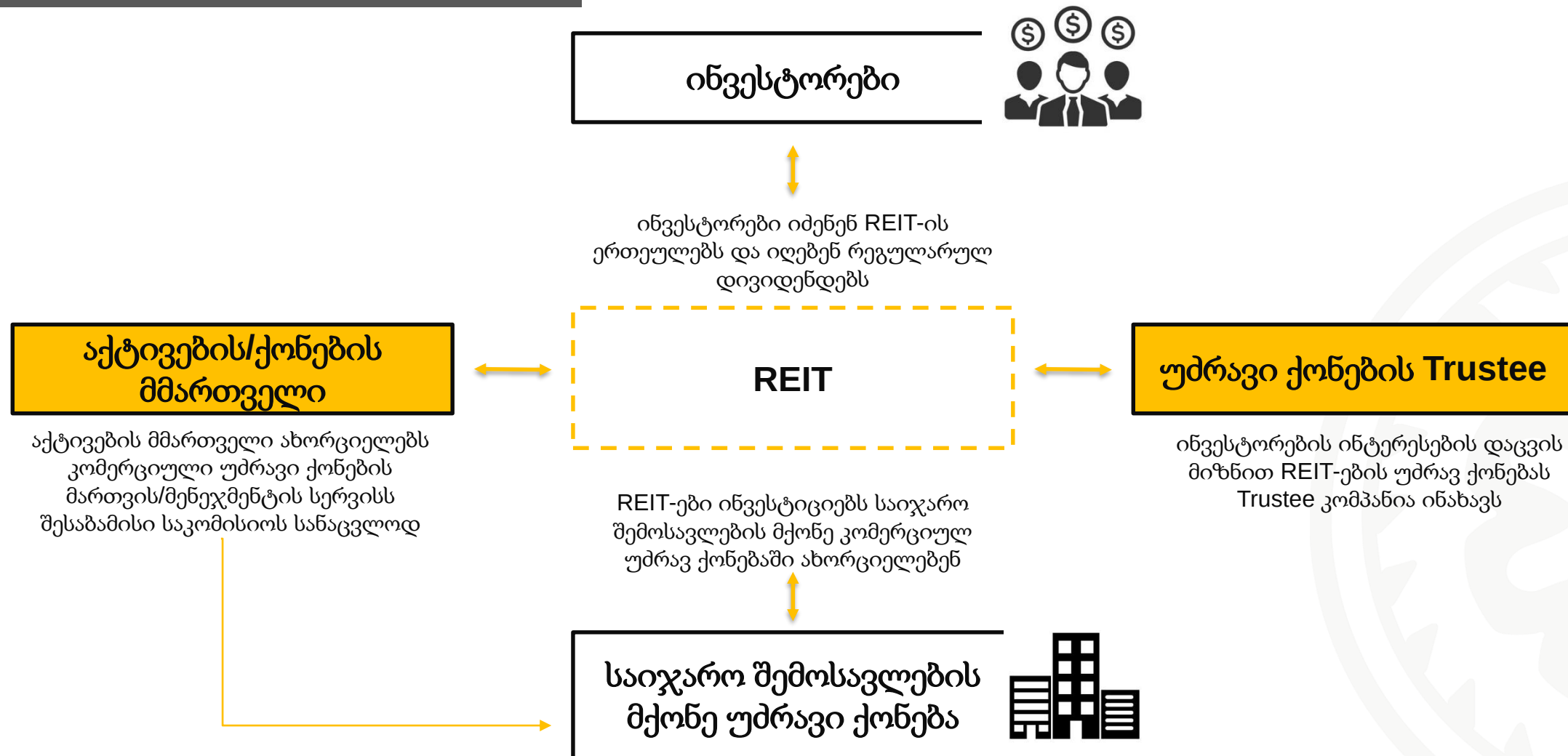
საერთაშორისო ბაზრების მიმოხილვა: **REIT-ების ძირითადი მახასიათებლები**

REITs

REIT-ს საინვესტიციო ფონდის მსგავსი სტრუქტურა აქვს; ძირითადად უძრავ ქონებაში (ოფისები, სავაჭრო ცენტრები, სასტუმროები, ბინები, ჯანდაცვა და სხვა) ახორციელებს ინვესტირებას და ინვესტორთა ფართო წრისთვის უძრავი ქონების ხელმისაწვდომობასა და პორტფელის დივერსიფიცირების შესაძლებლობას უზრუნველყოფს.

- ❖ REIT-ების ძირითადი ბიზნეს-მოდელი საიჯარო შემოსავლების გენერირებაზეა ორიენტირებული, ხოლო მათი საინვესტიციო პორტფელის 75%-ზე მეტი დასრულებულ და მაღალი ხარისხის უძრავ ქონებაზე მოდის;
- ❖ REIT-ებს შესაბამისი პროფილის მქონე პროფესიონალი აქტივების მმართველები/უძრავი ქონების მენეჯერები მართავენ;
- ❖ REIT-ს როგორც სასესხო ფასიანი ქაღალდების, ისე აქციების თვისებები აქვს:
 - ❖ როგორც წესი, REIT-ის მოგების 90% ან მეტი დივიდენდების სახით გაიცემა, რაც ინვესტორთათვის სტაბილური და პროგნოზირებადი შემოსავლის წყაროს წარმოადგენს;
 - ❖ გრძელვადიან პერსპექტივაში, ინვესტორების შემოსავლიანობას უძრავი ქონების ფასების ზრდაც განაპირობებს, თუმცა, ამ მხრივ, REIT-ებს საშუალო ზრდის პოტენციალი აქვს, რადგან დეველოპმენტი მათი საქმიანობის ძირითადი მიმართულება არ არის;
- ❖ ტრადიციულ უძრავ ქონებასთან შედარებით, REIT-ები ინვესტორებს მეტ სტაბილურობასა და ლიკვიდურობას, ასევე ინფლაციის ჰეჯირებისა და უკეთ დივერსიფიცირების შესაძლებლობას სთავაზობს.

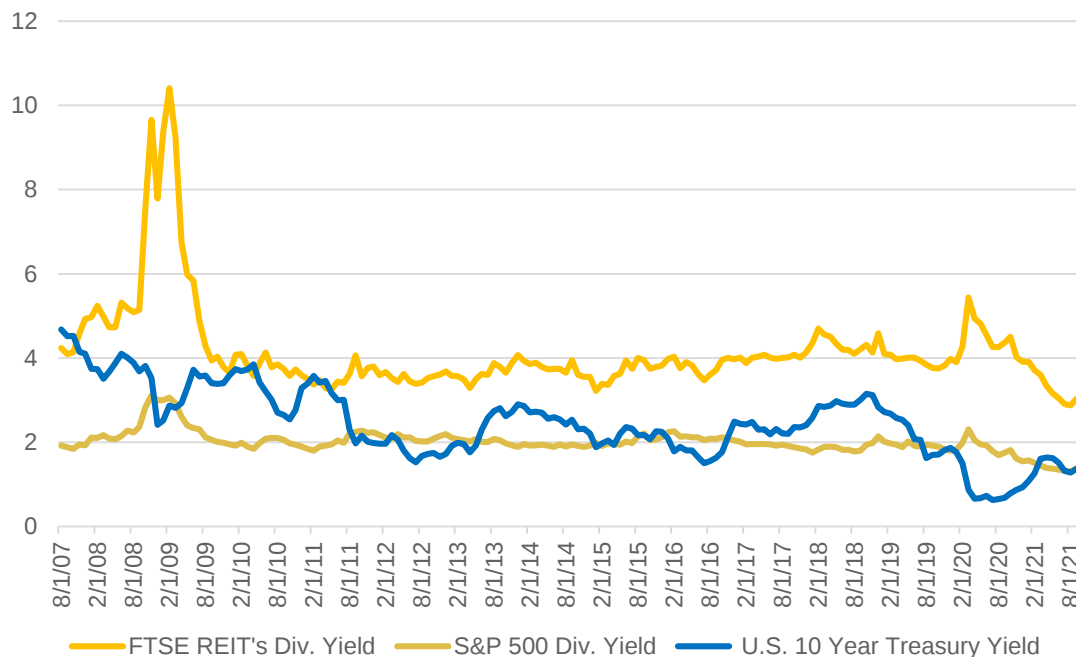
REIT-ის სტრუქტურა



REIT-ების შემოსავლიანობა/რისკის პროფილი

REIT-ები შედარებით მაღალი და სტაბილური მომგებიანობით ხასიათდება, რაც მსხვილი/დივერსიფიცირებული მოიჯარეებითა და სტაბილური საიჯარო შემოსავლებით არის განპირობებული

1.1. შემოსავლიანობა აქტივების კლასების მიხედვით (%)



გრძელვადიანი დივერსიფიკაციის დადებითი ეფექტის გათვალისწინებით, REIT-ი მთლიან საინვესტიციო პორტფელში ცალკე აქტივების კლასად განიხილება

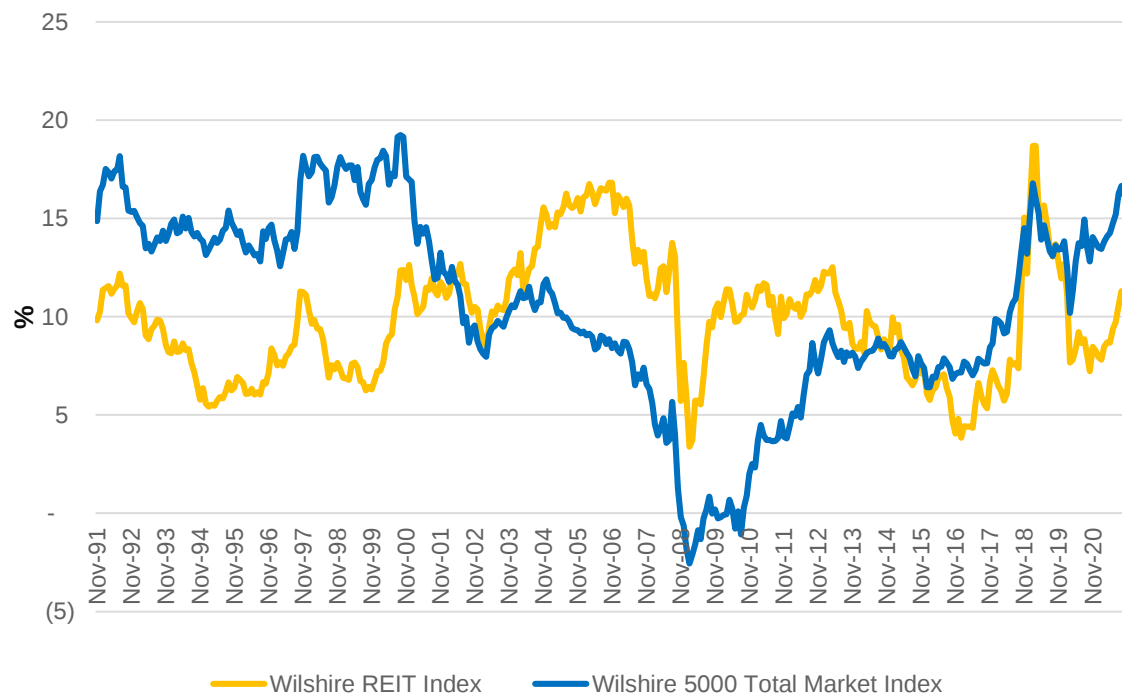
1.2. 3 წლიანი მცოცავი კორელაცია აშშ REIT ინდექსსა და S&P 500-ის შორის



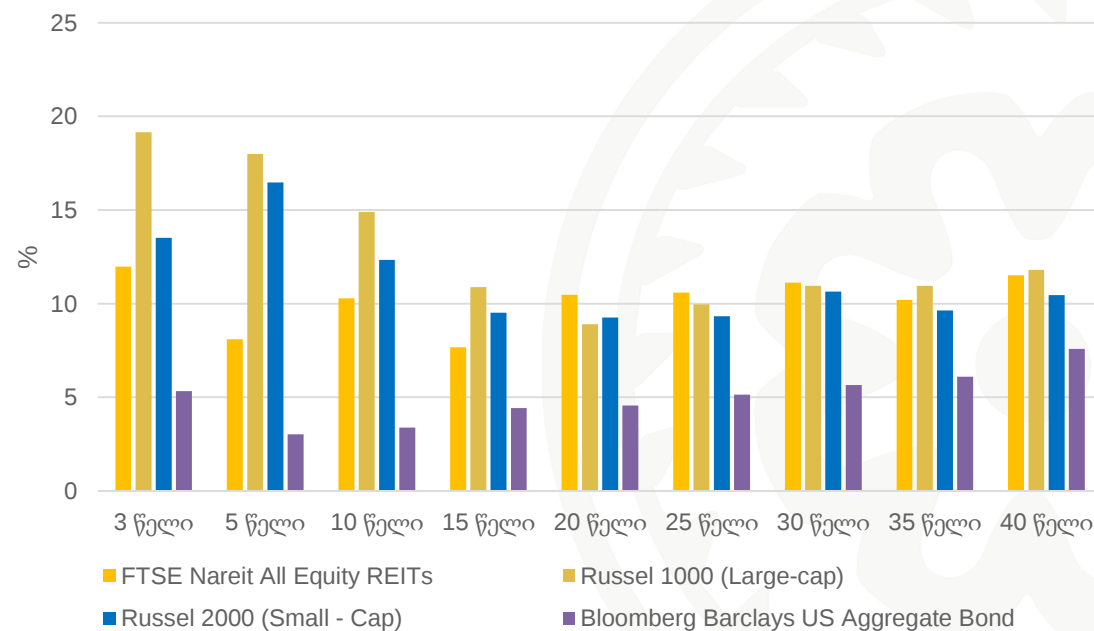
REIT-ების ჯამური შემოსავლიანობა გრძელ ვადაში

ისტორიულად, აშშ-ში დალისტულ REIT-ებს მაღალი შემოსავლიანობა ახასიათებს, რომელიც, როგორც წესი, მცირედით ჩამორჩება აქციების ინდექსების და აღემატება ბონდების შემოსავლიანობას.

1.3. 10 წლიანი საშუალო წლიური ჯამური შემოსავლიანობა აშშ-ს REIT-ებსა და აშშ-ს აქციების ინდექსებზე, %



1.4. ჯამური შემოსავლიანობა აქტივების კლასების მიხედვით 2021 წლის ივნისიდან, %



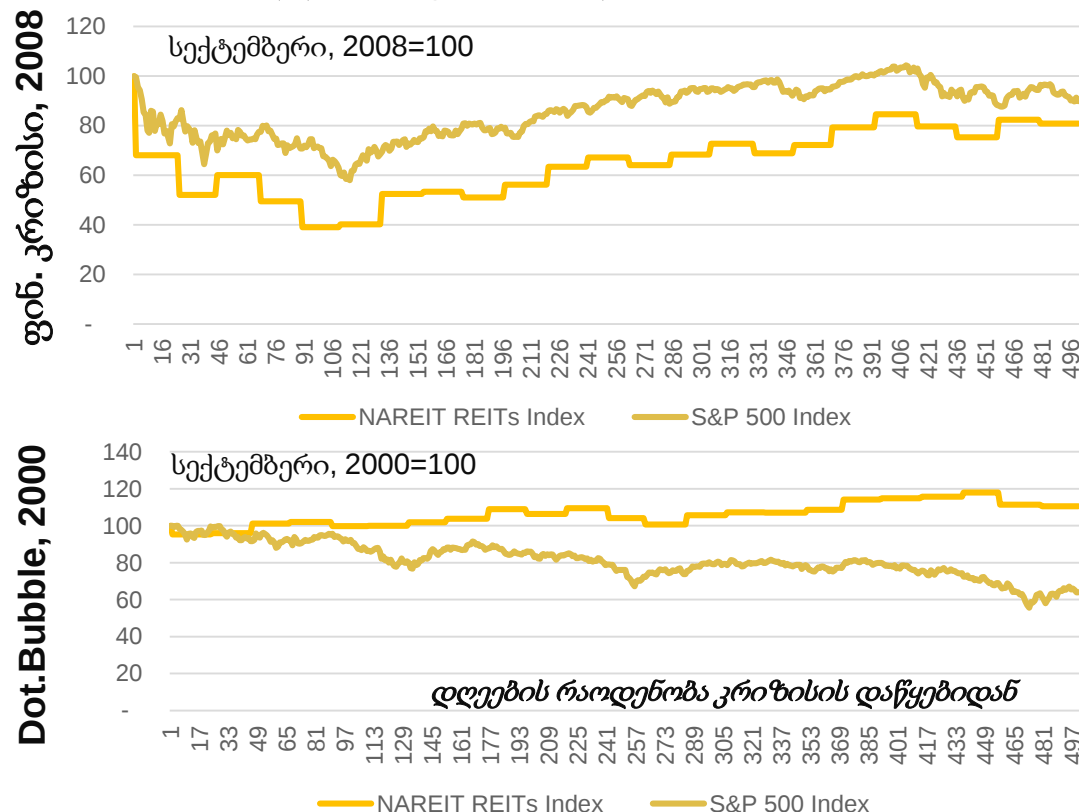
*ჯამური შემოსავლიანობის ინდექსი ითვალისწინებს სრულ შემოსავალს რეინვესტირებული დივიდენდების ჩათვლით

წყარო | FRED, Nareit

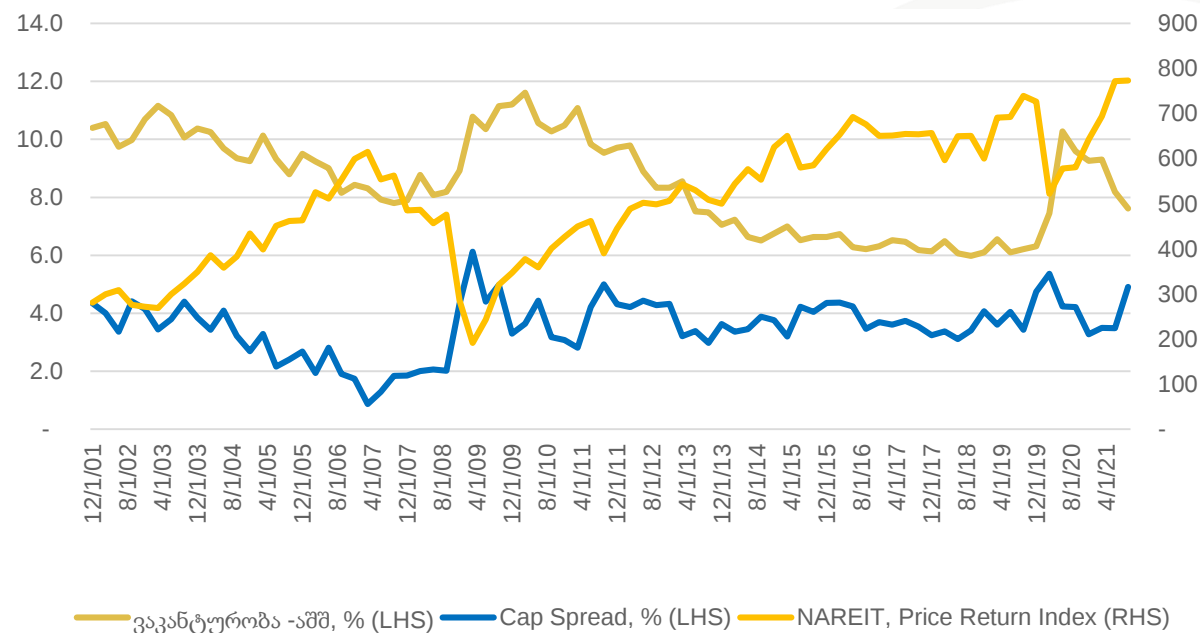
REIT-ების შემოსავლიანობა/რისკის პროფილი

გრძელვადიან პერიოდში REIT-ებისა და უძრავი ქონების შემოსავლიანობაზე საერთო ფუნდამენტური ფაქტორები ახდენს გავლენას. მიუხედავად სტაბილური საიჯარო შემოსავლებისა, REIT-ების ერთეულის ფასებს მაღალი მერყეობა ახასიათებს, რაც უძრავი ქონების ფასების/ციკლების ცვალებადობითაა განაპირობებული.

1.5. ყოველდღიური ფასების ინდექსი: S&P 500 vs REITs



1.6. Nareit ინდექსი vs უძრავი ქონების ფაქტორები

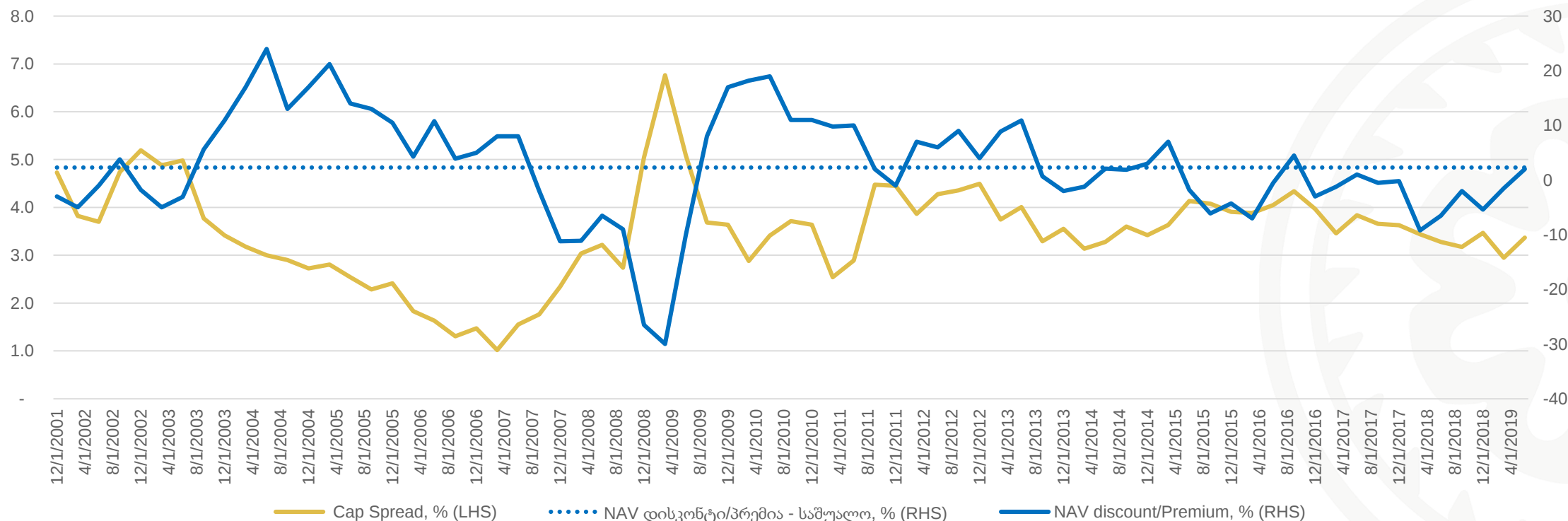


*Cap spread-ი: **Cap rate** (წმინდა საოპერაციო მოგება/უძრავი ქონების ღირებულება) მინუს აშშ-ს 10 წლიანი საბაზინოების შემოსავლიანობა).

REIT-ების შემოსავლიანობა/რისკის პროფილი

მოკლევადიან პერიოდში, დალისტული REIT-ების ფასებზე აქციების ბაზრის მახასიათებლები და ინვესტორთა განწყობებიც მოქმედებს, რაც REIT-ების ერთეულების ფასისა და უძრავი ქონების ფუნდამენტური ღირებულების ერთმანეთისგან მნიშვნელოვნად გადახრას იწვევს (განისაზღვრება NAV (წმინდა ღირებულების) დისკონტი/პრემიით), თუმცა აშშ-ს მაგალითზე, მსგავსი გადახრები დროებითია და როგორც წესი, გრძელვადიან საშუალოს უბრუნდება.

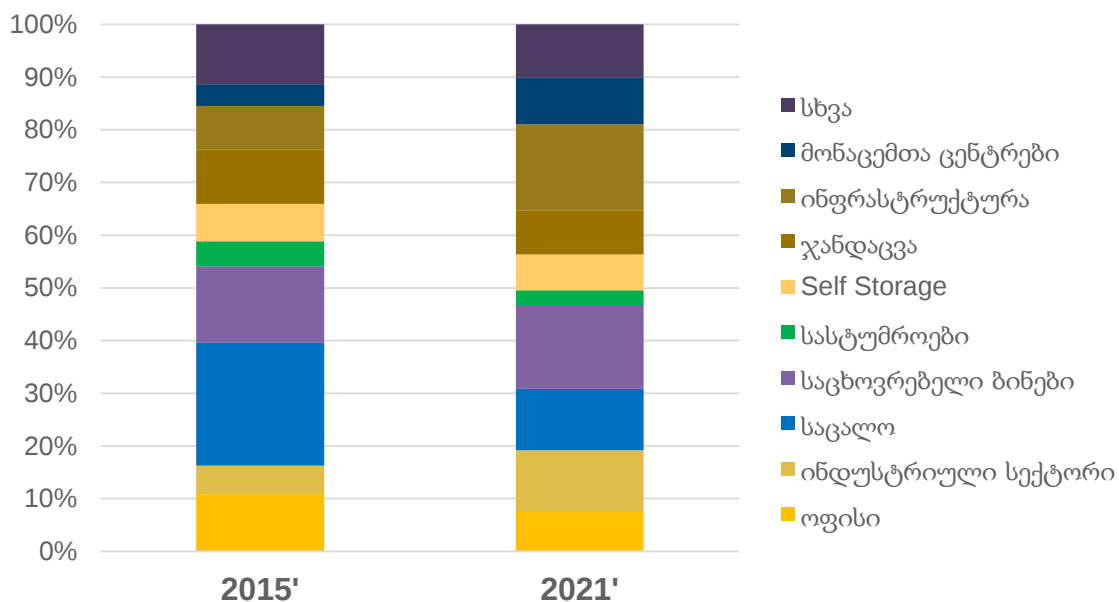
1.7. აშშ REIT-ების NAV დისკონტი/პრემია, %



სექტორული განაწილება

REIT-ების სექტორების შემოსავლიანობა მათზე მოქმედი სტრუქტურული ფაქტორებისა და ინვესტორების სენტიმენტის გამო, განსხვავდებიან რისკის პროფილისა და ციკლურობის მიხედვით; ბოლო წლებში, აშშ-ს ბაზარზე ციფრულ ეკონომიკასთან დაკავშირებული სექტორების (მონაცემთა ცენტრები, საწყობები, ინფრასტრუქტურა) შემოსავლიანობა/ფასი მნიშვნელოვნად აჭარბებს ტრადიციულ სექტორებს (სავაჭრო ცენტრები, ოფისი, სასტუმროები).

1.8. სექტორული განაწილება FTSE All REITs ინდექსის, 2015 vs 2021



სექტორების განმარტებებისთვის იხ. დანართი 1

1.9. აშშ REIT-ების მედიანა NAV დისკონტი/პრემია (%), 2020 წლის სექტემბრის მდგომარეობით

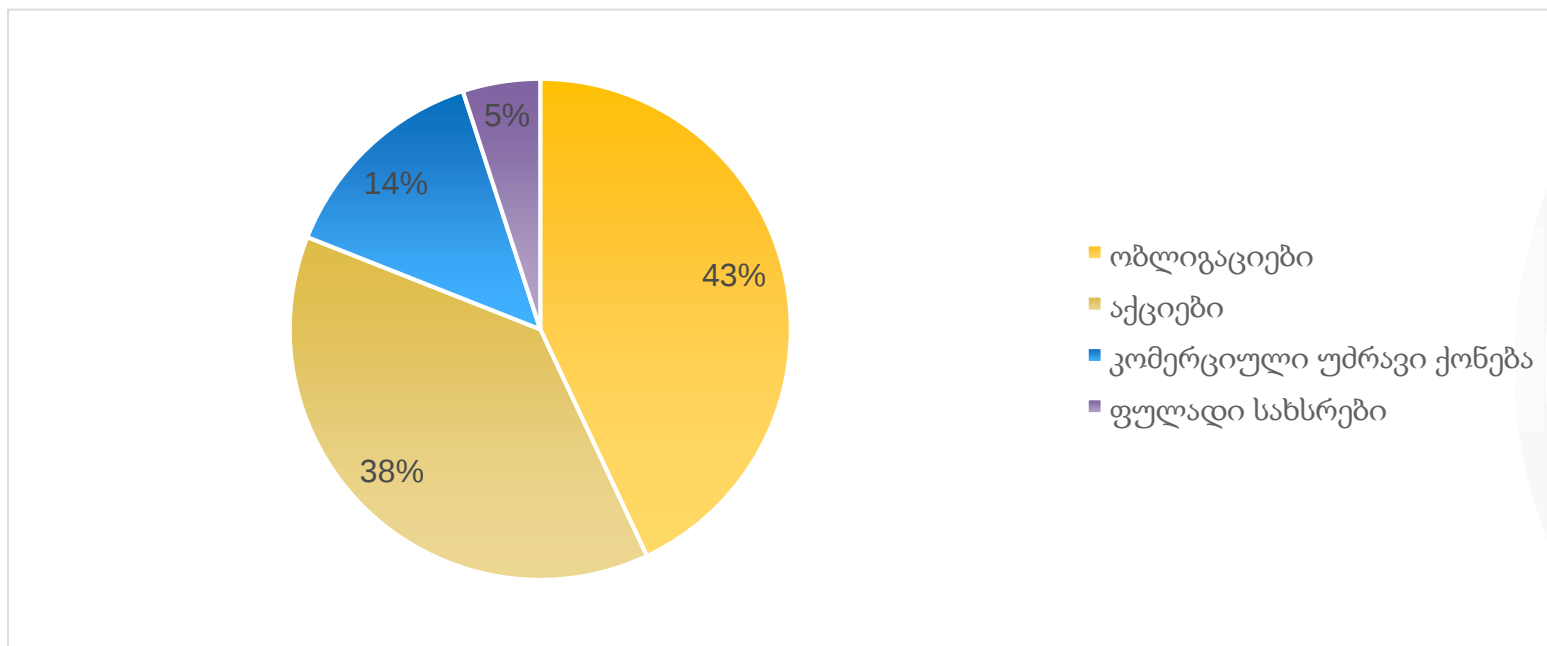


წყარო | Nareit, Statista

ინვესტიციები კომერციულ უძრავ ქონებაში

აშშ-ს მაგალითზე, კომერციული უძრავი ქონება მთლიანი საინვესტიციო კალათის 14%-ს შეადგენს. REIT-ები ერთ-ერთი ინსტრუმენტია, რომელიც კომერციულ უძრავ ქონებაში ინვესტირების შესაძლებლობას იძლევა და განსაკუთრებით კარგად მორგებულია გრძელვადიანი საინვესტიციო ჰორიზონტის მქონე ინსტიტუტებზე (საპენსიო ფონდები, სიცოცხლის დაზღვევა).

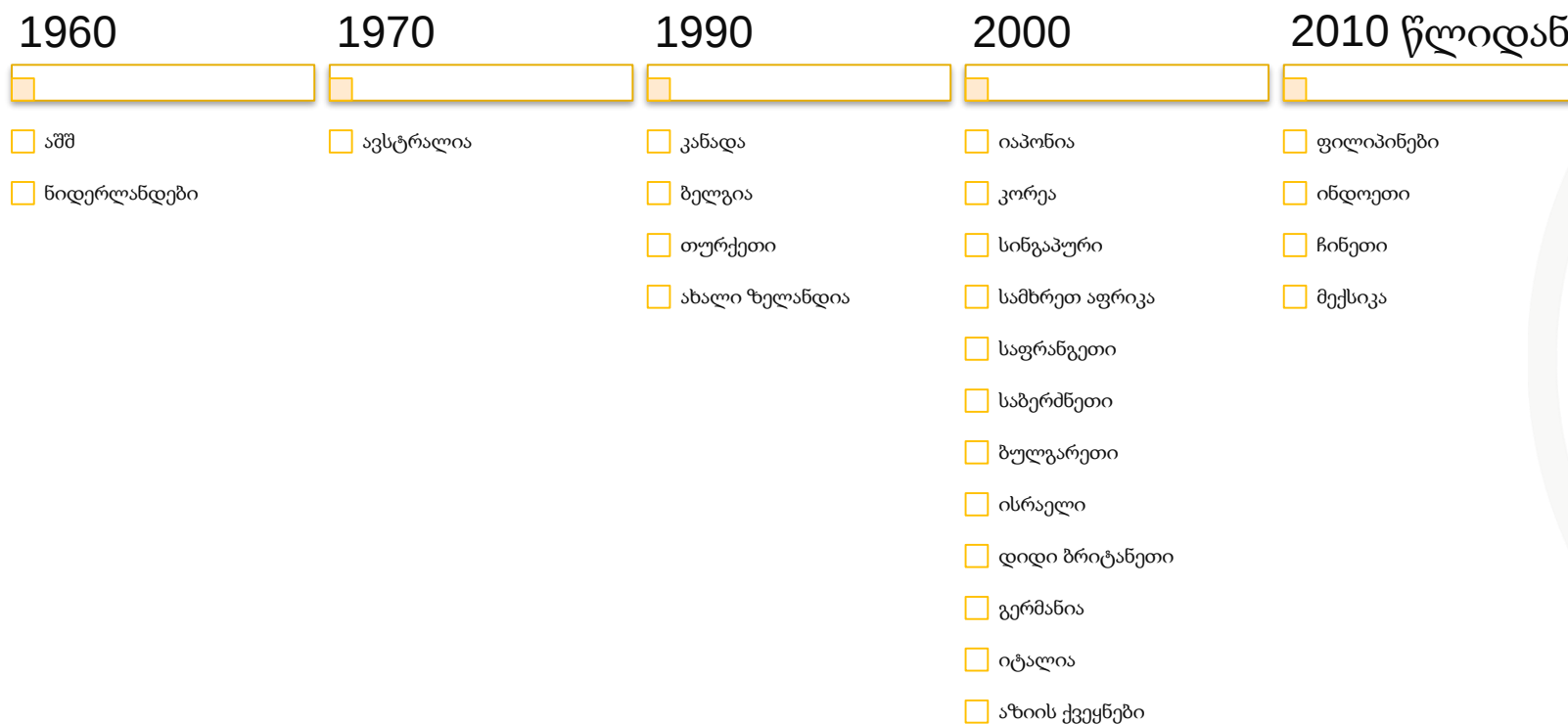
1.10. კომერციული უძრავი ქონების წილი მთლიან საინვესტიციო კალათაში (აშშ), 2020



REIT-ები მსოფლიო ბაზარზე

REIT ინსტრუმენტის/ბაზრის განვითარებას მრავალი ფაქტორი განსაზღვრავს, მათ შორის ქვეყნების საგადასახადო-მარეგულირებელი ჩარჩო, კულტურული და უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული სხვა ფუნდამენტური ფაქტორები. განვითარების დინამიკა ასევე განსხვავებულია უძრავი ქონების ისეთ ქვე-სექტორებს შორისაც, როგორებიცაა ოფისები, საცხოვრებელი ბინები, ჯანდაცვა და ა.შ.

1.11. REIT-ების მარეგულირებელი ჩარჩოს დანერგვა ქვეყნების მიხედვით:

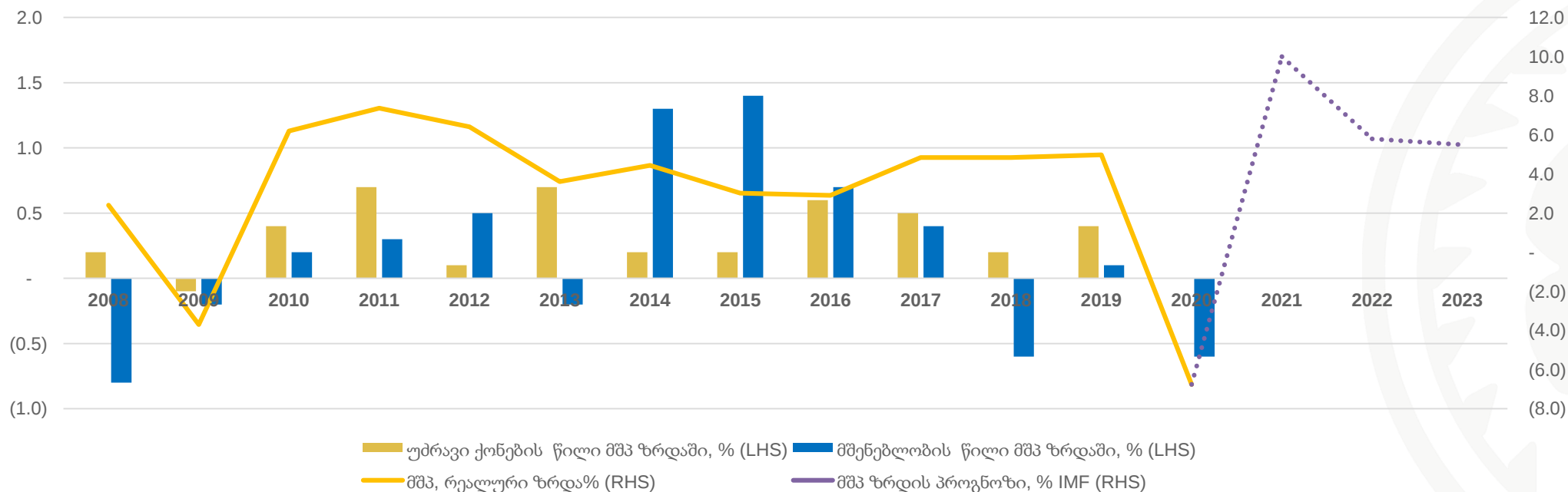


საქართველოს უძრავი ქონების ბაზრის მოკლე მიმოხილვა და REIT-ების განვითარების პერსპექტივა

უძრავი ქონების მოკლე მიმოხილვა

ბოლო ათწლეულის განმავლობაში, უძრავი ქონების სექტორმა საქართველოში საკმაოდ სწრაფი ზრდა განიცადა, რაც დიდწილად ტურიზმის ზრდამ, საჯარო რეფორმებმა (ჯანდაცვის დარგში), იპოთეკურ სესხებზე წვდომის გამარტივებამ, ურბანიზაციის ტენდენციამ და სხვა ფაქტორებმა განაპირობა.

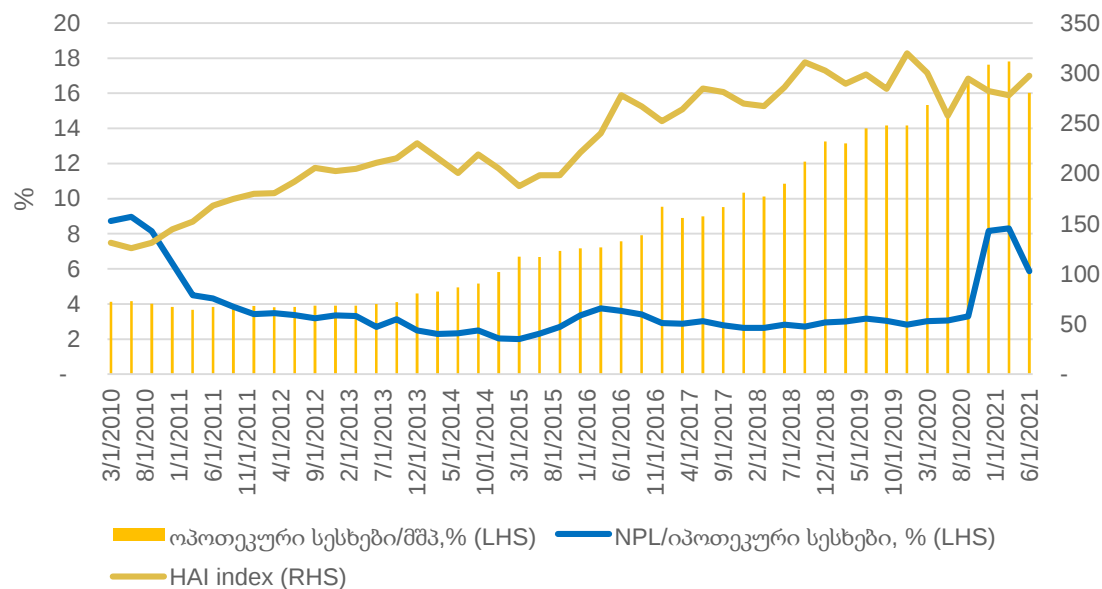
2.1. უძრავი ქონების წილი მშპ-ში დაახლოებით 11%-ია



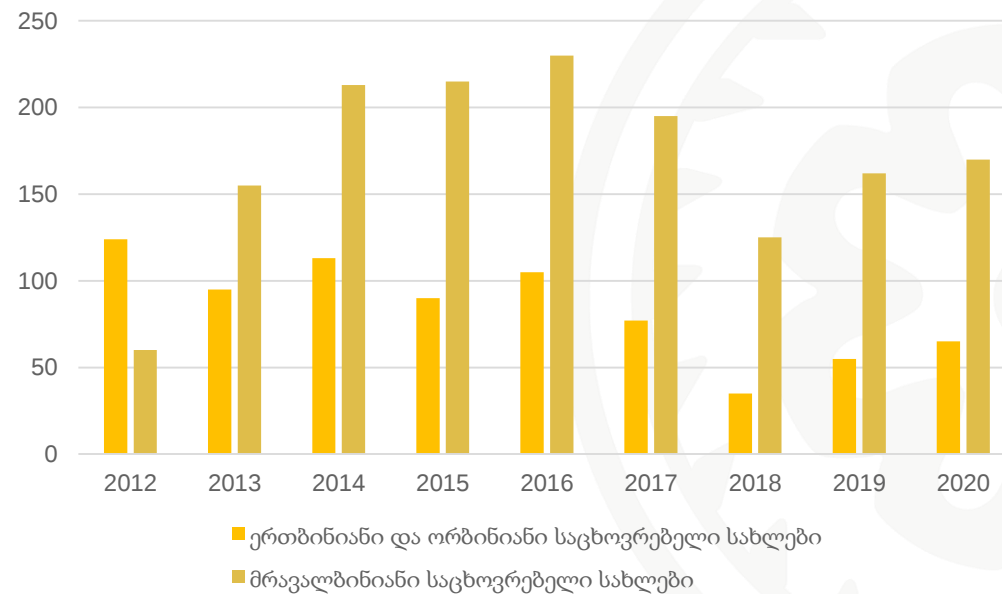
საცხოვრებელი უძრავი ქონების სექტორი

საცხოვრებელ ბინებზე მოთხოვნის ზრდასა და იპოთეკურ სესხებზე ხელმისაწვდომობის გაუმჯობესებასთან ერთად, ბოლო წლებში მნიშვნელოვნად გაიზარდა ბინათმშენებლობის/დეველოპმენტის სექტორი. შესყიდული ბინების დაახლოებით 50% იპოთეკური სესხებით ფინანსდება. ზრდასთან ერთად, იპოთეკური სესხების საკრედიტო ხარისხი შედარებით სტაბილურ დონეზე შენარჩუნდა, ხოლო 2019 წელს საქართველოს ეროვნული ბანკის პასუხისმგებლიანი დაკრედიტების ჩარჩოს მიღებამ დადებითი როლი ითამაშა პანდემიით გამოწვეული ეფექტის შემსუბუქებაში. მომავლისთვის, ეკონომიკურ რეაბილიტაციასთან ერთად, მოსალოდნელია NPL-ის კიდევ უფრო შემცირდება.

2.2. იპოთეკური სესხების პენეტრაცია და სესხებზე ხელმისაწვდომობის ინდექსი (HAI)



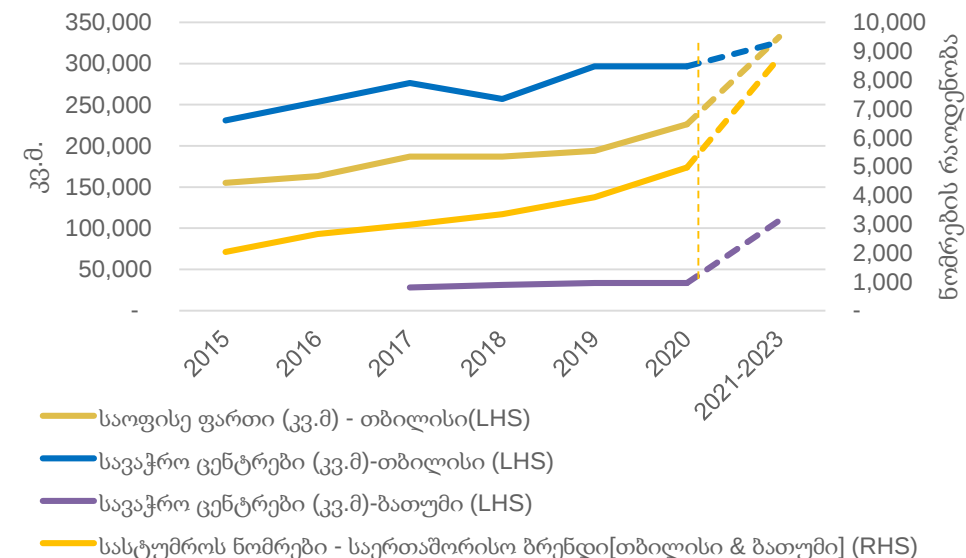
2.3. სამშენებლო ნებართვები



კომერციული უძრავი ქონების სექტორი

კომერციული უძრავი ქონების ბაზარზე წამყვანია ისეთი ტრადიციული სექტორები, როგორებიცაა საცალო ვაჭრობა, სასტუმრო, ჯანდაცვა და საოფისე ფართები. ბაზრის მცირე ზომისა და e-commerce-ის ათვისების ნელი ტენდენციის გამო, ციფრული ეკონომიკის მხარდამჭერი ინდუსტრიული (საწყობი-ლოგისტიკა) და სხვა სექტორები (ინფორმაციული ცენტრები) განუვითარებელი რჩება.

2.4. არსებული და სამომავლო კომერციული უძრავი ქონების პროექტები



გასული ათწლეულის განმავლობაში მნიშვნელოვნად გაიზარდა მაღალი ხარისხის, მსხვილი უძრავი ქონების პროექტების მიწოდება.

თანამედროვე **სავაჭრო ცენტრებმა** ჩაანაცვლეს დაბალი ხარისხის სავაჭრო დაწესებულებები და მიაღწიეს საცალო ფართის მიწოდების ბაზრის წილის 40%-იან ნიშნულს. ანალოგიური ტენდენცია მოსალოდნელია ბათუმშიც.

სასტუმროების ოთახების რაოდენობა 2015-2020 წლებში თითქმის გაორმაგდა. სამომავლოდ, 2023 წლისთვის, მოსალოდნელია საერთაშორისო ბრენდირებული ნომრების (საერთო ბაზრის დაახლოებით 22%-იანი წილი) მიწოდების გაორმაგება თბილისსა და ბათუმში. ასევე შეინიშნება პროექტების ზრდა მთავარი ქალაქების გარეთაც, მათ შორის ნაკლებად ათვისებულ რეგიონებში, როგორებიცაა, რაჭა, აბასთუმანი და ა.შ.

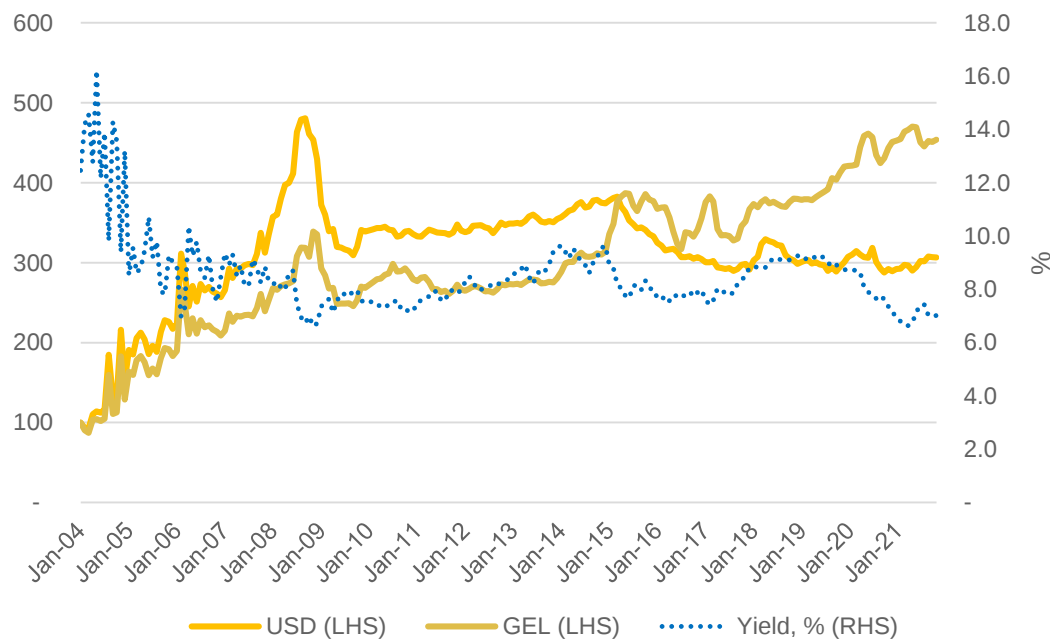
თანამედროვე **ოფისების** სეგმენტი შედარებით აუთვისებლად რჩება და თბილისის ჯამური საოფისე ფართების დაახლოებით 25%-ს შეადგენს. 2023 წლისთვის მოსალოდნელია თანამედროვე საოფისე ფართების მიწოდების დაახლოებით 50%-მდე ზრდა.

ჯანდაცვის სექტორმა განიცადა არსებითი ტრანსფორმაცია, რაც განპირობებული იყო ფართომასშტაბიანი პრივატიზაციის რეფორმებით, 2013 წელს საყოველთაო ჯანდაცვის სახელმწიფო პროგრამის დანერგვითა და ბაზრის კონსოლიდაციით (GHG არის უმსხვილესი ჯანდაცვის ჯგუფი, რომელსაც ბაზრის წილის დაახლოებით 22% აქვს საწოლების რაოდენობის კუთხით). საწოლების მთლიანი მოცულობის დაახლოებით 90% კერძო საკუთრებაშია. საწოლების მიწოდების მნიშვნელოვან ზრდასთან ერთად (30%-იანი ზრდა 2015-2018 წლებში), საწოლების გამოყენების კოეფიციენტი 30%-დან (2003) 53%-მდე (2019) გაიზარდა.

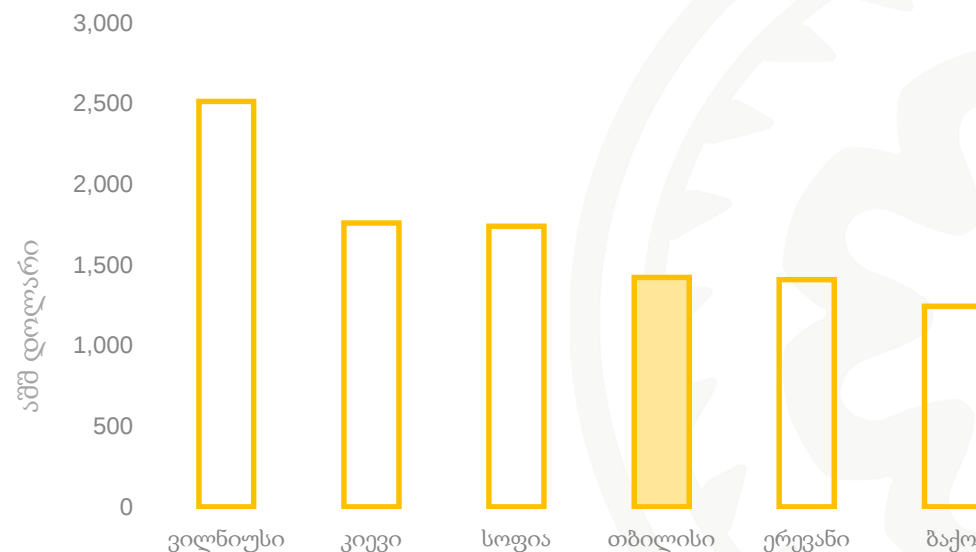
უძრავი ქონების ფასები

ბოლო ათი წლის განმავლობაში საცხოვრებელი უძრავი ქონების დოლარში გამოხატული ფასები სტაბილურ დონეზე შენარჩუნდა და შესაბამისად ფასების ბუშტის არსებობის რისკი დაბალია.

2.5. საცხოვრებელი უძრავი ქონების ფასების ინდექსი და შემოსავლიანობა



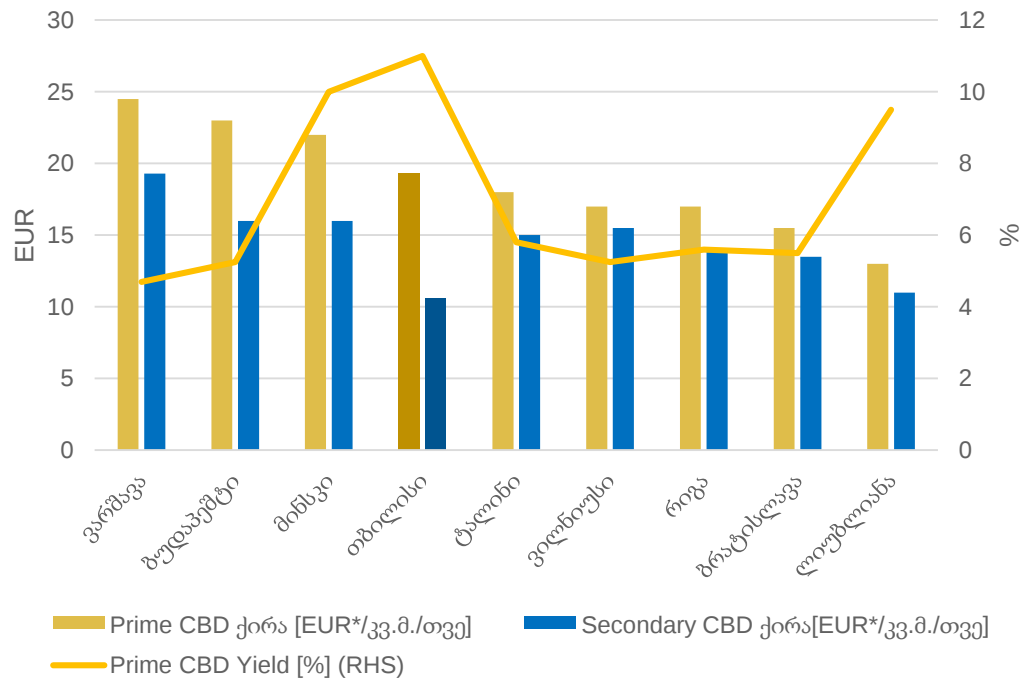
2.6. საცხოვრებელი ფართის საშუალო გასაყიდი ფასი ცენტრალურ უბნებში, 2019 წლის მდგომარეობით



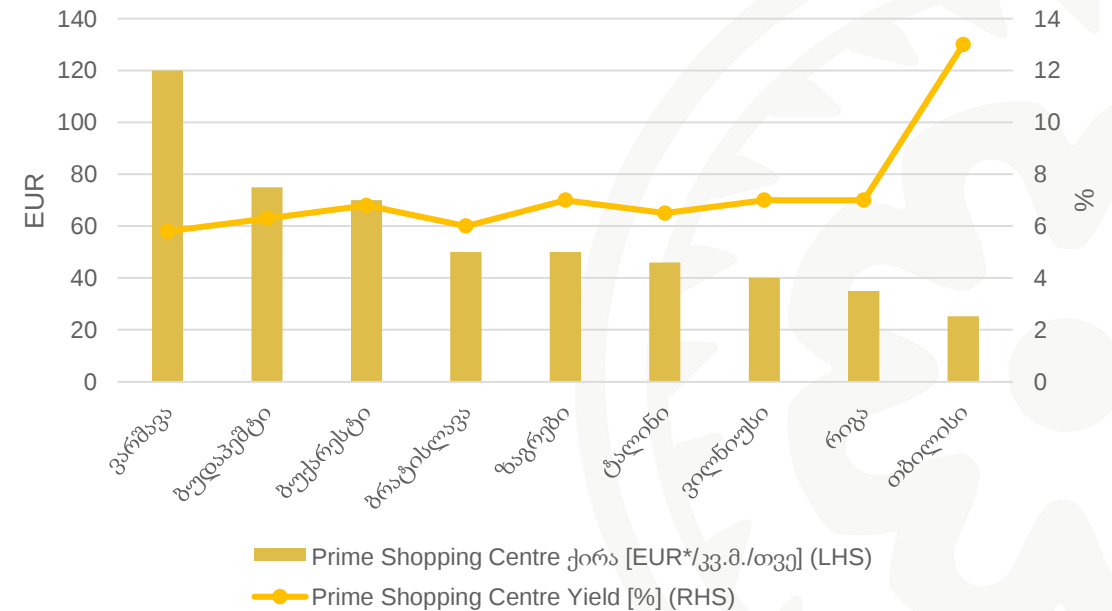
უძრავი ქონების ფასები

კომერციული უძრავი ქონების სექტორის შემდგომ განვითარებასთან ერთად, მოსალოდნელია, რომ შემოსავლიანობის/იჯარის მაჩვენებლები საქართველოს მსგავსი ქვეყნების ფასების დონეს დაუახლოვდება. ფასების კორექტირება გარკვეულ სექტორებში მოკლევადიან პერიოდშიც არის მოსალოდნელი, რაც ერთი მხრივ, უძრავი ქონების მზარდ მიწოდებას და მეორე მხრივ, პანდემიით გამოწვეულ შემცირებულ მოთხოვნას უკავშირდება.

2.7. საოფისე იჯარა vs სარგებელი, შესადარისი ქალაქები, 2021 Q3



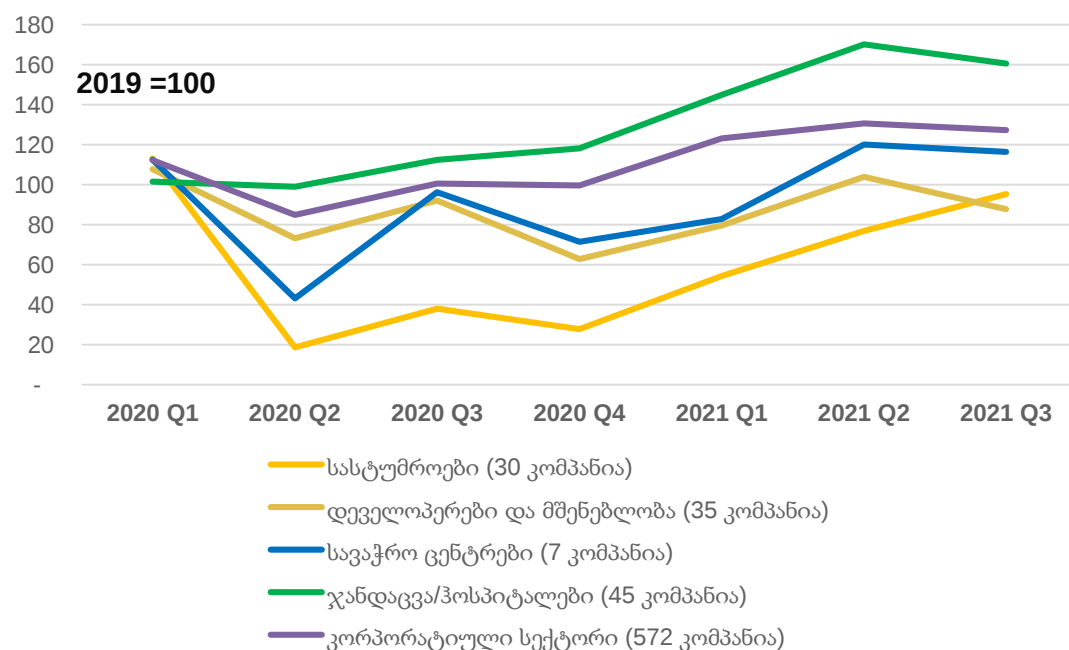
2.8. საცალო ვაჭრობის იჯარა vs სარგებელი, შესადარისი ქალაქები, 2020 Q2



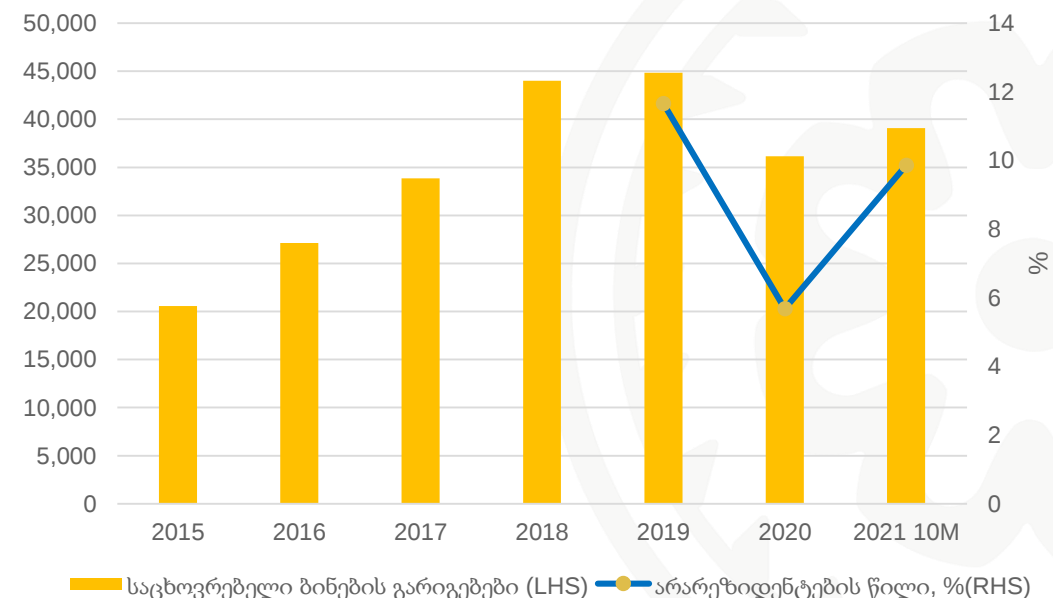
Covid-19-ის გავლენა უძრავი ქონების სექტორზე

COVID-19 არაერთგვაროვნად აისახა კომერციული უძრავი ქონების სექტორებზე. ყველაზე დიდი დარტყმა სასტუმროს სექტორმა მიიღო, თუმცა ტურიზმის ზრდასთან ერთად, სექტორის ბრუნვის მოცულობა 2019 წლის ნიშნულს უბრუნდება. ოფისების საშუალოდ შეწონილი ვაკანტურობის მაჩვენებელი 14% (2019)-დან 26%-მდე გაიზარდა (2021 პირველი კვარტლის მდგომარეობით), ხოლო სავაჭრო ცენტრების ანალოგიური მაჩვენებელი 2019 წლის ნიშნულთან ახლოს შენარჩუნდა. საცხოვრებელი უძრავი ქონების სექტორმა შედარებით სწრაფად მოახერხა აღდგენა 2020 წლის გაზაფხულის პირველი ჩაკეტვის შემდეგ, რასაც ასევე მხარი დაუჭირა სხვადასხვა სახელმწიფო სუბსიდირების პროგრამებმა. 2019 წელს საცხოვრებელი ფართების ტრანზაქციების რაოდენობამ ისტორიულ პიკს მიაღწია, შესაბამისად, დეველოპერების ბრუნვა კვლავ რჩება 2019 წლის დონესთან ახლოს.

2.9. კვარტალური ბრუნვები (Same-store) 2019 წელთან შედარებით (I და II ზომითი კატეგორიის კომპანიები)



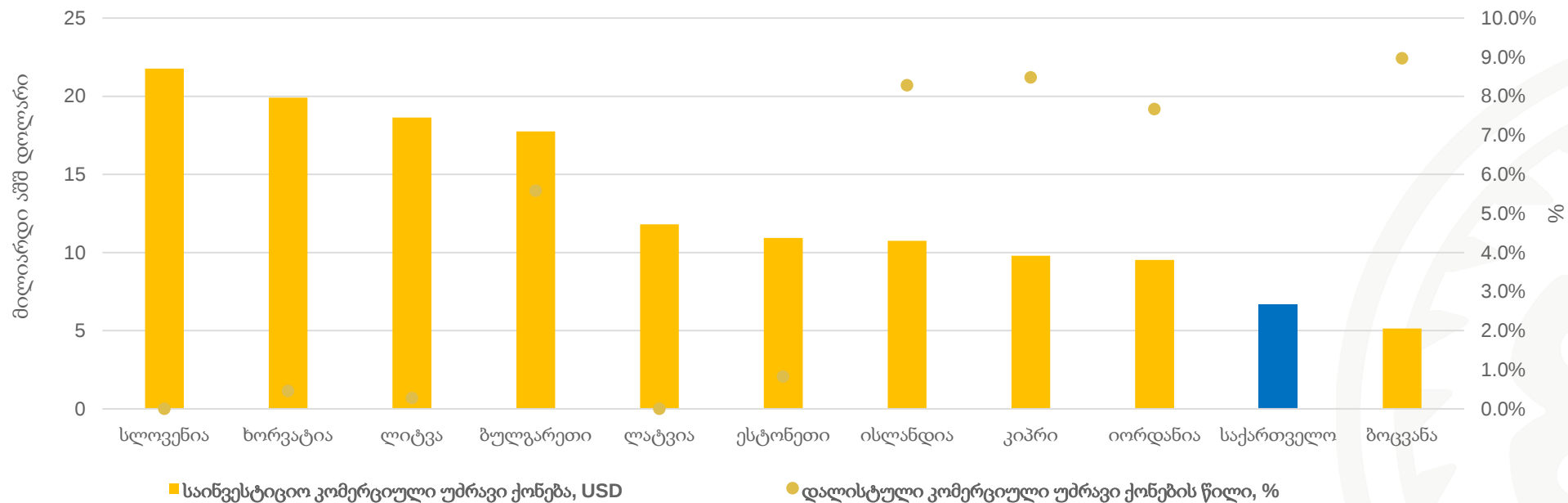
2.10. საცხოვრებელი ბინების ტრანზაქციების რაოდენობა, თბილისი და ბათუმი



წყარო | Revenue service, NAPR

კომერციული უძრავი ქონების აქტივების სავარაუდო ზომა

2.11. მაღალი ხარისხის, „ინვესტირებადი“ უძრავი ქონების სავარაუდო ზომა მცირე ეკონომიკებში და დალისტული კომერციული უძრავი ქონების წილი 2018 წლისთვის



*კომერციული უძრავი ქონების აქტივების სავარაუდო ზომა ცალკეულ ქვეყნებში ეფუძნება მშპ top-down მეთოდოლოგიას, რომელიც შემუშავებულია Prudential Real Estate Investors-ის მიერ (2003). მონაცემები არ მოიცავს კერძო საცხოვრებელ ფართებს.

**დალისტული კომერციული უძრავი ქონება მოიცავს უძრავი ქონების სექტორის განთავსებულ სააქციო კაპიტალს FTSE კლასიფიკაციის სისტემის მიხედვით (ქვე-სექტორები: მძიმე მშენებლობა, საცხოვრებელი ფართების მშენებლობა)

წყარო | EPRA, სეზ

დასკვნითი შენიშვნები

გარკვეული ფაქტორების კომბინაცია საშუალო ვადაში საქართველოში REIT-ების ბაზრის განვითარებისთვის საინტერესო შესაძლებლობებს ქმნის :

- ❖ ბოლო წლებში, უძრავი ქონების სექტორმა მნიშვნელოვან მასშტაბს მიაღწია, ამავდროულად დაბალია ფასების ბუშტის რისკი;
- ❖ მიმდინარე სექტორული განაწილება, ციკლური და ნაკლებად ციკლური სექტორებიდან ოპტიმალური პორტფელის შექმნას უწყობს ხელს;
- ❖ მნიშვნელოვნად გაუმჯობესდა უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული ინფრასტრუქტურა, მათ შორის უძრავი ქონების მართვის სერვისები;
- ❖ REIT-ებმა არსებული კომერციული უძრავი ქონების ჰოლდინგებისთვის დაფინანსების საინტერესო ალტერნატივები და ინვესტიციიდან გასვლის (exit) შესაძლებლობები შეიძლება შექმნას;
- ❖ რეგიონალური ინვესტორებისთვის უძრავი ქონება სასურველი და ტრადიციული აქტივების კლასია. REIT-ებს არსებული უძრავი ქონების მფლობელობის დივერსიფიცირების გაუმჯობესების შესაძლებლობა აქვს;
- ❖ ფართომასშტაბიანი ინსტიტუციური ინვესტორების ბაზის (საპენსიო/სადაზღვეო სექტორი) გაფართოება ბაზრის განვითარების შესაძლებლობებს ზრდის;
- ❖ REIT-ებს შეუძლია ხელი შეუწყოს ისეთი კონკრეტული სექტორების განვითარებას, როგორც არის სოფლის მეურნეობა. პროფესიონალი უძრავი ქონების მმართველების ჩართულობითა და მიწის საერთო საკუთრების დამწესებით, შესაძლებელი გახდება დანაწევრებული სასოფლო-სამეურნეო მიწების კონსოლიდაცია და პროდუქტიულობის ზრდა.

სამომავლოდ საინტერესო იქნება REIT-ების მცირე ბაზრებზე შედეგების შესწავლა და იმ მასტიმულირებელი ფაქტორების განხილვა რომლებიც ხელს უწყობს მათ განვითარებას.

დანართი 1: REIT-ების სექტორები

- ჯანდაცვა: ჰოსპიტლები, სამედიცინო ცენტრები;
- მასპინძლობა: სასტუმროები, გასართობი პარკები;
- ინდუსტრია: სადისტრიბუციო ცენტრები, საწყობები;
- ინფრასტრუქტურა: ანძები, მიწები
- ოფისი: საოფისე შენობები, ბიზნეს ცენტრები
- საცხოვრებელი: ბინები;
- საცალო: სავაჭრო ცენტრები, მოღები;
- შენახვა: self- storage, მონაცემთა ცენტრები;
- სატყეო მეურნეობა: ტყეები, მიწა.



საქართველოს ეროვნული ბანკი
National Bank of Georgia

კითხვების შემთხვევაში, დაგვიკავშირდით:
cm.corporate@nbg.gov.ge