

Российский ипотечный рынок Проблемы? Какие проблемы?

- **Хорошие перспективы.** Мы считаем, что глобальный кризис ликвидности не должен в значительной степени затронуть российский ипотечный рынок. Несмотря на распространенные опасения, мы полагаем, что ситуация на рынке довольно скоро восстановится, но при перераспределении долей рынка между крупнейшими игроками.
- **Консолидация рынка.** В настоящее время Сбербанк, АИЖК и ВТБ контролируют 54% рынка ипотечного жилищного кредитования. На дочерние компании иностранных банков приходится еще 11%. По нашему мнению, они займут и долю менее крупных российских банков, не имеющих свободного доступа к долгосрочному финансированию.
- **Фактор государственной поддержки.** Проект федерального бюджета на 2008-2010 гг. предусматривает новые вливания в акционерный капитал АИЖК и государственную гарантию по обязательствам агентства. Мы считаем, что фактор господдержки также будет способствовать росту данного сегмента рынка.
- **Проблемы на рынке недвижимости – явление временное.** Активность потребителей в августе-сентябре снизилась из-за менее доступного ипотечного кредитования, но мы считаем это явление временным и не ожидаем сокращения объемов предоставления ипотечного финансирования в будущем. Кроме того, сложившаяся ситуация вряд ли сильно повлияет на цены на недвижимость.
- **Советуем избегать облигаций мелких девелоперов.** Ликвидность небольших девелоперов с менее диверсифицированным портфелем проектов гораздо более чувствительна к снижению поступлений от предоплаты клиентов. Мы считаем, что при текущей конъюнктуре кредитные риски компаний СУ-155, Главстрой и Группа ЛСР существенно ниже, чем у менее крупных эмитентов сектора.

Рисунок 1. Объем выданных ипотечных кредитов



Источники: Банк России, оценка Ренессанс Капитала

Банковская система

Кризис на американском рынке ипотечных ценных бумаг и глобальный кризис ликвидности вызвали большие опасения в отношении ипотечных активов, что осложнило ситуацию для ипотечных банков и привело к снижению цен на недвижимость в США и Европе. Текущее положение дел на кредитных рынках по-прежнему дает повод для беспокойства о способности российских банков финансировать строительный сектор в необходимом объеме и обеспечивать дальнейший рост российского рынка ипотеки. По нашему мнению, вероятность того, что финансовые организации России сократят совокупное предложение новых ипотечных кредитов, очень низка. Следовательно, мы не считаем, что спрос на недвижимость будет существенно сдерживаться меньшей доступностью ипотечного финансирования, хотя некоторые временные проблемы возможны. Не исключено, что некоторые банки в итоге уйдут с рынка ипотечного кредитования, но, скорее всего, это будут небольшие игроки, и их место постепенно займут другие участники рынка.

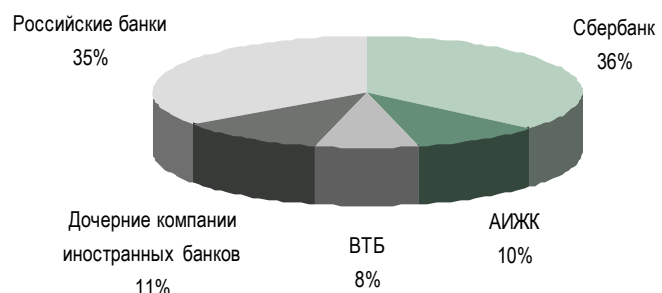
Уйдет ли один из крупных игроков с рынка? Вряд ли

На российском рынке ипотечного жилищного кредитования доминирующую позицию занимают государственные компании и дочерние организации ведущих иностранных банковских групп. Сбербанк – крупнейший игрок в этом сегменте рынка, на его долю приходится около 36% (на 30 июня 2007 г.). Кроме Сбербанка, в тройку лидеров рынка входят государственные АИЖК и ВТБ, и доля трех крупнейших компаний по объемам кредитования составляет около 54% (на 30 июня).

Еще одна группа участников рынка ипотечного кредитования представлена российскими филиалами иностранных банковских организаций. Сюда входят банк ДельтаКредит (Societe Generale), Райффайзенбанк и Импэксбанк (RZB), Городской ипотечный банк (Morgan Stanley), Абсолют Банк (KBC), Международный московский банк (UniCredit Group), доля которых составляет 11% (по состоянию на 30 июня).

Общим для этих групп является тот факт, что они вряд ли столкнутся с серьезными затруднениями при получении финансирования в ближайшие несколько лет, и мы не видим каких-либо экономических причин для прекращения их деятельности в сфере ипотечного кредитования. Суммарная доля этих двух категорий финансовых институтов составляет примерно две трети рынка ипотечного жилищного кредитования.

Рисунок 2. Структура российского ипотечного рынка (по состоянию на конец 2006 г.)



Источники: АИЖК, РБК.Рейтинг, данные компаний, оценка Ренессанс Капитала

По нашим подсчетам, доля российских частных ипотечных банков на этом рынке составляет около одной трети. С нашей точки зрения, эта категория больше всего подвержена риску в связи с глобальным ухудшением ситуации с ликвидностью. Многие из этих банков наращивали ипотечные портфели и для рефинансирования полагались на обеспеченные активами ценные бумаги. Так как для мирового кредитного рынка в настоящее время характерен очень низкий аппетит к риску, банки могут столкнуться с временными трудностями при размещении обеспеченных ценных бумаг. Однако такой вариант развития событий вряд ли окажет серьезное влияние на кредитоспособность российских банков – в сентябре уже было объявлено

о двух сделках по продаже ипотечных портфелей российских участников рынка иностранным банковским группам (RZB и Barclays).

Мы ожидаем, что некоторые российские банки значительно снизят активность на ипотечном рынке, но это вряд ли приведет к существенному снижению объемов выдаваемых ипотечных кредитов. В течение некоторого времени доля российских банков на ипотечном рынке будет уменьшаться в пользу государственных и международных банков, что вполне закономерно, так как эти две группы имеют более свободный доступ к долгосрочному финансированию.

Государственная поддержка будет возрастать

Еще одним аргументом в пользу нашей позитивной оценки перспектив развития российского ипотечного рынка является усиление государственной поддержки. Наиболее ярким примером здесь служит проект федерального бюджета на 2008-2010 гг.:

- правительство планирует инвестировать 14 млрд руб. в акционерный капитал АИЖК;
- предусмотрена дополнительная государственная гарантия по заимствованиям АИЖК на 2008-2009 гг. в объеме 108 млрд руб.

Мы считаем, что это отражает высокую степень прямой финансовой поддержки со стороны государства, и не только для АИЖК, но и всего ипотечного рынка страны. Кроме того, существует большая вероятность того, что Банк России введет механизм рефинансирования ипотечных займов, что также положительно отразится на этом сегменте рынка.

Стоимость ипотечных кредитов: возможности для значительного роста ставок нет

По нашему мнению, стоимость ипотечного жилищного кредитования вряд ли может значительно возрасти. Основным аргументом здесь являются недавние заявления Министерства финансов и Банка России о намерении предоставить требуемое рефинансирование банковской системе. Поскольку мы ожидаем, что государственные и западные банки увеличат свое присутствие на ипотечном рынке, мы сомневаемся, что при стоимости рефинансирования около 6-7% ставки по ипотечным кредитам превысят текущий уровень 9-11%. Вероятно, Банк России включит ценные бумаги, обеспеченные кредитами на покупку жилья, в ломбардный список, что позволит банкам привлекать рефинансирование по более низкой ставке и сделает такие инструменты привлекательными для реализации стратегии *carry trade*.

РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ

Обратная сторона стабильности рынка ипотеки – кредитоспособность девелоперов. Ниже мы представляем нашу точку зрения на то, какое влияние ситуация на рынке ипотеки может оказать на строительную отрасль.

Насколько важна ипотека для первичного рынка жилья?

По состоянию на первое июля 2007 г. совокупный объем кредитов, полученных физическими лицами на покупку жилья, не превышал 3% ВВП России. Роль ипотеки на местном рынке не столь велика, как в развитых и многих развивающихся странах, однако за последние несколько лет этот сегмент показал стремительный рост, увеличившись только в 2006 г. почти в пять раз. Самые свежие данные публично не раскрываются, и делать выводы можно лишь на основании более или менее регулярных публикаций различных государственных учреждений, таких как Банк России или Росрегистрация. В проспекте эмиссии акций Группы компаний ПИК, крупнейшего девелопера Москвы, указывается, что в течение 2005-2006 гг. на долю ипотечных сделок пришлось 25% от общего объема выручки, и мы считаем, что показатель за первую половину 2007 г. был не ниже. С другой стороны, по данным представителей ЛенСпецСМУ, крупнейшего девелопера в Санкт Петербурге, покупки с использованием ипотечных продуктов обеспечивают не более 10% выручки компании.

Ухудшится ли ценовая конъюнктура?

Каковы бы ни были точные цифры, очевидно, что доступность ипотечного финансирования стала необходимым условием для поддержания устойчивых цен на недвижимость, хотя ее значимость может различаться для разных сегментов рынка и регионов. Мы полагаем, что в текущих условиях временное ослабление ценовой конъюнктуры неизбежно. Риелторы уже сообщают о замедлении темпов роста цен на рынке Москвы (цены спроса по меньшей мере на 10% ниже цен предложения), уменьшении количества сделок и увеличении срока экспозиции. Однако, как мы уже писали выше, проблемы на ипотечном рынке являются временными, и в будущем мы не предвидим существенного снижения доступности этого вида кредитования. Мы по-прежнему считаем, что благодаря структурным факторам вероятность обвала цен на рынке недвижимости крайне низка (более детально наша точка зрения изложена в отчете «Сектор недвижимости: новый класс активов» от 12 июля 2007 г.).

Кто больше всего пострадает из-за снижения спроса?

Изменение расстановки сил на рынке не может пройти незаметно, и временное снижение доступности ипотечных продуктов уже отразилось на рыночной ситуации. В результате участники рынка могут столкнуться с временным снижением спроса, уменьшением поступлений от предоплаты на ранних этапах строительства и замедлением оборачиваемости запасов. Предоплата является основным источником финансирования для большинства девелоперов, как крупных, так и небольших, поэтому они весьма чувствительны к изменениям конъюнктурных ожиданий. Ранее мы уже предупреждали, что ликвидность девелоперов подвержена риску снижения клиентских платежей на ранних этапах строительства (см. наш отчет «Облигации девелоперов: работать в каске!» от 23 апреля 2007 г.). Мы считаем, что в большей степени этот риск характерен для небольших девелоперов со слабо диверсифицированным портфелем проектов, чьи денежные потоки зависят от продаж квартир всего в нескольких объектах. Мы рекомендуем инвесторам воздержаться от покупки долговых инструментов таких эмитентов, особенно в текущих условиях. Девелоперы, денежные потоки которых поступают также и из других сегментов рынка (строительные работы для сторонних заказчиков, производство строительных материалов), пострадают от снижения поступлений от предоплаты в меньшей степени. Именно поэтому мы считаем, что компании СУ-155, Группа ЛСР и Главстрой смогут пережить трудный период с наименьшими потерями.

Пострадает ли рентабельность девелоперов?

Да, если коррекция окажется затяжной, а ее масштаб – более значительным, чем можно прогнозировать в настоящий момент. Если не возникнет срочной необходимости реализовывать недвижимость по любой цене для поддержания ликвидности, большинство крупных девелоперов вполне могут отложить продажи на несколько месяцев, дожидаясь восстановления цен. Однако снижение показателей рентабельности будет отражено в отчетности с существенной задержкой, так как все крупные девелоперы с высоким уровнем прозрачности признают финансовый результат после принятия проектов государственной комиссией (к этой категории относятся Группа компаний ПИК, Главстрой, ЛенСпецСМУ, Группа ЛСР; единственным исключением является Миракс Групп). Сейчас большинство девелоперов на рынке жилой недвижимости ориентируются на показатель внутренней ставки доходности (IRR) на уровне 20% для новых проектов, однако эффективная ставка для проектов на этапе завершения (инициированных в прошлом) может оказаться значительно выше. В целом, мы считаем, что данная отрасль может пережить снижение цен на 15-20% без значительных негативных последствий для кредитного качества компаний. Кроме того, повода ожидать столь масштабной коррекции в ближайшем будущем нет. С нашей точки зрения, наиболее вероятные проблемы, с которыми могут столкнуться девелоперы, связаны скорее с возможной нехваткой ликвидности у мелких компаний, чем с глобальным снижением рентабельности.

Для кого перемены будут непростыми?

Многие из продуктов ипотечного рынка России фактически являются контрактами между тремя сторонами – не только потребителем и банком, но и самим девелопером. Прежде всего это относится к покупке квартир на начальных этапах строительства, когда объект еще не получил утверждения всех соответствующих органов или имущественные права девелопера еще не зарегистрированы. Если девелопер получил кредит от небольшого банка, который может испытывать проблемы с ликвидностью, то рефинансировать этот кредит в более крупном банке до получения всех разрешений, регистрации прав собственности девелопера и полного погашения первоначальной ссуды будет сложно. Вне зависимости от того, были ли имущественные права (в отношении земельного участка под застройку) официально оформлены как залог банку, выдавшему первоначальный кредит, земля и все постройки на ней считаются переданными в залог этому банку, если иное не указано в кредитном соглашении. Таким образом, для некоторых объектов может быть достаточно сложно возобновить программу ипотечного кредитования, пока имущественные права не будут переданы более крупному банку, предоставляющему новый ипотечный кредит, что само по себе является трудной задачей и требует координации между всеми заинтересованными сторонами.

Будет ли ограничен доступ девелоперов к проектному финансированию?

На наш взгляд, кризис на ипотечном рынке не оказывает большого воздействия на сегмент финансирования нежилкой недвижимости в России – кредитование проектов строительства коммерческой недвижимости происходит в рамках программ проектного финансирования, которые напрямую не связаны с жилищной ипотекой. Как правило, такие операции достаточно прибыльны для банков, и их требования всегда обеспечиваются относительно ликвидным залогом. Ценные бумаги, обеспеченные коммерческими ипотечными кредитами, пока не появились на рынке, поэтому проблемы рефинансирования не могут повлиять на эту категорию активов. Таким образом, мы считаем, что единственным следствием кризиса ликвидности для финансирования коммерческой недвижимости станет изменение конкурентной среды: банки, имеющие доступ к более дешевому финансированию (государственные и иностранные), получат преимущество перед другими участниками рынка с точки зрения ценообразования.

В долгосрочном периоде причин для снижения доступности проектного финансирования для девелоперов в секторе как жилой, так и коммерческой недвижимости, нет. В переходном периоде количество новых строительных проектов может снизиться. Однако в отношении кредитного качества мы положительно оцениваем эту ситуацию, так как отток наличных средств в долгосрочные и капиталоемкие проекты временно замедлится. Мультипликаторы, по которым фондовый рынок оценивает девелоперские компании, могут снизиться из-за увеличения доли незавершенных и отложенных проектов, однако для большинства компаний этот фактор не является ключевым с точки зрения кредитоспособности.

Есть ли вероятность дополнительной поддержки для девелоперов?

Мы рассматриваем ситуацию на рынке девелопмента с точки зрения необеспеченного кредитора, а не с позиции собственника недвижимости. Для нас интерес представляет не рост цен сам по себе, а вопрос, может ли ситуация ухудшиться до такой степени, что под угрозой окажется кредитоспособность отрасли в целом. В России, и особенно в Москве, данный сектор регулируется многочисленными законодательными актами, которые могут быть изменены в случае более существенной корректировки цен, что мы считаем вполне вероятным. В отличие от других регионов, рынок Москвы отличается высокой степенью консолидации: значительная часть рынка строительства жилой недвижимости приходится на долю четырех крупнейших компаний. СУ-155, Группа компаний ПИК и Главстрой, скорее всего, смогут пересмотреть условия инвестиционных контрактов, чтобы оставлять за собой большую часть завершенных проектов или каким-либо другим способом уменьшить социальную нагрузку, наложенную администрацией города. Таким образом, даже если цены существенно упадут, крупные девелоперы теоретически могут рассчитывать на уменьшение объема обременений по контрактам, что поможет поддержать прибыльность отрасли. Очевидно, что для таких действий требуется твердая политическая воля, однако в преддверии выборов подобное развитие событий не исключено.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал
125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель
аналитического управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

**Начальник отдела анализа
долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Компании второго эшелона
+ 7 (495) 258 7747
Эдуард Фаритов
Efaritov@rencap.com

Потребительский сектор
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Тилсина

Сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
Ayazykov@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Электроэнергетика
+ 44 (20) 7367 7777
Дерек Уивинг
Dweaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Олеся Черданцева
Игорь Лебединец

Телекоммуникации
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Украинский рынок акций, стратегия
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Светлана Дрыгуш
Юлия Голлеусова
Владислав Носик

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Рынок долговых обязательств, стратегия
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
Pgrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Наргиз Садыхова

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
Ostepanova@rencap.com
Юлия Попова

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервилл
Трзвис Джонс

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошляя доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100