«РЕНОВА-СтройГруп», входящая в холдинг Виктора Вексельберга, готовится пополнить ряды девелоперских компаний-участников российского долгового рынка. В июне компания рассчитывает наконец-то начать «строительство» своей кривой — выйти на рынок с дебютными бондами на 3 млрд руб. В интервью Cbonds Review генеральный директор группы компаний «РЕНОВА-СтройГруп» Михаил Семенов поделился с корреспондентом журнала мыслями о том, как чувствуют себя ведущие игроки в отрасли сегодня и каковы преимущества строительного бизнеса «РЕНОВА» перед другими компаниями, присутствующими на рынке облигаций.

«Верим, что наш дебют будет оценен инвесторами адекватно»

Михаил СЕМЕНОВ,
генеральный директор группы компаний «РЕНОВА-СтройГруп»

– «РЕНОВА-СтройГруп», согласно рейтингу «Коммерсанта», стала лидером по приросту объемов введенного в эксплуатацию жилья в прошлом году, увеличив собственные показатели почти в три раза — с 140 тыс. кв. м в 2009 году до 400 тыс. кв. м в 2010 году. Являясь крупнейшим игроком на этом рынке, как вы оцениваете текущую ситуацию в сфере жилого строительства в России?

– На данном этапе строительная отрасль чувствует себя значительно лучше, чем в 2009 году. Мы видим явное восстановление спроса (например, наши планы рыночных продаж за прошлый год перевыполнены почти в полтора раза). Это связано как со снижением ставок по ипотеке, так и с растущей уверенностью покупателей в завтрашнем дне и желанием вложить деньги в «реальные активы». Те компании, которые были перегружены кредитами перед кризисом, до сих пор испытывают сложности из-за необходимости обслуживать старые долги. Компании, проводившие более взвешенное финансовое планирование, могут полноценно воспользоваться возможностями, которые им дает восстановление рынка.

– По мнению экспертов, в ближайшие два года рынок столкнется с нехваткой первичного предложения жилья. Вы с этим согласны? Каковы ваши прогнозы по объемам ввода жилья «РЕНОВА-СтройГруп» в 2011 году?

– В 2011 году мы планируем объем ввода жилья, сопоставимый с уровнем 2010 года. Нехватка первичного жилья будет ощущаться в разных регионах по-разному: чем сильнее был спад объемов строительства, тем сильнее дефицит нового предложения. Особенно это касается качественной недвижимости, такой как в проектах комплексного освоения территории.

– Что можно сказать про изменение структуры спроса на рынке?

– Спрос изменился в сторону сокращения доли инвестиционных квартир, одновременно выросли требования покупателей к качеству жилья — не только в рамках отдельного дома, но и территории в целом

(квартала, района). Школы, детские сады, транспортная инфраструктура — теперь все имеет значение для потребителя.

– Какова сейчас норма прибыли в отрасли — 30–35%? Будет ли расти маржа застройщиков в ближайшие два-три года?

– Норма прибыли в отрасли (если говорить о жилье эконом-класса) значительно ниже — 10–15%. Мы думаем, что в ближайшие три-пять лет будет происходить плановый рост в рамках девелоперского цикла. Он будет характеризоваться постепенным увеличением как цен, так и затрат, поэтому маржа девелоперов будет относительно стабильна.

– В 2010 году холдинг показал впечатляющие результаты в отношении проданного жилья, увеличив показатель в 4.25 раза: с 80 тыс. кв. м в 2009 году до 340 тыс. кв. м в 2010 году. Какие планы по 2011 году?

– В 2011 году мы планируем продажи на уровне предыдущего года. Прошлогодний результат нам удалось обеспечить как за счет существенного увеличения доли рыночных продаж, так и за счет роста объемов продаж государственным заказчикам, в первую очередь — Министерству обороны.

– Именно госконтракты можно считать ключевым фактором роста бизнеса на рынке жилья?

– Это, безусловно, важный фактор, однако наши объемы продаж на рынок также существенно выросли, и мы планируем увеличить эти показатели по итогам текущего года. Что касается госконтрактов, то в 2011 году мы рассчитываем реализовать государству более 120 тыс. кв. м жилья.

– Какова сегодня доля объектов «РЕНОВА-СтройГруп» на ключевых региональных строительных рынках?

– На рынке многоэтажного строительства Екатеринбурга в 2010 году мы заняли более 35%. В Московской области доля рынка (если не брать индивидуальное жилищное строительство) — около 10%, В Краснодаре и Перми цифры скромнее, так как мы еще не вышли на полную мощность после кризиса.

– Какой объем насчитывает совокупный текущий портфель проектов компании (доля жилой и коммерческой недвижимости)?

– Общий портфель проектов компании составляет порядка 20 млн кв. м, доля жилой недвижимости в нем — около 80%.

СПРАВКА

ГК «РЕНОВА-СтройГруп» — компания, инвестирующая в проекты в сфере девелопмента земельных участков, инженерной инфраструктуры, жилой и коммерческой недвижимости в различных регионах России. Основа бизнес-стратегии холдинга — проекты комплексного освоения территорий. Проектные офисы компании расположены в Екатеринбурге, Челябинске, Перми, Ярославле, Краснодаре, Московской области. По состоянию на начало 2011 года под управлением ГК «РЕНОВА-СтройГруп» находился портфель проектов на более чем 19 млн кв. м недвижимости в различных регионах РФ.

– «РЕНОВА-СтройГруп» специализируется на проектах комплексной застройки территорий (КОТ). В чем основные преимущества (с точки зрения себестоимости кв. м и маржи застройщика) и вероятные риски девелопера при реализации проектов КОТ по сравнению с точечной застройкой?

– За счет эффекта масштаба мы можем добиваться более низкой себестоимости и, соответственно, более высокой маржи. Основная проблема точечной застройки — реинвестиционный риск: после реали-

КОММЕНТАРИЙ

Эльдар ВАГАБОВ,
аналитик, Альфа-Банк

Несмотря на то что «РЕНОВА-СтройГруп» (РСГ) не является публичной компанией и не раскрывает всю необходимую для кредитного анализа информацию, на основе данных, предоставленных ее менеджментом, все же можно сделать определенные выводы.

Прежде всего, обращает на себя внимание довольно низкая долговая нагрузка компании (два показателя EBITDA 2010 года), что в принципе нехарактерно для компаний строительной отрасли. Например, показатель 2010 net debt/EBITDA группы ЛСР находится на уровне 3.5, ЛенСпецСМУ — около 3. Даже с учетом планов менеджмента увеличить долговую нагрузку в 2011 году до 3.4 показателей EBITDA ситуация будет оставаться под контролем. Мы также отмечаем хорошую структуру текущего долга РСГ, который представлен в основном рублевыми процентными обязательствами. Подобная структура представляется нам выигрышной, поскольку позволяет минимизировать валютные риски (операционной валютой компании является российский рубль).

В то же время, нельзя не обратить внимание на слабую сторону долгового профиля РСГ, которая заключается в сроках погашения долга. Насколько мы понимаем, значительная часть обязательств (не менее 40%) является краткосрочной, и только в 2011 году компании предстоит рефинансировать бридж-кредит на сумму 1.5 млрд руб., для чего она рассматривает возможность размещения облигационного займа. Еще одним показателем, которому мы уделяем немалое внимание, является стоимость обслуживания долга. Для РСГ средневзвешенная ставка по кредитам составляет около 11.5%, что представляется сравнительно немаленькой величиной. Мы считаем, что данная ставка отражает как риски строительной отрасли в целом, так и отдельно взятой компании.

Среди основных отраслевых рисков мы видим вероятность медленного восстановления спроса и неуверенной динамики цен, изменения законодательства и «правил игры» в целом, слабое развитие рынка ипотеки. В числе же основных рисков самой компании, по нашему мнению, значатся отсутствие публичной истории и сопутствующая ему информационная непрозрачность, а также существенная ставка на низкомаржинальные госконтракты.

С учетом того что детальная информация о предполагаемом облигационном выпуске отсутствует, а также принимая во внимание текущую ситуацию в секторе, профиль компании и наличие на рынке довольно большого количества других инвестиционных альтернатив, мы полагаем, что годовая доходность выпуска может варьироваться в довольно широких пределах. По нашему представлению, диапазон ставок мог бы составить от 8% до 11% и даже выше.

зации проекта (два-три года для жилья) вам необходимо снова платить за вход в новый проект. Помимо этого, необходимо иметь серьезный портфель новых проектов, чтобы обеспечивать бесперебойность денежного потока. В случае с КОТ у застройщика есть возможность без риска повышенной платы за вход зафиксировать девелоперскую маржу на 10–15 лет и управлять объемами ввода (продаж) внутри экономического цикла (в девелопменте он составляет 10–12 лет). Управление внутри экономического цикла позволяет увеличить IRR портфеля проектов на 4–5%. Кроме того, на проекты КОТ проще получить меры господдержки, так как они имеют значимый социально-экономический эффект для региона и прозрачны с точки зрения целевого использования средств не только на региональном, но и на федеральном уровне.

– Каковы финансовые показатели группы по итогам 2010 года и прогноз на 2011 год?

– Выручка группы за 2010 год составила около $490 млн, а с учетом средств, поступивших от Министерства обороны в январе-феврале 2011 года (по квартирам, переданным в 2010 году) — около $560 млн. EBITDA за 2010 год составила $147 млн. Согласно прогнозам на 2011 год, наша выручка составит $420 млн, валовая прибыль — $98 млн, EBITDA — $121 млн. Эти данные рассчитаны согласно стандартам МСФО. Цифры по 2010 году даны из предварительных отчетов аудиторов.

– Каков уровень долга компании на сегодняшний день?

– На первый квартал 2011 года показатель долг/EBITDA находится на уровне 2, что считается очень низким для отрасли. Основной объем долга — рублевые кредиты на один-три года, это исключительно проектное финансирование. На головной компании холдинга у нас пока нет долговой нагрузки.

– Какова средневзвешенная ставка по портфелю?

– Средневзвешенная номинальная ставка по портфелю — около 11.5% годовых.

– Кто основные кредиторы группы? Каков прогноз по долговой нагрузке на конец года?

– В числе основных кредиторов — Сбербанк, банк «ОТКРЫТИЕ», СКБ-банк, МЕТКОМБАНК и другие финансовые институты. Среднегодовая долговая нагрузка в 2011 году (долг/EBITDA) не превысит 3.4. В 2012 году этот показатель прогнозируется еще ниже. С управленческой точки зрения мы видим показатель 3.5 как предельно допустимый.

– Какой объем задолженности предстоит рефинансировать в текущем году?

– Только бридж-кредит на 1.5 млрд руб. Мы планируем рефинансировать его за счет средств от размещения облигационного займа.

– Как будет строиться политика компании в области заимствований в ближайшие годы?

– Компания планирует выходить на рынок облигаций в этом году, а также продолжит привлекать проектное финансирование на свои объекты. Мы не планируем занимать «в голову» больше, чем 30–35% собственного капитала, и видим совокупный показатель долг/EBITDA на уровне не выше 3.5.

– РСГ зарегистрировала выпуск облигаций на 3 млрд руб. еще в прошлом году и планировала выйти на рынок до конца 2010 года. Почему вы отказались от размещения?

– Учитывая крайне успешные показатели 2010 года, компания предпочла выйти на рынок облигаций только после получения отчетности по 2010 году (то есть в первом полугодии 2011 года), так как это позволяет рассчитывать на более низкую ставку по облигациям.

– По какой ставке вы готовы занимать?

– Мы планируем занимать по ставке, соответствующей нашему уровню риска, с учетом рыночной коньюнктуры на дату размещения. На данном этапе я бы не хотел называть конкретные ориентиры по ставкам, так как мы проводим большую работу с рынком и верим, что наш дебют будет оценен инвесторами адекватно. Ближе к концу road show будут ясны ценовые параметры. Наши финансовые показатели лучше среднеотраслевых, поэтому премия не должна быть значительной, несмотря на дебютный выпуск. Компания развивает уникальную в секторе стратегию и обладает набором ключевых компетенций, в первую очередь в ГЧП. Я верю, что со временем, когда инвесторы в этом до конца разберутся, долг компании будет торговаться с премией к сектору. У нас лучшая «прозрачность» денежных потоков и меньше операционный риск, чем у других компаний в отрасли.

– Международные рейтинги получать планируете?

– В связи с тем, что неотъемлемой частью комплекта материалов для рейтинговых агентств является аудированная отчетность МСФО за 2010 год и ряд иных документов, подготовка которых занимает значительное время, мы предполагаем, что получение рейтингов возможно не ранее третьего квартала 2011 года. Так что дебютный выпуск планируем проводить без рейтинга.

– Каковы инвестиционные потребности группы на этот год?

– Объем инвестиций на реализацию проектов в 2011 году составит более 23 млрд руб. Что касается источников финансирования инвестпрограммы, то они прежние — кредиты, средства акционеров, прибыль от проектов.

– Год назад «РЕНОВА-СтройГруп» объявила, что создает два закрытых паевых инвестиционных фонда недвижимости (ЗПИФН) сроком на пять лет. Фонды должны были привлечь в 2010–2011 годах от 1.6 млрд до 3 млрд руб. для финансирования проектов «РЕНОВЫ» по строительству жилья. Насколько удачным оказался этот опыт?

– Мы им очень довольны. Фонды созданы, уже привлечено и проинвестировано более 300 млн руб., мы планируем продолжить развитие этого инструмента в 2011 году и последующие годы. Продажи в рынок оказались более значимыми, чем мы рассчитывали, что в некотором смысле снизило потребность привлечения в ЗПИФ в 2010 году.

– Сохраняются ли планы по выходу на IPO в ближайшие два года? Насколько привлекательны для компании сегодня рынки акционерного капитала?

– Рынки акционерного капитала только начинают показывать первые признаки восстановления интереса инвесторов к сектору недвижимости. Наши планы выхода на IPO коррелируют с ростом спроса инвесторов на горизонте трех-четырех лет. Мы предполагаем, что сектор будет более интересно оценен в этом временном диапазоне, хотя, конечно, вряд ли достигнет пиковых мультипликаторов, с которыми выходили на рынок девелоперские компании до кризиса, в 2007–2008 годах.

Дмитрий МОНАСТЫРШИН,
заместитель начальника отдела анализа предприятий
и отраслей инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

В качестве бенчмарков дебютного выпуска облигаций «РЕНОВА-СтройГруп» можно рассматривать облигации группы ЛСР и ЛенСпецСМУ, специализирующихся на проектах комплексной застройки жилой недвижимости.

Масштабы бизнеса «РЕНОВА-СтройГруп» соответствуют строительной компании ЛенСпецСМУ. Выручка обеих компаний за 2010 год составляет порядка $500 млн. ЛенСпецСМУ в 2009 году ввело в эксплуатацию 337 тыс. кв. м жилой недвижимости, в 2010 году — 213 тыс. кв. м. Близкие объемы строительства заявляет и РСГ: 80 тыс. кв. м в 2009 году и 340 тыс. кв. м в 2010 году.

Кредитный профиль «РЕНОВА-СтройГруп» уступает ЛенСпецСМУ в силу более высокой долговой нагрузки и меньших показателей рентабельности первой компании. В целом, финансовые показатели «РЕНОВА-СтройГруп» соответствуют качественному третьему эшелону.

Поддержка акционеров и госконтракты на строительство жилья оказывают стабилизирующее влияние на кредитный профиль эмитента.

Информационная открытость «РЕНОВА-СтройГруп» пока оставляет желать лучшего. Эмитентом облигаций «РЕНОВА-СтройГруп» является SPV-компания, при этом на сайте группы не раскрывается консолидированная отчетность по МСФО. Наличие в качестве поручителя материнской компании, находящейся за пределами России, также не добавляет привлекательности займу. Наличие среди поручителей компании, генерирующей денежный поток в России, сделало бы заем более привлекательным.

Перспективы бизнеса «РЕНОВА-СтройГруп» выглядят достаточно позитивно. Низкий уровень обеспеченности жильем и высокая изношенность жилищного фонда в России создают перспективы для будущего роста строительного рынка. Восстановление банками ипотечного кредитования и постепенное снижение процентных ставок по предоставляемым кредитам оказывают поддержку спросу со стороны населения.

По данным Росстата, в 2010 году в России было введено в эксплуатацию 58.1 млн кв. м нового жилья, что всего на 3% меньше, чем в 2009 году, когда вводились в эксплуатацию преимущественно объекты, строительство которых началось еще в докризисный период.

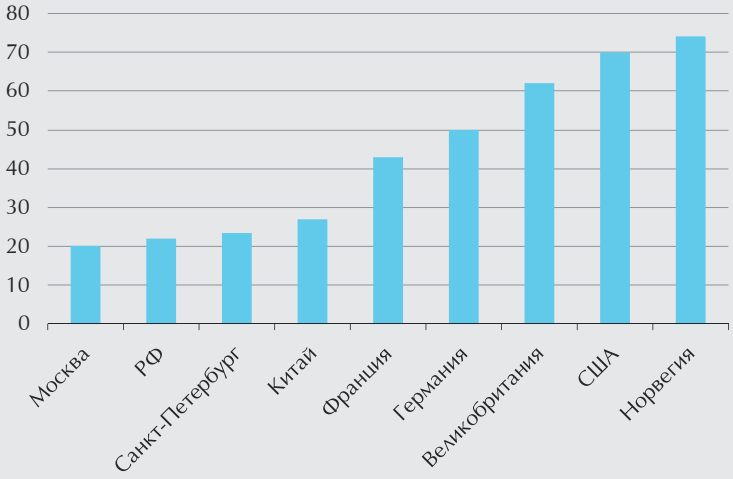
Одобренная Правительством России Федеральная целевая программа (ФЦП) «Жилище» на 2011–2015 годы предусматривает строительство 370 млн кв. м жилья эконом-класса за пять лет и увеличение строительства новых объектов к 2016 году до 100 млн кв. м в год. На ФЦП, по данным Минрегиона, будет потрачено более 620 млрд руб., из них федеральное финансирование — 220 млрд руб.

Рублевые выпуски облигаций группы ЛСР и ЛенСпецСМУ торгуются с доходностью в диапазоне 7.75–8.5% годовых при дюрации 1.5–2.5 года. На наш взгляд, справедливая премия «РЕНОВА-СтройГруп» к кривой доходности обращающихся выпусков ЛСР и ЛенСпецСМУ должна составлять порядка 300 б.п. Данная премия включает компенсацию за отсутствие международных кредитных рейтингов и неломбардность (75 б.п.), премию за низкую транспарентность отчетности и слабую структуру займа (75 б.п.), премию за более высокий уровень риска в силу высокой долговой нагрузки (100 б.п.), премию за дебютное размещение (25–50 б.п.). В качестве верхней границы справедливой доходности облигаций «РЕНОВА-СтройГруп» ориентиром для инвесторов может выступать выпуск «Полипласт, 2», размещенный в марте 2011 года. В течение последнего месяца бумаги группы «Полипласт» торговались с доходностью на уровне 11.45–12.07% к оферте через 1.5 года. «Полипласт» осуществляет производство и поставку добавок, улучшающих свойства бетонных смесей. «РЕНОВА-СтройГруп» существенно превосходит «Полипласт» по объему выручки, однако монопольные позиции «Полипласта» на рынке строительной химии и более стабильный денежный поток уравновешивают риски компаний.

Таблица 1. Ключевые финансовые показатели отчетности по МСФО, млн руб.

	ЛСР		ЛСР		РСГ
	2009	2010	2009	6м2010	2010П
Выручка	51 024	49 950	18 169	8 558	14 876
EBITDA	14 732	8 687	6 084	3 595	4 463
Чистая прибыль	4 590	1 742	3 576	2 539	
Активы	110 314	106 220	34 227	31 337	
Капитал	39 621	53 148	7 460	9 999	
Чистый долг	36 214	30 184	3 922	3 887	
Чистый долг/EBITDA	2.5	3.5	0.6	0.5	2.0
Маржа EBITDA	29%	17%	33%	42%	30%
Ввода жилья, тыс. кв. м в год	168	404	337	213	340

Рисунок 1. Обеспеченность жильем, кв. м на душу населения



Источник: Росстат

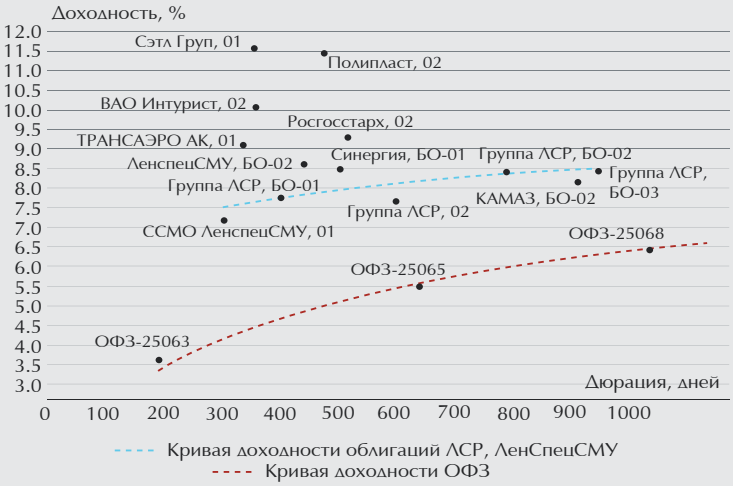



Рисунок 2. Карта доходности рублевых облигаций на 26.04.2011