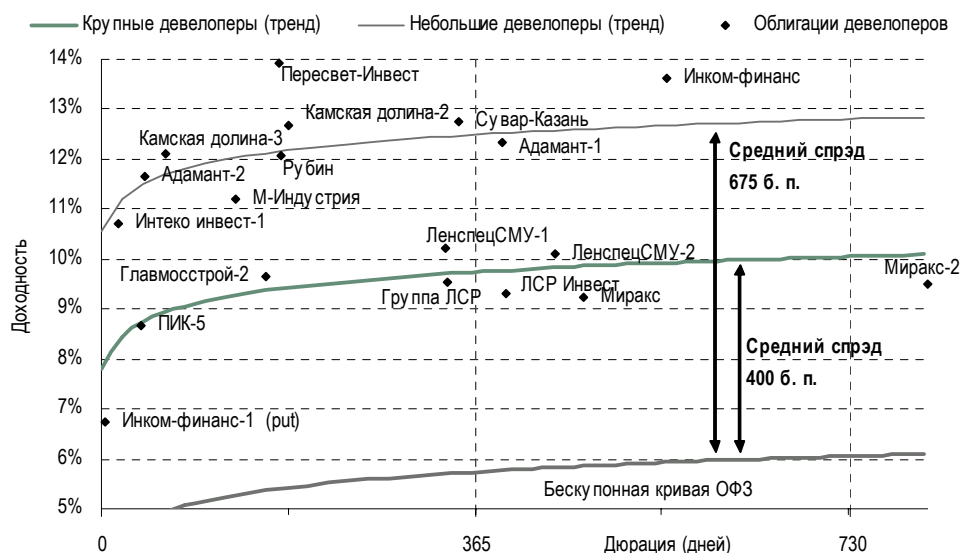


## Облигации девелоперов Работать в каске!

- **Сектор недвижимости на рынке долга.** В настоящем отчете мы рассматриваем риски российского сектора недвижимости с точки зрения держателей облигаций. Мы подробно анализируем сегмент массового строительства, поскольку его представители являются наиболее активными эмитентами долговых обязательств.
- **Риски акционерные, а доходность как у облигаций?** Рынки акций и долговых обязательств предлагают принципиально различные возможности инвестирования в российский сектор недвижимости. На наш взгляд, соотношение риска и доходности у держателей необеспеченных облигаций намного хуже, чем у инвесторов в акции.
- **Низкий процент возврата.** В секторе недвижимости процент возврата при дефолте (*recovery rate*) для держателей необеспеченных облигаций будет очень низким. На наш взгляд, нельзя пренебрегать этим фактом при оценке справедливых спредов облигаций девелоперских компаний (в отличие от других секторов).
- **Предварительная продажа.** В сегменте массового строительства собственные средства девелоперов обычно недостаточны, и главным источником финансирования являются продажи на этапе строительства. Такая схема финансирования при негативном развитии ситуации может стать очень рискованной.
- **Старшинство долга.** По нашему мнению, высока вероятность того, что в случае банкротства девелоперов требования держателей облигаций будут удовлетворены после требований других кредиторов (т. е. после претензий банков и покупателей квартир).
- **Активы, недоступные для инвесторов.** Девелоперы, как правило, имеют сложные корпоративные структуры, поэтому особенную важность приобретают подробные гарантийные обязательства.
- **Какие кредитные коэффициенты использовать?** По своей бизнес-модели девелоперы существенно отличаются от традиционных промышленных предприятий. Показатели выручки и EBITDA для девелоперов часто лишены смысла, и мы отдаем предпочтение данным о потоках денежных средств и структуре баланса.
- **Рекомендации.** С нашей точки зрения, сектор недвижимости несколько переоценен. Мы считаем, что облигации Миракс Групп должны торговаться на одном уровне с бумагами ЛенСпецСМУ. Интересной возможностью для спекулятивных инвесторов могут стать облигации холдинга Адамант.

Рисунок 1. Кривая доходности облигаций российских девелоперов (по состоянию на 13 апреля)



# ИНВЕСТИЦИОННЫЙ ВЫВОД

На основе представленного в данном отчете анализа мы пришли к следующим выводам:

1. Мы бы существенно ограничили срок инвестиций в облигации девелоперов. В России ни один цикл цен на недвижимость пока не завершился, и динамика рынка плохо прогнозируется. С нашей точки зрения, рынку недвижимости в краткосрочной перспективе не угрожает серьезная коррекция, однако при горизонтах инвестирования свыше 1-1.5 лет риски значительно повышаются. Учитывая наш негативный взгляд на процент возврата при дефолте, наклон кривой доходности облигаций сектора должен быть более крутой, чем сейчас.
2. Мы предпочитаем крупных операторов рынка и не включаем в инвестиционный портфель облигации небольших девелоперов. Масштаб компании является существенным фактором для адекватной диверсификации присущих сектору рисков и обеспечения плавной ротации проектов в портфеле девелопера. Облигации девелоперов третьего эшелона не кажутся нам привлекательными, несмотря на широкий (более 675 б. п.) спрэд по отношению к кривой РФЗ.
3. Мы считаем, что долги самых крупных девелоперов в настоящее время несколько переоценены. После значительного сужения спреда кривая доходности инструментов ведущих девелоперов сейчас всего на 50 б. п. выше доходности облигаций таких эмитентов как Банк Русский Стандарт, Копейка, Черкизово или ПРОТЕК. Хотя их риски действительно очень сильно различаются, в целом такой узкий спрэд не кажется нам оправданным.
4. Мы бы не стали переплачивать за CLN и еврооблигации девелоперов, не взирая даже на то, что законодательство Великобритании предусматривает для кредиторов более надежные гарантии. Несмотря на более сложную юридическую структуру CLN и еврооблигаций, в случае дефолта процент возврата, на наш взгляд, будет низким по всем необеспеченным долгам девелоперов. Однако следует обратить внимание на структуру поручительств по облигациям – например, по CLN она может быть более гибкой и адекватной.
5. По нашему мнению, не следует принимать в расчет показатели кредитоспособности или ограничительные условия на основе EBITDA. Вместо этого стоит обращать внимание на обеспеченность собственными средствами. В качестве спекулятивной стратегии мы предлагаем покупку облигаций компаний, планирующих IPO.
6. В сегменте жилой недвижимости при прочих равных условиях мы предпочитаем компании, занимающиеся строительством элитного жилья, а не массовой застройкой. Капитализация таких компаний выше, они могут позволить себе более продолжительные сроки продаж и меньше подвержены рискам, которые рассматриваются в данном отчете.
7. При прочих равных условиях мы отдаем предпочтение Санкт-Петербургским, а не Московским компаниям, так как ситуация на рынке Санкт-Петербурга спокойнее, а городские власти накладывают менее обременительные дополнительные обязательства на девелоперов.
8. Мы по-прежнему считаем, что облигации ЛенСпецСМУ и Миракс Групп должны торговаться на одном уровне. На наш взгляд, бумаги Миракс Групп переоценены.
9. В секторе коммерческой недвижимости нам бы хотелось обратить внимание на облигации компании Адамант. Уровень прозрачности этого эмитента остается низким, но большой портфель коммерческой недвижимости – существенный фактор, свидетельствующий о его кредитоспособности.

## Наш взгляд – вкратце

### **Пока ни одного спада на рынке недвижимости не было...**

После кризиса 1998 г. на российском рынке недвижимости наблюдается постоянный рост. Хотя бывали и периоды стремительного роста (в начале 2006 г.), и относительной стабилизации цен (начало 2005 г.), ни одного эпизода значительного спада на рынке недвижимости за последние пять лет не было.

Реальные цены на недвижимость во всех странах являются циклическими. Однако сейчас крайне затруднительно определить, когда в России повышательная волна цикла сменится падением. Существуют противоположные мнения по поводу того, что может стать причиной снижения цен, и насколько серьезным оно будет. Вызвать коррекцию могут следующие факторы: политическая нестабильность, неожиданный экономический спад или активная распродажа на рынке акций. Самореализующиеся ожидания также являются важным фактором, учитывая, что в Москве доля «инвестиционных покупок», по данным риэлтеров, составляет от 15% до 40%.

В условиях высокой ликвидности в экономике и структурного дефицита жилья трудно ожидать коррекции на рынке недвижимости в ближайшее время. На наш взгляд, в настоящий момент вероятность дефолта эмитентов из данной отрасли невысока. Однако в рамках данного отчета нам бы хотелось обратить внимание на другой, не менее важный для определения справедливых кредитных спредов фактор – процент возврата вложенных средств в случае дефолта (recovery rate). На наш взгляд, у эмитентов сектора массового строительства этот показатель будет гораздо ниже, чем у большинства традиционных промышленных предприятий.

### **... но в случае дефолта потери инвесторов будут значительными**

Мотивация девелоперов для выхода на рынок долга понятна. С их точки зрения, долговое финансирование сейчас в целом предпочтительнее выпуска акций. Цены на недвижимость растут, и достаточно легко увеличить возврат на акционерный капитал путем привлечения заемных средств, не теряя при этом контроля над компанией. Однако на наш взгляд, долговое инвестирование в сектор российской недвижимости в том виде, в котором оно доступно для инвесторов сейчас, сопряжено со значительными рисками. Мы опасаемся, что за фиксированную (и уже совсем небольшую) доходность долговые инвесторы будут подвержены рискам, которые во многом напоминают риски, связанные с акционерным участием в капитале девелоперов. Инвестирование в долг девелоперов в России (в отличие от развитых стран) пока возможно только в необеспеченной форме. При этом механизмы снижения кредитных рисков и контроля над фактическими результатами деятельности эмитента пока еще недостаточно проработаны.

Таким образом, в случае коррекции на рынке недвижимости (также как и в случае банкротства какого-либо отдельного представителя этого сектора) процент возврата вложенных средств для долговых инвесторов окажется очень низким.

# Терминология

Мы полагаем, что при инвестировании в облигации компаний, тем или иным образом связанных с недвижимостью, очень важно четко представлять себе суть их бизнеса и, соответственно, присущие им риски. В этой связи мы предлагаем краткую характеристику наиболее важных понятий.

- На первых и самых рискованных этапах жизненного цикла объектов недвижимости все риски берут на себя **девелоперы**. Высокие риски должны быть компенсированы, поэтому рентабельность девелоперов обычно самая высокая в отрасли. Они оформляют земельные участки, заказывают архитектурные решения, согласовывают проекты в госорганах, обеспечивают подвод инфраструктуры, финансируют строительство и, наконец, занимаются продажей объекта. Для выполнения этих функций нужны тесные связи с властями и значительные денежные средства, а также способность нести риск затягивания сроков реализации проектов. В России функции девелопера в основном выполняют **застройщики** – компании, которым принадлежат земельные участки (на праве собственности или аренды) и завершенные объекты строительства (после государственной регистрации). Девелоперская деятельность не лицензируется. Смежный термин – **заказчик**. Это компания, которая действует от имени застройщика и отвечает за техническую координацию и контроль над выполнением проекта. Деятельность заказчика лицензируется. Как правило, одно юридическое лицо не совмещает функции заказчика и застройщика. Все эмитенты сектора недвижимости, представленные на рынке облигаций в настоящий момент, являются в первую очередь девелоперами, хотя многие из них совмещают девелоперскую деятельность с функциями строительной компании и компании, владеющей недвижимостью.
- **Строительные компании** предоставляют свои услуги застройщикам за фиксированную плату. Они финансируются девелоперами, не обязательно должны иметь технику в собственности и обычно не несут рисков превышения строительных смет. Если строительная компания имеет большой портфель контрактов на строительство, она значительно меньше подвержена рискам, чем девелопер, но прибыль ее также намного ниже. Основные риски здесь скорее технические, а полное страхование ответственности строительных компаний по-прежнему встречается редко. Следует упомянуть и риски налогообложения (неподтвержденных денежных потоков и деятельности), нарушения трудового и иммиграционного законодательства. Деятельность **генеральных подрядчиков** и **субподрядчиков** лицензируется. На российском рынке долговых обязательств ни один из эмитентов отрасли не является преимущественно строительной компанией.
- **Компании, владеющие объектами недвижимости**, ориентируются на получение дохода от арендных платежей или продажи объекта в случае роста цен на недвижимость. Они могут самостоятельно управлять объектом или привлекать сторонние организации. Как правило, эти компании инвестируют либо в уже построенные, либо в близкие к завершению объекты, и только в некоторой степени подвержены рискам девелопмента. Мы считаем этот сектор самым безопасным и предсказуемым, хотя в России представители этого сектора редко размещают облигации. Фактически только одна компания на рынке – Адамант – располагает значительными активами, генерирующими текущий доход. Большинство российских девелоперов придерживаются другой философии – «строй и продавай». Это объясняет недостаточность доходных активов на балансах и ограничивает их возможности привлекать долговой капитал на основе секьюритизации. В настоящее время ситуация постепенно меняется: многие компании решают оставлять в своих портфелях все большую часть завершенных объектов. Однако в скором времени ситуация вряд ли изменится, учитывая характерную для этого сектора инертность.

Большинство эмитентов долговых обязательств в различной степени совмещают роли девелоперов, подрядчиков и владельцев объектов недвижимости, поэтому они подвержены различным рискам в разной степени. Девелоперские компании чаще всего сами выполняют функции генерального подрядчика (так как в любом случае им приходится контролировать процесс строительства) и нередко функции субподрядчиков. Крупные девелоперы

часто являются вертикально интегрированными компаниями и самостоятельно производят строительные материалы, экономя на издержках производства. Тем не менее, *ключевым* риском для каждого эмитента на российском рынке является риск девелоппмента.

Нам бы хотелось отметить связь между историей компании, направлениями деятельности, качеством управления, степенью прозрачности и рынком, на котором обращаются ее бумаги.

- Компании, созданные на основе советских строительных организаций, обычно специализируются на строительстве массового жилья. Как правило, они имеют большой опыт в строительстве, сами производят строительные материалы и имеют небольшие портфели объектов недвижимости. Эти компании размещают облигации на внутреннем рынке, но постепенно присматриваются к возможностям выхода на внешние рынки. Например, в настоящий момент ЛенСпецСМУ размещает CLN; кроме того, на текущий год запланированы первичные размещения еще ряда компаний этого сектора (группа компаний ПИК).
- «Новые» компании ориентированы на объекты элитного жилья и коммерческой недвижимости. Их инструменты в основном обращаются на международных рынках.

Таблица 1. Эмитенты облигаций: композиция бизнес-модели по сегментам

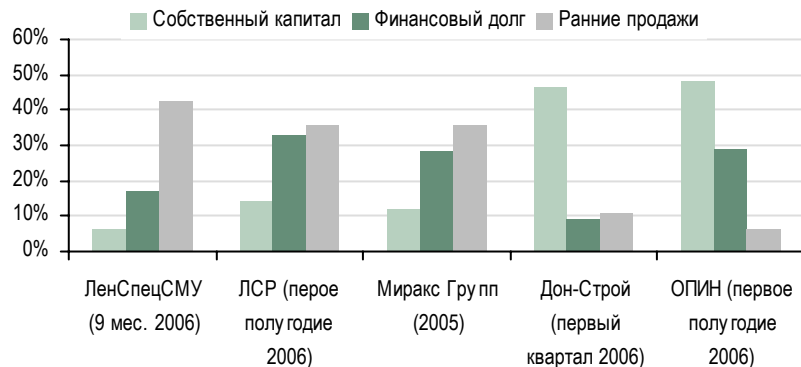
Компания	Рублевые облигации	CLN и еврооблигации	Ключевой сектор	Ключевой регион	Девелоппмент	Строительство	Собственность, генерирующая доходы
Главмосстрой	▲		Массовое жилье	Москва	▲▲▲	▲▲▲	▲
ОПИН		▲	Элитное жилье, коммерческая недвижимость	Москва	▲▲▲		▲▲
ЛенСпецСМУ	▲	Ожидается	Массовое жилье	Санкт-Петербург	▲▲▲	▲▲▲	▲▲
Строительная группа ЛСР	▲		Массовое жилье	Санкт-Петербург	▲▲▲	▲▲▲	▲
ПИК	▲		Жилая недвижимость	Москва	▲▲▲	▲▲▲	▲
СУ-155	▲		Массовое жилье	Москва	▲▲▲	▲▲▲	▲
Теорема		▲	Коммерческая недвижимость	Санкт-Петербург	▲▲▲		▲▲▲
Адамант	▲		Торговая недвижимость	Санкт-Петербург	▲▲▲		▲▲▲
Жилищный капитал	▲		Массовое жилье	Московская область	▲▲▲		
МИАН	▲		Жилая недвижимость, коммерческая недвижимость	Москва	▲▲▲		▲▲
Дон-строй		▲	Элитное жилье, коммерческая недвижимость	Москва	▲▲▲		▲
Horus		▲	Коммерческая недвижимость	Москва	▲▲▲		▲▲▲
Миракс	▲	▲	Коммерческая недвижимость, жилая недвижимость	Москва	▲▲▲		▲

Источник: оценка Ренессанс Капитала

# Схемы финансирования

Основным источником финансирования для девелоперов, осуществляющих деятельность на рынке массовой застройки, как правило, являются клиентские выплаты на ранних этапах реализации проектов. Долговое финансирование и собственный капитал имеют второстепенное значение. Подобные выплаты значительно повышают финансовую гибкость девелоперских компаний. Однако в случае негативного развития ситуации на рынке такой способ финансирования может сыграть злую шутку с держателями облигаций. В сегменте элитной жилой и коммерческой недвижимости клиентские платежи на ранних этапах строительства имеют гораздо меньшее значение. Прежде чем рассматривать сопряженные с ними риски кратко проанализируем обеспеченность девелоперов собственными средствами.

Рисунок 2. Структура пассивов девелоперов (% активов)



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

## Собственный капитал: все дело в низкой капитализации

Как правило, отношение долга к собственному капиталу в сегменте массовой застройки составляет приблизительно 10%, а в сегменте элитного жилья – более 40%. Мы выделяем следующие факторы, определяющие капитализацию девелоперских компаний:

- Несмотря на рост цен в последние годы, рынок массового жилья не всегда приносил столь высокую прибыль как в 2006 г. Некоторые девелоперы «выросли» из домостроительных комбинатов, что вынуждает их поддерживать высокую загрузку мощностей и постоянно находиться в поиске новых проектов, продавая уже построенные объекты. Поскольку компании руководствуются принципом «строй и продавай», удорожание объектов собственности может приводить к увеличению собственного капитала девелоперов только после учета возросших затрат на пополнение портфеля собственности. Кроме того, некоторые компании довольно долго выводили средства в пользу акционеров через операции с зависимыми сторонами.
- Девелоперы элитной недвижимости используют иную бизнес-модель. Как правило, они с самого начала располагают достаточно большим капиталом и, следовательно, могут дольше сохранять завершенные объекты на балансе. Кроме того, многие компании этого сегмента при создании получали от акционеров достаточный стартовый капитал.

Насколько достаточна такая капитализация сектора, особенно в сегменте массового жилья? Судя по показателям более развитых рынков и с точки зрения бизнес-рисков, которым подвергаются участники российского рынка недвижимости, их капитализация недостаточна. Ниже мы приводим ряд критериев, по которым агентство Moody's оценивает компании рынка недвижимости. Благодаря массовому участию в девелоперских проектах все российские застройщики попадают в категорию «В». При этом уровне бизнес-рисков для получения приемлемого рейтинга необходимым условием является консервативная структура капитала: Moody's устанавливает рейтинг девелопера на инвестиционном уровне, если отношение его собственного капитала к общей сумме активов превышает 50% при прочих равных условиях.

Таблица 2. Агентство Moody's: критерии оценки компаний рынка недвижимости

	Aa	A	Baa	Ba	B
<b>Девелоперская деятельность</b>	более 5% совокупных активов в девелопменте, превосходная история реализации проектов	< 7.5%, отличная история	< 10%, хорошая история	> 10%, смешанная история	> 15%, смешанная история
<b>Структура капитала</b>	(долг + привилегированные акции)/активы < 15%	до 30%	до 50%	до 60%	более 60%
<b>Обременение активов</b>	почти 100% портфеля активов не обременено	более 80%	более 60%	более 40%	большая часть портфеля активов обременена
<b>Структура долга по сроку погашения</b>	доля краткосрочного долга ниже 10%	до 15%	до 20%	до 25%	более 25%
<b>Структура долга по обеспечению</b>	нет обеспеченного долга	на обеспеченный долг приходится менее 10% активов	менее 20%	менее 30%	более 30%

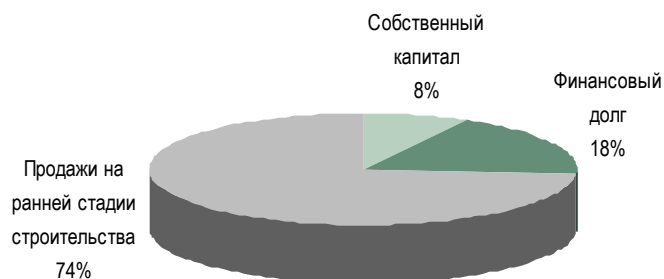
Источник: Moody's

### Покупки на ранних этапах строительства – источник финансирования и рисков

Продажа жилья на ранних этапах строительства (до введения объекта в эксплуатацию) позволяет привлечь покупателей более низкими ценами. На наш взгляд, ценовой дисконт определяют три фактора. Во-первых, стоимость денег со временем меняется. Во-вторых, на ранних этапах реализации проекта сложно определить сроки его завершения (как впрочем, и сам факт завершения). В-третьих, в условиях роста цен покупка жилья на ранних стадиях строительства – единственный приемлемый вариант для многих покупателей. Кроме того, в отличие от других видов финансирования денежные средства, поступающие от клиента к застройщику на начальных этапах строительства, не требуют обслуживания в виде процентов и возвращаются клиенту в сроки, установленные лишь приблизительно, «натуральным продуктом».

Интенсивность и момент начала предпродаж жилья обусловлены маркетинговыми соображениями и финансовыми потребностями девелопера; они существенно различаются от проекта к проекту. В рис. 3 на основе данных девелопера элитной недвижимости ДОН-Строй приведена схема, на наш взгляд, хорошо отражающая ситуацию на рынке массовой застройки. Поскольку приведенные в схеме показатели относятся к отдельному объекту, их невозможно вывести из финансовой отчетности строительной компании, если она работает над проектами на различных стадиях реализации (поскольку по мере реализации проекта увеличивается доля проданных квартир). Поступления средств клиентов на ранних стадиях строительства традиционно были и, видимо, остаются основным источником финансирования в сегменте массового строительства.

Рисунок 3. Типовая структура источников финансирования по отдельному проекту



Источник: ДОН-Строй

Хотя на ранних стадиях строительства средства клиентов формируют часть оборотного капитала девелоперской компании, из-за них девелопер и его кредиторы подвержены существенным рискам. Ниже мы приводим наиболее значимые из них.

- **Недоработки в законодательстве.** В декабре 2004 г. вступил в силу Федеральный закон №214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве многоквартирных домов и иных объектов недвижимости и о внесении изменений в некоторые законодательные акты Российской Федерации», направленный на предотвращение мошеннической деятельности на рынке недвижимости, улучшение контроля над работой девелоперов и защиту прав покупателей квартир. Закон предусматривал введение единой схемы оплаты жилья на ранних этапах строительства – договоров участия в долевом строительстве, подлежащих государственному регулированию. Большинство застройщиков (в том числе наиболее крупные) избегают договоров участия в долевом строительстве из-за слишком большой ответственности, которую такая схема работы возлагает на них. На практике в настоящее время оплата жилья на начальных этапах строительства приобрела различные формы – от вексельных схем до предварительных договоров купли-продажи. Статья 25 данного закона признает иные формы оплаты недвижимости на начальных этапах строительства незаконными и предполагает наложение административных штрафов в случае их применения. Таким образом, при желании государство может с успехом оспорить практику девелопера, который не руководствуется положениями Закона №214-ФЗ при реализации жилья на ранних стадиях строительства. Все большее число банков выходят на рынок ипотечного кредитования и требуют от застройщиков перехода на договоры участия в долевом строительстве, чтобы предложить новые услуги более широкой клиентской аудитории. Мы полагаем, что в будущем данный закон получит более широкое применение, а те поправки, которые могут быть внесены в закон, вряд ли изменят суть рисков.
- **Возможность возврата денежных средств клиенту.** В ряде случаев (например, когда застройщик не в состоянии выполнить обязательства перед клиентом и предоставить ему жилое помещение в установленные договором сроки) возникает обязанность вернуть денежные средства клиенту. Изменить проект строительства или полностью отказаться от незавершенного проекта девелопера практически не могут, и для серьезного ухудшения положения девелоперов бывает достаточно нескольких десятков клиентов, желающих вернуть свои средства. Предусмотренные Законом №214-ФЗ договоры участия в долевом строительстве предоставляют покупателю гораздо больше возможностей для возврата уплаченных средств, чем прочие схемы взаиморасчетов. Однако мы полагаем, что по мере повышения прозрачности отрасли и упрочения государственного контроля над ней права покупателей будут защищаться эффективнее, что, соответственно, ухудшит положение держателей необеспеченных облигаций девелоперов.
- **Нецелевое использование средств.** Согласно Статье 18 Закона 214-ФЗ, застройщик может использовать денежные средства, уплачиваемые участниками долевого строительства по договору, исключительно для строительства объектов недвижимости в соответствии с проектной документацией. Однако независимо от использования механизма долевого строительства, девелоперы не привязывают денежные средства клиентов к конкретным проектам. В подобных случаях банки оказываются в более выгодном положении, поскольку требуют платежные документы, гарантирующие использование средств по назначению. Застройщик может распоряжаться собранными средствами по собственному усмотрению, так же как и поступлениями от выпуска долговых обязательств. На фоне неопределенности перспектив и меньшей привлекательности прочих источников финансирования застройщики направляют полученные средства на реализацию начальных стадий реализации других проектов, в частности, на покупку или закрепление за собой прав собственности на новые земельные участки. В этой связи агрессивный рост компании может угрожать ее существующим проектам и, соответственно, степени защищенности держателей облигаций девелоперов.

- **Чувствительность к ценовым ожиданиям.** В ходе неофициальной беседы с рядом московских застройщиков нам удалось выяснить, что в течение четвертого квартала 2006 г., когда после ралли рост цен на недвижимость прекратился, большинство девелоперов зафиксировали заметное сокращение притока денежных средств, и ситуация стабилизировалась лишь в начале 2007 г. Таким образом, средства клиентов – менее надежный и прогнозируемый источник финансирования, чем, например, коммерческий кредит поставщика промышленному предприятию. Это подтверждает нашу точку зрения о том, что средства, полученные от продажи жилья на этапе строительства, можно только с оговорками считать «традиционным» оборотным капиталом.
- **Темпы строительства зависят от объема клиентских средств.** Значимость каждого конкретного клиента, покупающего квартиру на раннем этапе, выше, чем может показаться на первый взгляд. Во-первых, денежные средства покупателей – основной источник финансирования для застройщиков. Во-вторых, в каждом многоквартирном доме значительная часть площадей не может быть продана (лестницы, коридоры и т. д.). Таким образом, каждый клиент, по сути, платит за гораздо большее количество метров, чем та площадь, которую он получает в собственность. Кроме того, если по условиям инвестиционного контракта на долю местной администрации приходится достаточно большая часть объекта недвижимости, клиент застройщика вынужден финансировать еще более существенную долю проекта. Поскольку заселение многоквартирного дома возможно только после 100%-ного завершения строительных работ, последствия разрыва договоров со стороны лишь нескольких участников долевого строительства могут быть весьма серьезными.

Таким образом, нерегулируемое движение клиентских средств может усилить восприимчивость компаний к циклическим колебаниям цен. В случае негативного развития ситуации девелопер может остаться с внушительным портфелем обесценившихся земельных участков и незавершенных проектов перед лицом необходимости возврата средств клиентам в отсутствие новых денежных поступлений.

#### **Чем выше риски, тем надежнее защита, но только для банков...**

Девелоперские компании, как правило, открывают продажу после завершения нулевого цикла (т. е. после закладки фундамента). Отчасти это объясняется слишком высокими рисками вокруг проекта на начальной стадии его реализации, когда клиенту сложно оценить, будет ли проект реализован вообще. На этих фазах финансирование выделяют банки.

Как правило, банк предъявляет множество требований для снижения кредитных рисков, связанных с проектным финансированием. Минимальные условия предусматривают залог имущественных прав на землю и собственности на объект незавершенного строительства (при регистрации соответствующего права собственности), а также акций (долей) в капитале застройщика. Кроме того, все денежные потоки застройщика по данному проекту должны проходить через банк, чтобы дать ему возможность контролировать ход реализации проекта. Дополнительные требования могут сводиться к частому инспектированию объекта, праву вето на любой из связанных с проектом контрактов, участию банка в заседаниях совета директоров девелопера с правом голоса, личным гарантиям владельцев компании. Риски, присущие проекту на начальной стадии его реализации, находят отражение в заметно более высоких ставках и суровых штрафных санкциях, если реализация проекта затягивается.

Инвесторы в долговые обязательства девелоперов фактически также финансируют наиболее рискованные этапы реализации строительных проектов, однако их интересы защищены не столь надежно, как у банков, и наверняка будут удовлетворяться после претензий банков и клиентов застройщика. К сожалению, старшинство требований не всегда очевидно.

# Старшинство требований

Приведенный в данном разделе анализ имеет отношение ко всем сегментам сектора – от массового жилищного строительства до проектов по строительству офисных помещений и реализации объектов недвижимости. Нам бы хотелось отметить два важных момента в отношении приоритета требований: 1) держатели необеспеченных облигаций могут оказаться в ситуации, когда их требования будут субординированными по сравнению с требованиями других кредиторов, включая банки и покупателей; 2) фактическую степень субординации оценить очень трудно, поскольку она не только обусловлена контрактными обязательствами, но и устанавливается в силу закона. Это означает, например, что инвесторам практически невозможно отследить, выполнены ли требования выпусков CLN или еврооблигаций по поддержанию определенной части активов свободной от залогов.

## Банки – вперед

Выше мы уже говорили о том, что банки предъявляют дополнительные требования к застройщикам по предоставлению дополнительного кредитного обеспечения. Однако степень обременения активов в отчетности компаний сектора (даже если она составлена по международным стандартам и прошла аудиторскую проверку) может недооцениваться. В случае судебного разбирательства обеспеченными могут быть признаны даже не обеспеченные обязательства, если они были привлечены для целевого финансирования строительства.

По этому поводу в Статье 77 Федерального закона «Об ипотеке» №102-ФЗ от 16 июля 1998 г. сказано следующее: *«Если иное не предусмотрено федеральным законом или договором, жилой дом или квартира, приобретенные или построенные полностью либо частично с использованием кредитных средств банка или иной кредитной организации либо средств целевого займа, предоставленного другим юридическим лицом на приобретение или строительство жилого дома или квартиры, считаются находящимися в залоге с момента государственной регистрации права собственности заемщика на жилой дом или квартиру».*

Чтобы избежать этих формальностей и не регистрировать залог после строительства, застройщики стараются погасить свою банковскую задолженность до завершения строительства и приемки дома государственной комиссией. Однако в сложной ситуации возможности по рефинансированию банковской задолженности могут быть существенно ограничены.

## Держатели облигаций – назад

Владельцы облигаций, выпущенных девелоперами, также могут оказаться в проигрышном положении по сравнению с покупателями квартир:

- В Статье 13 Федерального закона №214-ФЗ «Об участии в долевом строительстве» четко сказано о том, что у участников долевого строительства считаются находящимися в залоге объекты недвижимости, в состав которых входят объекты долевого строительства и земельный участок, принадлежащий застройщику на правах собственности или аренды. В этом случае договор о залоге не заключается, поэтому даже качественный аудит может оставить этот момент без внимания. Хотя понятие залогового обеспечения в законе определено не достаточно полно, общая идея закона заключается в том, что требования участников долевого строительства будут иметь приоритет в случае ареста имущества застройщика.
- Те вкладчики, которые внесли предоплату за свои будущие квартиры по другим схемам (предварительные договора купли-продажи, векселя), не имеют таких преимуществ. В России в рамках процедуры банкротства покрываются только финансовые обязательства, а нефинансовые претензии (такие как задолженность перед поставщиками и подрядчиками) пересчитываются в каждом случае отдельно. Однако мы считаем, что в случае банкротства их требования также могут быть отнесены к приоритетным по политическим соображениям. Вопросы, связанные с жилищным строительством, имеют большое значение для политики, а судьба «обманутых дольщиков» поучает очень широкое освещение в средствах массовой информации.

Таким образом, мы считаем вероятным такое развитие событий, когда при дефолте и банкротстве держатели необеспеченных облигаций девелоперов оказываются кредиторами самой последней очереди, «пропуская вперед» банки и покупателей недвижимости. Поскольку в кризисной ситуации вероятная цена реализации недостроенных объектов будет невысока, вряд ли уровень возврата вложенных инвестиций для инвесторов будет ощутимым.

# Корпоративная структура и прозрачность

В заключение мы кратко обсудим риски, имеющие отношение к оценке результатов деятельности и финансовых показателей девелоперов. На наш взгляд, анализ этих аспектов необходим для того, чтобы оценить, с какими именно рисками сталкивается инвестор, и какие активы могут быть использованы как покрытие в случае возникновения претензий к компании.

## Корпоративная структура

- Крупный оператор недвижимости, как правило, контролирует несколько десятков юридических лиц. Грамотно выстроенные и дружественные для инвесторов корпоративные структуры пока редкость, так как немногие девелоперы представлены на рынке акций. У «новых» компаний, специализирующихся на операциях с недвижимостью, и девелоперов, для которых строительные работы выполняют сторонние организации, корпоративная структура более прозрачна.
- В России намного сложнее передать право на земельный участок, чем продать компанию, которой принадлежат эти права. Чтобы снизить риски и упростить работу над проектом (в том числе иметь возможность выйти из проекта), девелоперы часто используют схему «один проект – один застройщик». В этом случае возникает риск того, что приобретение земельных участков или проекта за счет заемного финансирования будет осуществляться юридическим лицом, не являющимся гарантом по размещенным долговым обязательствам. Эта проблема может быть частично решена, если в проспекте эмиссии CLN или еврооблигаций будут внесены требования о включении застройщиков по всем будущим проектам в состав поручителей. В рамках текущего российского законодательства, однако, это трудно реализуется. Таким образом, всегда существует риск того, что инвесторы, финансирующие девелопера и его покупки новых активов, не будут иметь к ним доступ и не смогут рассчитывать на их стоимость как источник удовлетворения своих требований.
- По российским стандартам бухгалтерского учета многочисленные дочерние предприятия девелоперов не консолидируются, поэтому обязательное раскрытие информации часто лишено смысла. Для консолидированной отчетности по международным стандартам девелоперы обычно отбирают только несколько компаний, оставляя значительную часть бизнеса «за пределами» официальной консолидации. Соответственно, раскрытие потенциальных рисков также бывает неполным.

## Контроль и оценка деятельности

- На наш взгляд, типичный девелопер представляет собой скорее набор независимых инвестиционных проектов, чем некое регулярно функционирующее предприятие. Для инвестиционных проектов показатели отчета о прибыли и убытках (такие как выручка, прибыль и EBITDA) неприемлемы; то же относится, на наш взгляд, и к девелоперам. При этом особую важность приобретают отчет о движении денежных средств и баланс. Любой расчет EBITDA подразумевает четкое разделение капитальных и операционных расходов, что в данной сфере деятельности сделать довольно проблематично.
- В международных стандартах финансовой отчетности нет специальных правил для компаний, совмещающих девелоперскую и строительную деятельность, поэтому выручка может быть интерпретирована по-разному. В одних случаях она признается по методу выполненного контракта, в других – по методу процента завершения контракта. С нашей точки зрения, более консервативный метод выполненного контракта может оказаться менее надежным, если показатель EBITDA используется для оценки текущей способности компании генерировать денежные потоки. Более того, разница между результатами, полученными двумя методами, может еще больше увеличиться при изменении ценового цикла на рынке недвижимости. EBITDA может не только недооценивать генерацию денежных потоков, но и переоценивать их.

- На реализацию типичного проекта по строительству многоэтажного дома требуется приблизительно три года. Предположим, что на разработку проекта, сбор документации и строительные работы нулевого цикла ушло полтора года, тогда основная часть привлекаемых в качестве предоплаты средств аккумулируется в начале третьего года. Предположим также, что по каким-либо причинам согласование разрешительной документации на строящийся объект затянулось, и документы подписаны государственной комиссией не через три, а через три с половиной года с начала реализации проекта. В этом случае аудиторы зачтут поток денежных средств как выручку только в отчетности за четвертый год. Однако отчетность в этой отрасли готовится медленно, и в середине четвертого года компания, наконец, обнародует показатель EBITDA, отражающий денежные потоки двухлетней давности!
- Почему местная администрация затягивает подписание документов, разрешающих эксплуатацию законченного объекта? Для ответа на этот вопрос приведем следующий пример. По итогам 2007 г., видимо, результаты жилищного строительства в Санкт-Петербурге должны объективно оказаться не самыми сильными, учитывая стадию, на которой находится большинство реализуемых проектов. Это выглядело бы как спад в строительной отрасли, что вряд ли желательно накануне президентских выборов 2008 г. В результате ввод в эксплуатацию домов, фактически построенных в удачном для строителей 2006 г., был отложен для «выравнивания» статистических данных. Таким образом, показатели выручки Санкт-петербургских девелоперов за 2006 г. оказались искусственно занижены, а результаты текущего года, очевидно, будут завышены.

# Приложение

## Распределение земельных участков

Помимо вышеперечисленных рисков российские девелоперы сталкиваются и с другими проблемами. В одном случае возрастает вероятность дефолта, в другом – уменьшается возврат на вложенный капитал, а в третьем – происходит и то и другое. Ниже мы выделим наиболее типичные проблемы, связанные с распределением земельных участков.

### Распределение земельных участков

Согласно федеральным законам (Земельный кодекс, Гражданский кодекс, Градостроительный кодекс) в России признается частная собственность на землю. Однако в действительности схемы оформления частной собственности на землю в каждом регионе разные. Например, в Москве почти все земельные участки принадлежат либо федеральному правительству, либо городской администрации, и случаи частной собственности очень редки. Как правило, девелоперы подписывают с администрацией арендные соглашения. Существует два формата таких соглашений:

- **Инвестиционный контракт:** авансовые денежные выплаты, как правило, не требуются, однако по завершению строительства в собственности городской администрации остается значительная часть объекта. Доля города обычно составляет около 50% и варьируется в каждом конкретном случае в зависимости от дополнительных работ, предусмотренных инвестиционным контрактом (инфраструктура, коммуникации, школы, детские сады и площадки, парковки, офисы для госслужащих и пр. – все эти объекты город получает практически бесплатно). Если администрация соглашается продать участок земли, девелопер может получить разрешение на покупку городской доли в данном проекте (либо до, либо после заключения приемочной комиссии) по цене, определенной назначенным администрацией оценщиком. Таким образом, девелоперы несут 100%-ные затраты по проекту, но при этом рассчитывать могут на намного меньшую (и часто неопределенную) долю прибыли от продажи или сдачи в аренду построенного объекта.
- **Право долгосрочной аренды** предоставляется в обмен на единовременный денежный платеж. В рамках данной схемы девелопер получает недвижимость в полную собственность, а первоначальный платеж приблизительно соответствует той прибыли, которой лишается город, теряя свою долю в данном объекте.

В любом случае девелоперы обязаны вносить регулярные платежи за пользование землей. В настоящее время эти платежи, как правило, эквивалентны по размеру налогу на землю, хотя по-прежнему нет четкого определения размера этих выплат. Если администрация Москвы решит изменить политику и начнет стимулировать продажу земельных участков, девелоперам, арендующим эти участки, понадобятся дополнительные денежные средства. Следует также отметить, что арендные соглашения можно продлевать, однако пока неясно, как это будет выглядеть на практике, так как все уже заключенные контракты еще далеки от завершения.

В Московской области земельные участки могут продаваться и сдаваться в аренду. В Санкт-Петербурге ситуация аналогичная: город периодически проводит тендеры, и победители аукционов получают свободные участки в долгосрочную аренду. Однако в Санкт-Петербурге девелоперы в самом начале процесса выплачивают городу довольно внушительные суммы (хотя и намного меньшие, чем в Москве), а в придачу к возведенному объекту они должны предоставить новую инфраструктуру. Как правило, девелопер не обязан передавать городу часть реализуемых в построенном здании площадей. В этом отношении социальные обязательства в Санкт-Петербурге менее обременительны, чем в Москве.

## Тендеры и аукционы

Согласно Земельному кодексу, те участки, относительно которых ранее не выдавались разрешения на строительство, могут быть переданы в собственность либо посредством тендера, либо через аукцион. Победителю аукциона предоставляется право заключить инвестиционный контракт или долгосрочное лизинговое соглашение с городской администрацией. Для проведения таких тендеров и аукционов необходимо подготовить большое количество соответствующей документации, однако из-за несогласованности действий и регистрационных документов, противоречивости установленных правил и отсутствия четких критериев для определения победителя право аренды может быть оспорено. Мы приведем два примера такого развития событий.

- **Гостиница Россия.** В ноябре 2004 г. администрация Москвы провела тендер на проект по сносу гостиницы Россия и редевелопменту прилегающей территории в этом престижном месте. Победителем была объявлена компания СТ Девелопмент, подконтрольная Ш. Чигиринскому. Другой участник, предложивший большую цену (USD2 млрд совокупных инвестиций против USD830 млн у СТ Девелопмент), оспорил результаты тендера. По словам городской администрации, состоявшийся тендер предполагал не редевелопмент, а только разработку плана строительства, а право заключения другого инвестиционного контракта (непосредственно для строительных работ) представляет собой своего рода бонус (компенсационный пакет) за понесенные участниками затраты на подготовку участка к строительству. Таким образом, право заключения контракта на редевелопмент участка изначально не было предметом тендера. В октябре 2006 г. Высший Арбитражный суд признал результаты тендера недействительными и постановил пересмотреть дело в суде низшей инстанции. Если СТ Девелопмент проиграет дело, статус проекта будет неопределенным.
- **Разногласия между администрациями Москвы и Московской области.** Городская администрация выделила земельные участки в окрестностях подмосковного города Щербинка под массовую застройку. После того, как девелопер начал подготовку к нулевому циклу строительства (т. е. начал проводить земельные работы), выяснилось, что администрация Московской области ранее уже предоставила данный участок сельскохозяйственной фирме. Решение Арбитражного суда было вынесено в пользу Москвы, однако в противном случае девелопер понес бы убытки с учетом тех средств, которые он истратил на подготовку к аукциону.

## Личные связи

Важно также отметить риски, имеющие отношение к личным связям. Самое главное в девелоперском бизнесе – получить привлекательные участки под строительство, что часто подразумевает тесные связи с местными органами власти. Не всегда конкретные наработки и опыт девелопера применим в новой политической обстановке в другом регионе.

# 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 (собираетельно «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](http://www.rencap.com)

## Аналитическое управление

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

**Начальник отдела анализа акций**  
Александр Бурганский  
+ 7 (495) 258 7904  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)

**Заместитель начальника отдела анализа акций**  
Наталья Загвоздина  
+ 7 (495) 258 7753  
[Nzagvozdina@rencap.com](mailto:Nzagvozdina@rencap.com)

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

**Заместитель начальника отдела  
анализа долговых обязательств**  
Павел Мамай  
+ 7 (495) 258 7708  
[Pmamai@rencap.com](mailto:Pmamai@rencap.com)

**Банковский сектор**  
+ 7 (495) 258 7748  
Дэвид Нангл  
[Dnangle@rencap.com](mailto:Dnangle@rencap.com)  
Светлана Ковальская

**Химия и машиностроение**  
+ 7 (495) 783 5653  
Марина Алексеенкова  
[Malexeenkova@rencap.com](mailto:Malexeenkova@rencap.com)

**Компании второго эшелона**  
+ 7 (495) 258 7747  
Эдуард Фаритов  
[Efavitov@rencap.com](mailto:Efavitov@rencap.com)

**Потребительский сектор**  
+ 7 (495) 258 7753  
Наталья Загвоздина  
[Nzagvozdina@rencap.com](mailto:Nzagvozdina@rencap.com)  
Алексей Языков  
Иван Николаев

**Стратегия на рынке акций**  
+ 7 (495) 258 7916  
Роланд Нэш  
[Rnash@rencap.com](mailto:Rnash@rencap.com)  
Ованес Оганисян  
Тим Брэнтон

**Металлургия**  
+ 7 (495) 258 7743  
Роб Эдвардс  
[Redwards@rencap.com](mailto:Redwards@rencap.com)  
Юрий Власов

**Нефть и газ**  
+ 44 (20) 7367 7741  
Адам Ландес  
[Alandes@rencap.com](mailto:Alandes@rencap.com)  
+ 7 (495) 258 7904  
Александр Бурганский  
[Aburgansky@rencap.com](mailto:Aburgansky@rencap.com)  
Елена Савчик  
Роман Елагин  
Ирина Елиневская

**Электроэнергетика**  
+ 44 (20) 7367 7777  
Дерек Уивинг  
[Dweaving@rencap.com](mailto:Dweaving@rencap.com)

**Редакционно-издательский отдел,  
выпуск на английском языке**  
+ 7 (495) 725 5261  
Александра Волдман  
[Awaldman@rencap.com](mailto:Awaldman@rencap.com)  
Патриция Сомервиль  
Джулия Белл  
Трэвис Джонс

**Экономика и политика**  
+ 7 (495) 258 7930  
Владимир Пантюшин  
[Vpantushin@rencap.com](mailto:Vpantushin@rencap.com)  
Олеся Черданцева

**Телекоммуникации**  
+ 7 (495) 258 7902  
Александр Казбеги  
[Akazbegi@rencap.com](mailto:Akazbegi@rencap.com)  
Анна Куприянова

**Украинский рынок акций, стратегия**  
+ 7 (495) 258 7703  
Екатерина Малофеева  
[Kmalofeeva@rencap.com](mailto:Kmalofeeva@rencap.com)  
Фаиг Байрамов  
Светлана Дрыгуш  
Юлия Голеева  
Владислав Носик

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

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

**Кредитный анализ**  
+ 7 (495) 258 7708  
Павел Мамай  
[Pmamai@rencap.com](mailto:Pmamai@rencap.com)  
Дмитрий Поляков  
Петр Гришин  
Наргиз Садыхова

**Административная поддержка**  
+ 7 (495) 725 5216  
Ольга Степанова  
[Ostepanova@rencap.com](mailto:Ostepanova@rencap.com)  
Юлия Попова

© 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. Прошлая 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