Дмитрий ЗАК,
начальник отдела анализа рынка долговых инструментов,
«ТКБ Капитал»

Облигации девелоперов и строителей на российском рынке рублевого долга никогда не пользовались любовью и уважением инвесторов. Основная причина затянувшейся «опалы» девелоперов кроется в самой структуре покупателей и инвесторов на рынке, которыми являются кредитные организации. У банков существуют лимиты не только на конкретных эмитентов, но и на целые отрасли. Причем они, как правило, устанавливаются не в рамках торгового деска. Вот почему и до кризиса, и в его процессе, и тем более после него финансовые институты фактически сами являлись основными строителями и девелоперами страны.

ОПАЛЬНЫЙ СЕКТОР

Если до кризиса кредитные организации активно кредитовали строительный сектор, так как рынок недвижимости рос как на дрожжах — и не только в центральной части России, но и в отдаленных регионах, — то в процессе падения глобальных рынков (товары, валюты, долги, фонды) и снижения деловой активности кредитные организации, с одной стороны, становились не по своей воли собственниками недостроенных и несданных объектов девелоперов (а известны случаи, когда и строительных компаний целиком), с другой стороны, счастливыми обладателями залогов, под которые реальный сектор экономики брал у банковской системы кредиты. Эти залоги тоже в основном представляли собой объекты недвижимости. В итоге, как до кризиса, так и после него лимиты на строителей у основных покупателей их долга, скорее всего, были выбраны. То есть даже при желании приобрести облигацию и увеличить экспозицию на отрасль невозможно чисто по формальным критериям.

Вторая, не менее важная причина «непопулярности» строительного сектора — его непрозрачность. Не нужно быть экспертом, чтобы это утверждать. Компании, работающие в отрасли, для нивелирования своих рисков, а также, безусловно, в целях повышения прозрачности внутригрупповых потоков создают огромное количество SPV — проектных компаний. Соответственно, определить реальные потоки группы стороннему наблюдателю — аналитику, инвестору — в разрозненной структуре, объединяющей сто компаний, которые имеют разную учетную политику (как правило, она даже не раскрывается) — непосильная работа. Не говоря уже про специфику учета в отрасли и сложность осознания инструментов, используемых для продажи квартир — вексельных схем, ПДКП и прочих, которые в целом признаны противоречащими законодательству. Выходит, проще найти другую инвестиционную возможность, нежели изучать непостижимое. Правда, стоит отметить, что пионеры отрасли — как текущие, так и причисляемые к ним ранее, до кризиса, и выбывшие из обоймы по понятным причинам — публиковали отчетность по международным стандартам, что давало более четкое представление о происходящем в операционном профиле компаний.

Таблица 1
Прямые выпуски облигаций строительных компаний и основные параметры эмиссий

Бумага	Рейтинги S/M/F			Объем займа, млн руб.	Купон	Дата ближайшей оферты (погаш.)	Дюрация	Доходность к погашению (оферте)
ЛенСпецСМУ 1	B			2000	16	07.12.2012	1.23	12.1
ЛенСпецСМУ БО-2	B			2000	14.5	23.05.2013	1.78	12.21
ЛСР 2		B3	B-	5000	13.5	08.02.2011	0.49	7.73
ЛСР БО-1		B3	B-	1500	10.5	02.07.2012	1.77	10.27

СТРОИТЕЛЬНЫЙ БИЗНЕС ОЧЕНЬ ПОХОЖ НА БАНКОВСКИЙ, РАЗВЕ ЧТО ПОСЛЕДНИЙ В ЗНАЧИТЕЛЬНОЙ СТЕПЕНИ БОЛЕЕ ДИВЕРСИФИЦИРОВАН С ТОЧКИ ЗРЕНИЯ РИСКОВ И, САМОЕ ГЛАВНОЕ, БОЛЕЕ «ЗАРЕГУЛИРОВАН» СО СТОРОНЫ ЦБ

В то же время, применяемые международные стандарты учета также отличилась: кто-то составлял консолидированную отчетность в формате МСФО, кто-то в US GAAP, что определяло кардинально разный подход к учету таких важный показателей, как выручка, операционная прибыль и других.

Еще один негативный фактор оценки «строителей» — статистика дефолтов. Отрасль отметилась ими в 2001 году, да и в период текущего кризиса также не является аутсайдером в ренкинге по количеству фактов неисполнения обязательств компаниями сектора. Объясняется этот факт тоже, с нашей точки зрения, относительно простыми вешами. Для того чтобы строительно-девелоперская компания функционировала исправно, достаточно двух основополагающих вещей — долгосрочного, по возможности умеренного с точки зрения стоимости фондирования и доверия со стороны потенциальных покупателей — некого нематериального актива, называемого иногда goodwill. Учитывая, что финансовый кризис перешел в стадию экономического, а в середине пути имел спазмы кризиса ликвидности, то с фондированием у строительных компаний, как и у других участников реального сектора, стало плоховато, а для компаний с длинным производственным циклом это сродни смертельному ранению, что, в целом, и произошло. В итоге, малейшее неисполнение обязательств какой-нибудь строительной компании перед кредитором, зафиксированное в СМИ или интернет-пространстве (блоги форумы), напрочь вымывает всех потенциальных покупателей-дольщиков. Получается, что строительный бизнес крайне похож на банковский, разве что последний в значительной степени более диверсифицирован с точки зрения рисков и, самое главное, более «зарегулирован» со стороны ЦБ. В строительном секторе, к сожалению, такого жесткого регулятора нет, а это, в целом, могло бы в значительной степени изменить отношение инвесторов к рискам.

Оценивая текущее состояние рынка недвижимости в России, мы приходим к выводу, что спрос на жилье сохранится еще в течение очень длительного времени, которое исчисляется не месяцами и годами, а десятилетиями. Российский рынок недвижимости, в отличие от большинства западных, имеет сильные фундаментальные факторы для роста — крайне низкую обеспеченность граждан жильем. А как гласит основной закон экономики, спрос рождает предложение. Значит, у российских строителей-девелоперов еще долгое время будет работа на очень емком рынке и, следовательно, положительный денежный поток. Поэтому мы делаем ставку на сегмент жилой недвижимости. Ниже мы приводим основные тезисы относительно ситуации на рынке в настояший момент.

В первом полугодии 2010 года наблюдалось устойчивое оживление не только на строительных площадках Москвы и Санкт-Петербурга, но и в регионах России. Возобновилось строительство многих проектов, замороженных в период кризиса, начали запускаться новые стройки. Стимулом к этому стали низкие цены на строительные материалы и заметное восстановление спроса. Потребность в жилье в России остается высокой, и в ближайшие годы данный дефицит удовлетворить не удастся. Объемы ежегодного строительства (включая докризисный период) лишь на 40% сопоставимы со среднеевропейскими уровнями. При этом обеспеченность площадями на одного жителя в Европе более чем вдвое превышает российский показатель.

Новое предложение будет ограничено. Несмотря на то что финансовое состояние строителей за последний год улучшилось и многим из них удалось провести реструктуризацию кредитных обязательств, оно еще не обрело достаточную стабильность. Долговая нагрузка остается высокой. Основным источником финансирования девелоперских проектов являются банковские кредиты, так как доступ к внешнему инвестиционному капиталу для большинства компаний по-прежнему закрыт. При этом банки хоть и выражают желание финансировать девелоперов, предъявляют к ним повышенные требования и предпочитают кредитовать только крупные компании, что в конечном итоге приводит к снижению объемов строительства в России и, как следствие, ограниченному предложению.

Объемы покупок подтверждают наличие отложенного спроса. Покупатели, отложившие покупку квартир из-за кризиса 2008–2009 годов, начали уверенно выходить на рынок в 2010 году. В первой половине 2010 года количество сделок купли-продажи жилья в Москве превысило не только уровень 2009 года (рост на 76%), но и докризисный уровень 2008 года (рост на 32%). Такой всплеск активности покупателей обусловлен, по нашему мнению, во-первых, растущим уровнем доходов населения и перспективами дальнейшего роста экономики страны; во-вторых, стабильной ценой на жилье, которая, несмотря на рост покупок, повышается довольно скромными темпами; в-третьих, оживлением рынка ипотечного кредитования.

РОССИЙСКИЙ РЫНОК НЕДВИЖИМОСТИ, В ОТЛИЧИЕ ОТ БОЛЬШИНСТВА ЗАПАДНЫХ, ИМЕЕТ СИЛЬНЫЕ ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ФАКТОРЫ ДЛЯ РОСТА — КРАЙНЕ НИЗКУЮ ОБЕСПЕЧЕННОСТЬ ГРАЖДАН ЖИЛЬЕМ

Ипотечное кредитование возвращается к жизни. Дополнительным фактором формирования рыночного спроса является возрождающийся рынок ипотечного кредитования. Объем выданных кредитов за первые пять месяцев 2010 года на 124% превысил уровень 2009 года. Однако излишнего оптимизма в отношении данного способа покупки жилья на данный момент мы не испытываем. Несмотря на солидный рост обьемов год к году, в основном благодаря эффекту низкой базы, текущие обьемы покупок с помощью

ипотеки составляют всего около 40% от докризисного уровня; во-вторых, в России объем покупок квартир с использованием ипотеки составляет менее 2% ВВП страны, во многом по причине высоких кредитных ставок. При этом, например, в Польше и Чехии данный показатель составляет около 10%, во Франции — 34%, в Германии — 48%, а в США — более 50%. При этом средняя ставка по кредиту колеблется в диапазоне 2.5–4.8%.

Государство работает над снижением ставок и продолжит выкуп жилья. В текущем году государство намерено инвестировать в рынок ипотечного кредитования в общей сложности 250 млрд руб. Из средств ВЭБа будет выделено 50 млрд руб., 160 млрд руб. — из средств пенсионных накоплений и 40 млрд руб. — из Фонда национального благосостояния. Основная цель выделения средств — снижение ставок по ипотечным кредитам до уровня 10–11% уже в 2010 году. В мае премьер-министр РФ Владимир Путин сообщил, что ВЭБ приступил к реализации программы поддержки ипотеки. С начала года средняя ставка по выданным кредитам снизилась на 0.5 п.п. до 13.7% в рублях и на 2.1 п.п. до 10.9% в валюте. Мы позитивно оцениваем государственные инициативы, однако, учитывая нестабильность на финансовом и валютном рынках, не ожидаем заметного снижения ипотечных ставок с текущих уровней до конца 2010 года.

Программа по привлечению частных компаний для строительства социального жилья, на наш взгляд, остается эффективным способом компенсации падения рыночного спроса. Несмотря на то что операционная рентабельность подобных проектов для строителей не превышает 5–7%, участвующие в государственных заказах строители получают возможность загрузить свободные (при отсутствии рыночного спроса) производственные мощности и улучшают свою краткосрочную ликвидность. Например, крупнейший заказчик социального жилья — Министерство обороны РФ, которое намерено потратить на покупку жилья только в 2010–2011 годах до $3.5 млрд (110 млрд руб.) — перечисляет авансовые платежи на строительство.

ТОРГОВЫЕ ИДЕИ В «СТРОИТЕЛЯХ-ДЕВЕЛОПЕРАХ»: ЧТО ПОКУПАТЬ?

Следуя логике вышеперечисленных тенденций отрасли, мы отдаем предпочтение выпускам облигаций крупных строительных компаний, базовый регион которых отличается высокой платежеспособностью, позиции на рынке имеют элементы монопольных, а сегмент, в котором оперирует компания, — жилищное строительство. Всем перечисленным критериям удовлетворяют крайне небольшое количество эмитентов на рынке облигаций, среди которых «ЛенСпецСМУ» и ЛСР.

Несмотря на то что нам в равной степени импонируют кредитные профили компаний, мы бы отдали предпочтение выпускам «ЛенСпецСМУ». Торговая идея заключается в том, что при разнице в кредитных рейтингах на одну ступень в пользу «ЛенСпецСМУ» облигации компании предоставляют инвестору большую доходность, нежели покупка обязательств ЛСР такой же срочности. И разница эта существенна — 200 б.п.

Организатор

Генеральные спонсоры

TKB Capital

Спонсор

FIXED INCOME CONFERENCE
CBONDS RUSSIA & CIS 2010

16-17 сентября, Лондон

Новое профессиональное мероприятие, проводимое информационным агентством Cbonds, призвано собрать на одной площадке международных институциональных инвесторов с одной стороны и ведущие российские финансовые институты, эмитентов и представителей органов власти из России и СНГ с другой стороны.

В первый день выступят:
- **Neil MacKinnon,** Executive Director, Research, **VTB Capital plc.**
- **Pawan Gupta,** Head of Emerging Markets Structuring, **ING Wholesale Banking**
- **James Johnston,** Listing Manager - Debt Securities, **Irish Stock Exchange**
- **Иван Чакаров,** главный экономист по России, **Bank of America Merrill Lynch**
- **Евгений Гавриленков,** главный экономист, **УК Тройка Диалог**
- **Александр Морозов,** экономист по России и СНГ, **HSBC**
- **Юлия Цепляева,** директор аналитического отдела, **BNP Paribas**
- **Дмитрий Зак,** начальник отдела анализа рынка долговых инструментов, **ТКБ Капитал**
- **Надежда Пискунова,** начальник аналитического отдела, **J&T BANK**

Во второй день планируются:
- Выступления представителей из Казахстана, Украины, Беларуси и Азербайджана.
- **Проведение индивидуальных встреч инвесторов с ключевыми эмитентами российского облигационного рынка.**

Информационная поддержка:

Подробная информация на сайте www.cbonds-congress.com