

Henryk Gawron

Akademia Ekonomiczna w Poznaniu

DETERMINANTY OPLACALNOŚCI INWESTYCJI NA RYNKU NIERUCHOMOŚCI MIESZKANIOWYCH

1. Warunki inwestowania na rynku nieruchomości mieszkaniowych

Dobra koniunktura na rynku mieszkaniowym i rosnący poziom cen mieszkań mogą skłaniać do przypuszczenia, że kolejne inwestycje mieszkaniowe nie powinny stwarzać wątpliwości co do ich opłacalności. Tymczasem rzeczywistość jest nieco bardziej złożona i obecnie każdy taki kolejny projekt wymaga starannej i kompleksowej analizy jego wykonalności, opłacalności i ryzyka. Nie ma inwestycji, również na rynku mieszkaniowym, które można uznać za absolutnie pewne co do ich powodzenia, które nie wzbudzałyby wątpliwości i nie wiązałyby się z ryzykiem [Gawron 2006].

O opłacalności inwestycji na rynku mieszkaniowym decyduje w rzeczywistości wiele czynników ekonomicznych, prawnych, technicznych, przestrzennych, organizacyjnych, społecznych itd. Jak wynika z obserwacji praktyki, każdy z developerów stosuje też nieco inne podejście do swoich projektów.

Od czego należy rozpocząć proces formułowania koncepcji nowej inwestycji na rynku mieszkaniowym? Co jest potrzebne do przygotowania udanego opłacalnego projektu inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe? Czy wystarczy tylko, że jest duży, niezaspokojony popyt na mieszkania i mamy w miarę sensowny, atrakcyjny pomysł? Jak wynika z obserwacji autora, wiele takich pomysłów zostaje jednak tylko na papierze, trafia do szuflady, odkłada się na późniejszy okres. Dlaczego? Dlatego, że wobec powszechnie odczuwanego w większości dużych miast deficytu terenów nadających się na budownictwo wielorodzinne i rosnących szybko ich cen podstawowym, coraz trudniejszym problemem jest znalezienie atrakcyjnej lokalizacji. Każdy taki pomysł trzeba gdzieś zlokalizować, znaleźć dla niego właściwy teren, wykorzystać wszystkie jego walory. Tymczasem okazuje się, że szczególnie w centrach dużych aglomeracji miejskich na ogół brak wolnych terenów albo też

grunty są bardzo drogie. Plany miejscowe zagospodarowania przestrzennego na obszarach, dla których w ogóle istnieją, lub indywidualnie wydawane warunki zabudowy narzucają trudne do spełnienia warunki ich zabudowy. Rosnące ceny gruntów zmuszają developerów do maksymalnego zagospodarowania przestrzeni, ale na ogół powstają wtedy trudności z wygospodarowaniem odpowiedniej liczby miejsc parkingowych itp.

Na wstępie procesu przygotowywania projektu inwestycji mieszkaniowej należy w ogóle rozpoznać wolne powierzchnie na interesującym inwestora terenie oraz ich walory i ceny, i dopiero wtedy zastanawiać się, jak optymalnie je wykorzystać, co najlepiej wybudować na możliwym do nabycia gruncie. Często okazuje się, że wiele oferowanych na rynku działek budowlanych jest bardzo trudnych do zagospodarowania albo ich cena stanowić będzie zbyt duży udział w wartości takiego przedsięwzięcia itp. [Socha 2000]. Na pewno w korzystniejszej sytuacji są więc inwestorzy, którym udało się wcześniej kupić takie atrakcyjne działki budowlane o odpowiednim charakterze i przeznaczeniu czy nawet uzyskać już sensowne warunki zabudowy. Nawet jeśli znajdziemy atrakcyjną działkę budowlaną, to nasz projekt wcale nie musi doczekać się realizacji. Dla każdej lokalizacji trzeba stworzyć interesującą koncepcję obiektu, optymalnie dopasowaną do jej walorów. Jak więc powinien wyglądać ten przyszły budynek, aby przyniósł jak największe korzyści developerowi i nie stwarzał zbyt dużego ryzyka powodzenia w sprzedaży lokali?

Typ i wielkość obiektu mieszkalnego, który developer będzie mógł wybudować, będzie wynikać z wielkości i kształtu działki, istniejącej zabudowy, warunków architektoniczno-urbanistycznych określonych w miejscowym planie zagospodarowania przestrzennego i warunkach zabudowy itp. Najczęściej developerzy preferują lokalizację inwestycji w już zabudowanym terenie.

Projektując budynek tzw. plombowy, a więc wypełniający lukę w istniejącej już zabudowie, mamy na ogół nieco ograniczone możliwości swobodnego kształtowania jego bryły, struktury itp. Znacznie większa swoboda występuje przy projektowaniu obiektów wielorodzinnych na nowo zagospodarowanych terenach.

Inwestor, opracowując i analizując opłacalność projektu obiektu wielorodzinnego, powinien przeanalizować takie kwestie, jak np.:

- typ i wielkość obiektu,
- struktura mieszkań,
- wewnętrzna komunikacja w budynku,
- wysokość kondygnacji.

Typ i wielkość obiektu wynikają zwykle z warunków lokalizacji i zabudowy. Ale często, przygotowując projekt, inwestor musi też rozstrzygać dylematy: czy podjąć od razu budowę całego zespołu budynków, czy też podzielić przedsięwzięcie na etapy? Czy zastosować zabudowę blokową, czy swobodną? Czy zdecydować się na budynki niskie, czy na budynek wysoki?

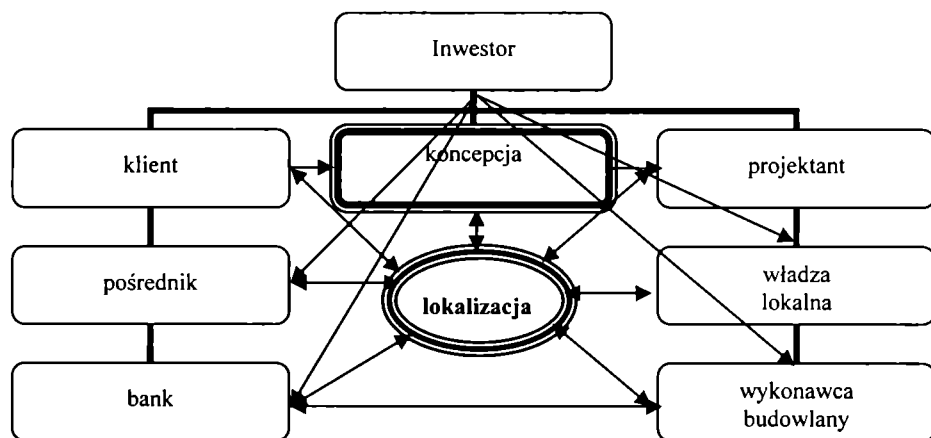
Kolejnym problemem jest określenie – po wstępnym ustaleniu powierzchni i kubatury projektowanego obiektu – struktury mieszkań. Każdy developer powinien

mieć dobre rozpoznanie potrzeb lokalnego rynku mieszkaniowego i optymalnie dobrać liczbę typów i liczbę mieszkań do danych warunków lokalizacyjnych, powierzchni i bryły budynku itp. Dobrze przeanalizowanie realnych potrzeb klientów jest jednym z podstawowych warunków sukcesu każdej inwestycji mieszkaniowej. Przy wciąż słabym rozpoznaniu zmiennego popytu na rynku mieszkaniowym developer dla zmniejszenia ryzyka trudności w szybkiej sprzedaży powinien zaplanować w projektowanym obiekcie stosunkowo dużo zróżnicowanych typów mieszkań. Obecnie dość często w budynku o powierzchni 2000-3000 m² planuje się kilka, a nawet kilkanaście różnych typów mieszkań o różnej powierzchni. Komplikuje to jednak znacznie proces projektowania i wyboru wariantów, zwiększa liczbę potrzebnych instalacji, powierzchnię wspólną i w rezultacie zwiększa koszt budowy.

Dlatego być może w lepszej sytuacji – przynajmniej na początku drogi kształtowania optymalnej koncepcji inwestycji na rynku mieszkaniowym – są developerzy, którzy dysponują wcześniej zabezpieczonymi lub nabytymi zasobami działek budowlanych o odpowiednim charakterze i przeznaczeniu.

2. Etapy kształtowania opłacalnej inwestycji na rynku mieszkaniowym i ich powiązania

Przygotowanie projektu opłacalnej inwestycji na rynku mieszkaniowym nie jest prostym i krótkotrwałym zadaniem [Kirejczyk, Łaszek 2000]. Jest to z natury żmudny, złożony z wielu faz i etapów, wielu iteracji, proces poszukiwania – w wyniku różnych prac studialnych, analitycznych i projektowych – optymalnego rozwiązania obiektu mieszkalnego. W tym procesie można wyróżnić przynajmniej kilka podstawowych czynników i podprocesów, które wymagają wzajemnego dopasowania. Takie determinanty opłacalności inwestycji na rynku mieszkaniowym przedstawia rys. 1.



Rys. 1. Determinanty opłacalności inwestycji na rynku mieszkaniowym

Źródło: opracowanie własne.

Czasem trzeba wielokrotnie przeanalizować, dopasowywać, harmonizować przedstawione powyżej determinanty opłacalności projektu, zanim wypracujemy w miarę spójną efektywną całość [Greer, Farrel 1983]. Punktem początkowym prac może być opracowanie wstępnej ogólnej koncepcji inwestycji mieszkaniowej. Aby potwierdzić, że wybrany pomysł odpowiada jednak oczekiwaniom potencjalnych klientów, trzeba przeprowadzić kompleksową analizę lokalnego rynku nieruchomości mieszkaniowych. Na jej podstawie możemy opracować założenia projektu i poddać je ocenie. Jeżeli ocena wypadnie pozytywnie, możemy przystąpić do opracowania projektu sfinansowania przedsięwzięcia. W przypadku negatywnej oceny projektu, co może też się zdarzyć, trzeba wrócić na początek drogi poszukiwań koncepcji. Trzeba wtedy wymyślić nowe, bardziej atrakcyjne warianty inwestycji mieszkaniowej albo w ogóle zrezygnować z zamiaru inwestowania na danym lokalnym rynku nieruchomości mieszkaniowych.

Pozytywnie ocenione założenia projektu nie dają jeszcze podstawy do rozpoczęcia prac nad wersją realizacyjną projektu. Ich atrakcyjność trzeba poddać bardzo wnikliwej ocenie, opierając się na kryteriach technicznych. Jeżeli okaże się, że nasz pomysł obiektu jest możliwy do zrealizowania z punktu widzenia sztuki budowlanej i taka ocena wypadnie pozytywnie, możemy rozpocząć prace nad projektem technicznym.

Skąd biorą się udane pomysły, koncepcje inwestycji w nieruchomości mieszkaniowe? Coraz częściej muszą być one oparte, podbudowane na głębokich analizach lokalnego rynku nieruchomości mieszkaniowych i dobrej znajomości możliwości developera [Schulte 1996]. Do głównych źródeł pomysłów na udane inwestycje mieszkaniowe można zaliczyć:

- zapytania ze strony klientów,
- systematyczną obserwację lokalnego rynku mieszkaniowego, wyniki badań ankietowych,
- intuicję i doświadczenie developera,
- kontakty z pośrednikami,
- obserwację działań konkurentów na lokalnym rynku.

Wstępna koncepcja obiektu mieszkalnego to jednak zaledwie zarys projektu. Trzeba ją rozwinać, a więc biorąc pod uwagę różne możliwości lokalizacji i dopuszczalnych rozwiązań architektoniczno-budowlanych, stworzyć możliwie jak największą liczbę wariantów ogólnych i poszczególnych części, elementów składowych projektu i na podstawie analizy ekonomicznej wybrać najlepszy z nich.

Jeżeli jednak dokładniej przyrzeć się procesowi tworzenia projektu inwestycji mieszkaniowej, to łatwo można zauważyć, że poszczególne elementy, determinanty decydujące o jego opłacalności wzajemnie się warunkują. Określenie jednego z nich często narzuca sposób rozwiązania pozostałych sprzężonych zwrotnie kwestii czy, w każdym razie, znacznie ogranicza swobodę wyboru w kolejnych etapach prac nad projektem.

Spróbujmy takie typowe współzależności w procesie tworzenia udanego projektu inwestycji na rynku mieszkaniowym wyjaśnić, zakładając na wstępie, że developer, na podstawie analizy lokalnego rynku mieszkaniowego i swojej wiedzy oraz doświadczenia, stworzył wstępną koncepcję obiektu.

Następnym krokiem developera powinien być wybór lokalizacji projektu. Ale już w tym momencie trzeba zaznaczyć, że często wstępna koncepcja obiektu narzuca kierunek poszukiwań, ogranicza swobodę wyboru lokalizacji. Wybór lokalizacji z kolei przesądza możliwość swobodnego kształtowania koncepcji architektonicznej obiektu. Z warunków lokalizacji i zabudowy może wynikać wysokość, kształt bryły budynku, jego usytuowanie na działce itp. Właściwości gruntu mogą wpływać na rozwiązania konstrukcyjne budynku. Wybór koncepcji architektonicznej budynku w dużym stopniu determinuje technologię budowy i możliwości wykonawcy. Wcześniej ustalone rozwiązania cech materialnych determinujące charakter obiektu i sposób jego realizacji mogą wpływać często na wybór formy jego sfinansowania. Z kolei forma finansowania obiektu (struktura kapitału, udział i warunki przedpłat czy udzielenia oraz spłaty kredytów itp.) będzie wpływać na koncepcję sprzedaży lokali przez developera.

Na rys. nr 1 przedstawiono współzależności między kolejnymi krokami w procesie kształtowania koncepcji projektu mieszkaniowego. Często jednak rozwiązania możliwe do przyjęcia w danym kolejnym kroku wyboru okazują się niezgodne z wcześniejszymi ustaleniami. Może na przykład się okazać, że koncepcja funkcjonalna obiektu, wynikająca z analizy struktury potrzeb klientów, nie pasuje do przyjętej koncepcji architektonicznej i technologii budowy. Wtedy oczywiście trzeba podjąć próbę wewnętrznej harmonizacji projektu i cofnąć się w tym procesie o kilka kroków.

Proces przygotowywania każdego projektu wymaga właściwie często wielokrotnego przejścia przez przedstawiony krąg problemów do rozstrzygnięcia. W miarę kolejnych iteracji, pętli, rund koncepcja projektu mieszkaniowego może się stawać coraz bardziej spójna i efektywna. Nie jest zresztą ważne, od której z przedstawionych kwestii rozpoczniemy ten proces poszukiwań i wyboru. Często punktem wyjścia nie jest wcale koncepcja obiektu, lecz możliwa jego lokalizacja, wolna działka pod wielorodzinną zabudowę mieszkaniową w mieście. Ważne jest natomiast, aby w tym procesie uwzględnić wszystkie z wymienionych kwestii i poprzez wielokrotne ich przeanalizowanie we wzajemnym powiązaniu wypracować rzeczywiście harmonijny, opłacalny proces przedsięwzięcia w postaci konkretnego obiektu mieszkalnego.

3. Ryzyko inwestowania na rynku mieszkaniowym

Każda inwestycja na rynku mieszkaniowym związana jest jednak z ryzykiem. Szanse osiągnięcia zaprojektowanych wyników i powodzenia inwestycji mogą być różne. Trzeba więc w kompleksowej ocenie opłacalności i ryzyka każdego przed-

sięwzięcia na rynku mieszkaniowym ocenić: jakie ryzyko powodzenia stwarza nasz projekt, jakie mogą powstać zagrożenia i w jaki sposób mogą one wpłynąć na opłacalność projektu oraz w jaki sposób można je ewentualnie zminimalizować w procesie przygotowania projektu.

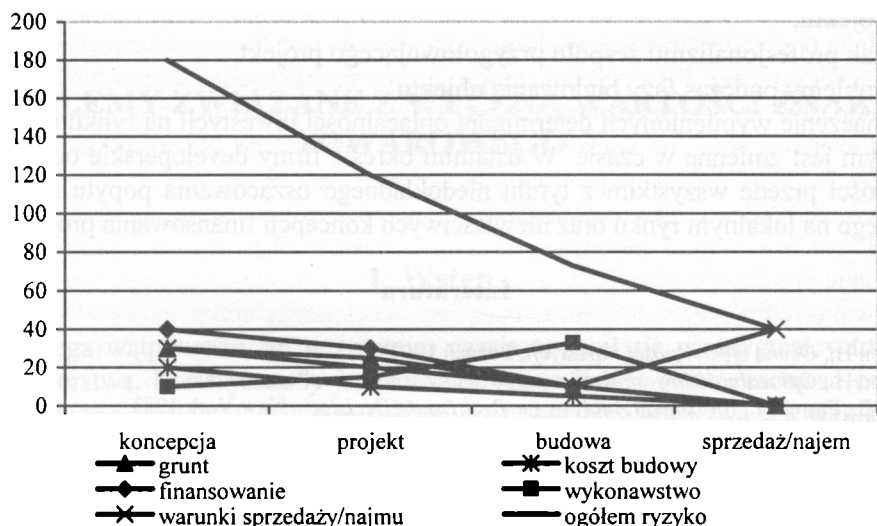
Poprawne oszacowanie ryzyka różnych projektów inwestowania na rynku mieszkaniowym okazuje się coraz ważniejszym, ale i bardziej złożonym problemem. Ryzyko jest nieodłączną cechą inwestycji w nieruchomości [Jaffe 1989]. W ocenie opłacalności inwestycji w określoną nieruchomość mieszkaniową przyjmuje się w poszczególnych fazach jej projektowania różne wielkości zakładane na podstawie szacunków, oczekiwane przez developera. Takie szacunki mogą i często muszą stwarzać niepewność danych i prawdopodobieństwo ich późniejszych zmian. W rzeczywistości nakłady i efekty mogą i najczęściej różnią się od wielkości zakładanych w projekcie. Każdy developer może oczekiwać jedynie pewnego prawdopodobieństwa spełnienia się mniej lub bardziej subiektywnych założeń przyjmowanych na etapie przygotowywania projektu [Gawron 1997]. Założenie, że w praktyce budowy i sprzedaży nieruchomości mieszkaniowej wszystkie procesy i wielkości ukształtują się zgodnie z danymi oszacowanymi i przyjętymi w projekcie, jest złudne i może dla developera stwarzać niebezpieczeństwo, groźbę różnych perturbacji finansowych. Obserwacja działalności developerskiej na rynku nieruchomości wskazuje, że w budowie i sprzedaży wielu obiektów mieszkalnych następują różnorodne, zarówno pozytywne, jak i negatywne zmiany w stosunku do założeń projektów. Czynniki wywołujące ryzyko, zakłócające projektowany przebieg budowy i sprzedaży nieruchomości mają oczywiście różnorodny charakter. Można wyodrębnić np. następujące czynniki ryzyka powodzenia inwestycji mieszkaniowych:

- ryzyko związane z wyborem trafnej, zgodnej z popytem koncepcji inwestycji mieszkaniowej,
- ryzyko związane z wyborem lokalizacji i właściwościami gruntu budowlanego,
- ryzyko związane z harmonogramem prac projektowych i poprawnością rozwiązań technicznych oraz kosztorysowych przyjmowanych w projekcie,
- ryzyko związane z wyborem właściwej koncepcji finansowania inwestycji,
- ryzyko przekroczenia czasu i kosztów budowy,
- ryzyko związane z niedokładnością szacunków popytu i cen sprzedaży mieszkań.

Niewątpliwie największe ryzyko związane z niepewnością zakładanych w projekcie danych i przyszłych sytuacji na rynku nieruchomości mieszkaniowych występuje w fazie tworzenia wstępnej koncepcji projektu. Wtedy operujemy ogólnymi danymi szacunkowymi, słabo są określone i rozpoznane warunki lokalne, przyszłe koszty budowy i warunki finansowania inwestycji itp. Pewne możliwości zminimalizowania ryzyka projektu pojawiają się zapewne w fazie tworzenia projektu realizacyjnego, dokumentacji technicznej, gdzie można już ustalić w miarę dokładnie takie dane, jak koszt, czas i harmonogram budowy czy nawet przyszłe ceny sprzedaży lokali mieszkalnych. Kolejna faza, a więc etap budowy, pozwala dalej zmniejszyć ryzyko i zmienić jego strukturę. Ale mogą też pojawić się nowe rodzaje ryzyka, których nie uwzględniono we wcześniejszej fazie analizy, związane np. z niedokładnie rozpoznanymi warunkami

gruntowymi czy zakłóceniami w realizacji harmonogramu budowy. Zakończenie budowy i rozpoczęcie sprzedaży lokali nie oznacza wcale, że developer może w pełni wyeliminować ryzyko. Jego skala może się nieco zmniejszyć, ale pojawią się nowe czynniki, które mogą stanowić zagrożenie dla opłacalności projektu, związane np. z nietrafną oceną popytu na nieruchomości czy cen sprzedaży lokali.

Poziom i strukturę ryzyka inwestowania na rynku mieszkaniowym można przedstawić graficznie – zobacz rys. 2.



Rys. 2. Poziom ryzyka w kolejnych stadiach inwestowania na rynku nieruchomości

Źródło: opracowanie własne.

Na początku prac nad projektem developerskim ryzyko może być stosunkowo duże. Na przykład skala błędu przy szacowaniu wielkości niezbędnych nakładów inwestycyjnych może wynosić nawet 20-30%, ale w miarę postępu prac można coraz dokładniej określić wielkość potrzebnych środków i w końcowej fazie ryzyko z tego tytułu może wynosić już tylko 2-3%.

W kompleksowej analizie ryzyka projektów developerskich można dokonać coraz bardziej złożonej identyfikacji i oceny źródeł ryzyka – zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych, a więc tkwiących w samym projekcie. Poziom i struktura źródeł ryzyka może być w każdym z projektów inwestycji mieszkaniowych wyjątkowo zróżnicowana.

4. Podsumowanie

Na podstawie obserwacji praktyki inwestowania na rynku nieruchomości mieszkaniowych i badań ankietowych jako główne przyczyny ryzyka projektów developerskich na rynku mieszkaniowym można wymienić następujące postawy i zjawiska:

- niedokładne albo zbyt optymistyczne ustalanie efektów w fazie kształtowania wstępnej koncepcji projektu,
- niewystarczające studia na temat wielkości i struktury przyszłego popytu na lokalnym rynku mieszkaniowym,
- nieodpowiednią lokalizację projektu,
- nieudane koncepcje funkcjonalne obiektów i lokali,
- wybór niezbyt starannie przygotowanej, niewłaściwej koncepcji finansowania projektu,
- brak profesjonalizmu zespołu przygotowującego projekt,
- problemy podczas fazy budowania obiektu.

Znaczenie wymienionych determinant opłacalności inwestycji na rynku mieszkaniowym jest zmienne w czasie. W ostatnim okresie firmy developerskie odczuwają trudności przede wszystkim z tytułu niedokładnego oszacowania popytu mieszkaniowego na lokalnym rynku oraz niewłaściwych koncepcji finansowania projektów.

Literatura

- Gawron H., *Ocena efektywności inwestycji*, Poznań 1997.
 Gawron H., *Opłacalność inwestowania na rynku nieruchomości*, Poznań 2006.
 Greer G., Farrel M., *Investment Analysis for Real Estate Decisions*, New York 1983.
 Jaffe A.J., *Fundamentals of Reals Estate Investment*, New Jersey 1989.
 Kirejczyk K., Łaszek J., *Vademecum developera. Finansowanie. Inwestycje*, Kraków 2000.
 Schulte W., *Immobilien – Projektentwicklung*, Köln 1996.
 Socha M., *Developing*, Warszawa 2000.

DETERMINANTS OF INVESTMENT PROFITABILITY IN THE RESIDENTIAL REAL ESTATE MARKET

Summary

Nowadays, one of the most important tasks for every investor in the real estate market is to efficiently define and calculate investment risk, as well as taking different tasks and decisions how to minimize the risk in the investment process management.

Major risk factors and causes of investment project failure are:

- too optimistically or not precisely stated goals at the first stage of investment process,
- insufficient studies in the field of the future demand size and structure in the local real estate market,
- bad investment location,
- unsuccessful functional designs,
- option of the inappropriate project financing method,
- the lack of professionalism, according to the investment team,
- problems at the stage of investment project realization.