# Девелопер от РЖД

*Анна Чепракова*

**Стопроцентная дочка ОАО «РЖД» — ЗАО «Желдорипотека», специализирующаяся на обеспечении сотрудников транспортного монополиста доступным жильем — намерена выйти на рынок рублевых облигаций.**

На первый взгляд, это событие ничем не примечательное: похожая компания, тоже «дочка» «РЖД» — некоммерческая организация «Фонд «Жилсоципотека» — уже разместила два выпуска своих облигаций. Риск «Желдорипотеки», как и риск «Жилсоципотеки», является «производным» от риска госкомпании РЖД, которая в специальном представлении не нуждается. Но «Желдорипотека» — отнюдь не «клон» «Жилсоципотеки», масштабы бизнеса этого эмитента больше, и дебютирует он на рынке практически сразу с двумя займами общим объемом в 4 млрд руб. При этом компания не намерена довольствоваться скромной ролью социального «придатка» РЖД и лелеет крайне амбициозные планы по превращению в одного из крупнейших девелоперов страны.

Когда в 2001 году по инициативе Министерства путей сообщения (МПС) было создано ЗАО «Желдорипотека», единственной задачей этой организации было обеспечивать доступным жильем железнодорожников. Причем на первых порах компания играла преимущественно роль риэлтора, функции заказчика строительства исполняли профильные подразделения филиалов ОАО «РЖД», а строили жилье в основном тресты или строительные предприятия госмонополии.

В 2003 году, когда ОАО «РЖД» было выделено из состава МПС, федеральная железнодорожная компания стала стопроцентным акционером

«Желдорипотеки». Сегодня РЖД владеет в «Желдорипотеке» долей 100% минус одна акция, которая принадлежит автономной некоммерческой организации «Центр организационного обеспечения структурной реформы железнодорожного транспорта» (АНО «Желдорреформа»). Со временем полномочия «Желдорипотеки» значительно расширились, и теперь компания выступает не только продавцом жилых площадей, но также инвестором и застройщиком.

География деятельности «Желдорипотеки» охватывает практически всю страну. Компания строит жилье для железнодорожников во всех регионах, где присутствуют филиалы РЖД, кроме Москвы и Московской области. Строительством в этих двух регионах, а также в Брянской, Тульской, Орловской, Курской, Калужской, Рязанской, Владимирской областях занимается другая «дочка» РЖД — некоммерческая организация «Фонд «Жилсоципотека». Эта структура была создана в 2002 году для обслуживания сотрудников Московской железной дороги и представлена на облигационном рынке двумя выпусками облигаций совокупным объемом 2.1 млрд руб.

## ДВЕ КОЛЕИ

Появление сразу двух дочерних структур РЖД, выполняющих в сущности идентичные функции — «Желдорипотеки» и «Жилсоципотеки», — вызвано давним, принятым еще во времена министра путей сообщения Геннадия Фадеева, решением обособить строительство жилья для сотрудников Московской железной дороги.

Сейчас ОАО «РЖД» активно занимается упорядочением своей структуры, в связи с чем было бы логично предположить, что две эти компании рано или поздно будут объединены в одну. Тем более что разделение «сфер влияния» этих компаний по географическому принципу уже не работает, поскольку «Желдорипотека» уже реализует на территории Москвы и Московской области целый ряд собственных инвестиционных проектов, не связанных с жилищной программой РЖД.

Однако, по информации Cbonds Review, пока никаких планов по слиянию двух компаний у РЖД нет. А «Желдорипотека» сконцентрирована сейчас на совсем иной глобальной задаче, нежели поглощение «родственного» конкурента. В декабре 2006 года распоряжением президента ОАО «РЖД» Владимира Якунина «Желдорипотека» была назначена головной управляющей компанией РЖД по вовлечению в хозяйственный оборот непрофильных активов. Таким образом, компания ведает теперь застройкой огромных по площади земельных угодий железнодорожного монополиста: площадь непрофильных активов «РЖД» только на территории Москвы составляет более трех тысяч гектаров.

## НА РЫНОЧНЫЕ РЕЛЬСЫ

В первые четыре года работы «Желдорипотеки» на ниве строительства доступного жилья для железнодорожников ОАО «РЖД» фактически субсидировало деятельность компании, выдавая ей длинные кредиты — как беспроцентные, так и под символические 0.3% годовых. Но столь вольготными условиями ведения бизнеса «Желдорипотека» наслаждалась недолго. В конце 2005 года основной акционер перестал баловать свою «дочку» и прекратил «благотворительность», свернув программу льготного кредитования. ОАО «РЖД» решило перевести работу «Желдорипотеки» на рыночные рельсы, и для реализации этой задачи в главный московский офис компании из Санкт-Петербурга была «импортирована» менеджерская команда во главе с новым гендиректором — Виталием Вотолевским.

**>>> В декабре 2006 года распоряжением президента ОАО «РЖД» Владимира Якунина «Желдорипотека» была назначена головной управляющей компанией РЖД по вовлечению в хозяйственный оборот непрофильных активов. <<<**

На смену прежнему руководству пришли люди с рынка, не избалованные опытом ведения бизнеса в условиях льготного кредитования. Большинство специалистов, сформировавших основной костяк нового менеджмента, до прихода в «Желдорипотеку» работали вместе с господином Вотолевским в питерской девелоперской компании ЗАО «Петербургстрой-Сканска» (до 2002 года — ОАО «Петербургстрой»). Для того чтобы компания могла комфортно существовать в новых для нее рыночных условиях, Виталий Вотолевский создал подразделение маркетинга и серьезно усилил юридический блок, а также практически с нуля сформировал подразделение по выполнению функций заказчика по строительству.

«Мы не застали почти беспроцентных кредитов, для нас это история», — говорит Вотолевский. Начиная с первого января 2006 года «Желдорипотека» не имела ни копейки льготных кредитов, произошел полный отказ от кредитов со стороны РЖД. Теперь компания, по его словам, использует стандартные инструменты финансирования — кредиты на рыночных условиях, вексельные программы, настал черед и привлечения средств на рынке облигаций. Компания уже приняла решение до конца 2007 года привлечь через размещение облигаций 4 млрд руб., первый займ объемом 1.5 млрд руб. запланирован на середину сентября, объем второго займа составит, соответственно, 2.5 млрд руб. Организует оба размещения приближенный к ОАО «РЖД» ТрансКредитБанк. Привлеченные средства предполагается в равных долях направить на реализацию жилищной ипотечной программы РЖД и собственную инвестиционную программу «Желдорипотеки», инвестиции будут осуществлены в конце 2007 и в начале 2008 года.

В 2006 году компания направила на финансирование строительства жилья для железнодорожников 5.9 млрд руб., а в 2007 году намерена инвестировать в строительство 6.1 млрд руб., а также 6 млрд руб. на приобретение участков под застройку и финансирование объектов недвижимости на стадии оформления площадок, проектирования, формирования пакета исходно-разрешительной документации. Совокупная стоимость всех проектов компании, без учета специальных проектов, составляет сегодня более 40 млрд руб.

В 2007 году около 35% проектов «Желдорипотека» реализует в качестве заказчика-застройщика, 65% — в качестве дольщика и инвестора. Рентабельность бизнеса «Желдорипотеки» такова: по проектам, где компания выступает инвестором (дольщиком) — 12–15%, по проектам,

где компания выступает застройщиком — 15–20%. В дальнейшем «Желдорипотека» намерена изменять это соотношение в сторону увеличения доли проектов, реализуемых в качестве заказчика-застройщика, в 2008 году «вес» таких проектов в общем числе проектов компании должен составить 50%, в 2009 — 65%, в 2010 — 80%.

*Виталий Вотолевский, генеральный директор ЗАО «Желдорипотека», намерен увеличить долю коммерческих проектов в портфеле компании*

## ГОСУДАРСТВЕННЫЙ РЕСУРС

Сегодня РЖД помогает улучшить жилищные условия примерно 3 тысячам человек в год. Именно столько сотрудников РЖД, соответствующих критериями очередников городских муниципальных очередей, ежегодно получает новые квартиры. По подсчетам господина Вотолевского, очередники РЖД обеспечат «Желдорипотеке» платежеспособный спрос на квартиры как минимум на ближайшие семь-восемь лет. Кроме того, он предполагает, что среди клиентов «Желдорипотеки» будет расти количество работников РЖД, которые хотят улучшить свои жилищные условия, но не являются очередниками. Они не имеют льгот по ипотечным кредитам, но могут приобретать жилье по специальным ценам, установленным «Желдорипотекой» для сотрудников РЖД. В прошлом году «Желдорипотека» продала этой категории сотрудников РЖД около 1 тысячи квартир. «В отличие от многих компаний, работающих на рынке, у нас есть очень большой ресурс сотрудников РЖД», — формулирует конкурентное преимущество «Желдорипотеки» ее генеральный директор.

**>>> «В среднем мы закладываем маржу, которая ниже, чем в наших рыночных проектах, но при этом позволяет покрывать накладные расходы и издержки на обслуживание заемных средств и получать небольшую рентабельность — порядка 1.5–2%», — рассказывает господин Вотолевский. <<<**

Действительно, потенциальными клиентами компании, по данным департамента социального развития ОАО «РЖД» на конец 2006 года, является более 25.5 тыс. сотрудников ОАО «РЖД», претендентов на корпоративную поддержку при покупке жилья. В 2006 году «Желдорипотека» получила 5.8 млрд руб. инвестиционных взносов по инвестиционным контрактам соинвесторов, в 2007 году компания планирует увеличить этот показатель до 7.5 млрд руб. В период с 2001 по 2006 год «Желдорипотека» инвестировала в строительство жилья для работников РЖД 10.2 млрд руб. собственных и заемных средств. В 2007 «Желдорипотека» планирует освоить 3 млрд руб.

На данный момент до 80% жилья «Желдорипотека» реализует за счет ипотечного кредитования. Сотрудники РЖД, являющиеся очередниками, кредитуются по льготным ставкам в уполномоченных банках. «Железнодорожники могут получить ипотечные кредиты в банке на коммерческих условиях или с предоставлением субсидии ОАО «РЖД». Во втором случае обслуживание кредита обходится заемщику дешевле — часть процентной ставки компенсируется ОАО «РЖД», и заемщику останется выплачивать только 2% годовых по кредиту», — рассказал вице-президент ОАО «ТрансКредитБанк» Андрей Купцов. До конца 2006 года ипотечные кредиты сотрудникам РЖД мог выдавать только ТрансКредитБанк, но затем РЖД провела конкурс и отобрала еще несколько банков для реализации своей жилищной программы. В списке уполномоченных банков, отобранных ОАО «РЖД», восемь банков: ТрансКредитБанк, четыре региональных банка, входящих в его банковскую группу, банк «Возрождение», «КИТ-Финанс» и Газпромбанк. Но основной объем кредитов выдается через ТрансКредитБанк и его «дочек». Так, доля жилья, реализуемого «Желдорипотекой» с участием ТрансКредитБанка, составляет около 95%. «По итогам первого полугодия 2007 года ТрансКредитБанком выдано более 10 тыс. кредитов на приобретение жилья на общую сумму свыше 10.6 млрд руб., из них почти 6.5 тыс. кредитов на сумму 6.9 млрд руб. с предоставлением корпоративной жилищной субсидии, — говорит господин Купцов. — При этом на начало 2007 года банк выдал более 6.7 тыс. кредитов на сумму 6.4 млрд руб., из них 4.2 тыс. кредитов на 4.3 млрд руб. с предоставлением субсидий». В 2007 году РЖД планирует направить на субсидирование части процентной ставки по ипотеке 420 млн руб., а также 150 млн руб. на оказание работникам ОАО «РЖД» безвозмездных субсидий.

Реализация недвижимости сотрудникам «РЖД» — не высокорентабельный бизнес. «Желдорипотека» продает квартиры очередникам-железнодорожникам по ценам ниже рыночных. «В среднем мы закладываем маржу, которая ниже, чем в наших рыночных проектах, но при этом позволяет покрывать накладные расходы и издержки на обслуживание заемных средств и получать небольшую рентабельность — порядка 1.5–2%», — рассказывает господин Вотолевский.

На сегодня около 60% инвестиций «Желдорипотеки» приходится на вложения в недвижимость в рамках отраслевой жилищной программы РЖД. В следующем году «Желдорипотека» намерена увеличить в своем проектном портфеле долю более выгодных коммерческих проектов с тем, чтобы как минимум уравнять объем средств, направляемых на строительство жилья для железнодорожников, с объемом финансирования коммерческих проектов.

## НЕОБЯЗАТЕЛЬНАЯ ПРОГРАММА

Пока масштабы собственной инвестиционной программы «Желдорипотеки» сравнительно скромны: объем ее финансирования до конца 2007 года составит около 7.8 млрд руб. Из них 2.3 млрд руб. пойдет на финансирование строительства, а остальные деньги — на приобретение участков под застройку и финансирование объектов недвижимости на стадии оформления площадок, проектирования, формирования пакета исходно-разрешительной документации. Стоимость прав, закрепленных за «Желдорипотекой» по коммерческим проектам, компания оценивает примерно в 30 млрд руб. «Мы предполагаем, что эта стоимость собственных инвестпроектов будет значительно увеличена в ближайшие полгода, это будет кратный рост», — уверен господин Вотолевский.

Жилищная программа «РЖД» описана в «Концепции жилищной политики ОАО «РЖД» на 2005–2007 годы и на период до 2010 года». Этот документ предусматривает в частности, что до 2010 года «должен быть сформирован жилищный фонд ОАО «РЖД» в объеме не менее 1 млн кв. метров».

В 2001–2005 гг. «Желдорипотека» сдала в эксплуатацию около 590 тыс. кв. м жилья для сотрудников РЖД, в 2006 году этот показатель составил 119.4 тыс. кв. м (более 1.8 тыс. квартир), а по итогам текущего года в эксплуатацию планируется сдать 121.5 тыс. кв. м. жилой площади (около 2 тыс. квартир).

Для сравнения: «Жилсоципотека» в период 2002–2006 гг. сдала в эксплуатацию 220.5 тыс. кв. м жилья, а в 2007 году планирует завершить строительство еще 65 тыс. кв. м жилья (1 тыс. квартир) и задельных объектов (объектов, строительство которых по плану должно быть начато в конкретный период времени, — *прим. Cbonds Review*). То есть в 2007 году «Желдорипотека» и «Жилсоципотека», по плану РЖД, построят порядка 186 тыс. кв. м жилья для железнодорожников.

**Финансовые показатели ЗАО «Желдорипотека»**

| | Факт 2006 г. | План 2007г. |
|---|---|---|
| Валюта баланса, млрд руб. | 14.4 | 20.9 |
| Чистые активы, млн руб. | 810 | 956 |
| Выручка, млн руб. | 2 148 | 6 554 |
| Чистая прибыль, млн руб. | 86.6 | 119.9 |
| Коэффициент текущей ликвидности | 2.5 | 2.2 |

Общая площадь проектов собственной инвестиционной программы «Желдорипотеки», никак не связанной с заказом РЖД, на сегодняшний день составляет 311 тыс. кв. м. В 2008 году «Желдорипотека» предполагает сдать в эксплуатацию порядка 60 тыс. кв. м площадей. Эти площади, в отличие от квартир железнодорожникам, «Желдорипотека» реализует уже по рыночным ценам. На сегодня компания сформировала портфель из примерно тридцати проектов, в основном это жилые дома на территории России. Среди объектов коммерческой недвижимости в портфеле «Желдорипотеки» в основном бизнес-центры. Пока наиболее крупный проект

в секторе коммерческой недвижимости — бизнес центр «Гвардейский» в Ростове-на-Дону, площадью около 20 тыс. кв. м, завершение строительства которого намечено на четвертый квартал 2008 года. Компания также начала небольшие офисные проекты в Новосибирске и Хабаровске и, как рассказал Вотолевский, анализирует, насколько интересным может быть проект по строительству торговых площадей в Уфе.

Компания собирается увеличивать количество объектов в собственном портфеле — на рассмотрении внутреннего инвестиционного комитета «Желдорипотеки» находится около 40 проектов, по которым еще не принято start up decision. Основной акционер благосклонно относится к инициативам «Желдорипотеки» по развитию собственной инвестпрограммы — РЖД, по словам Вотолевского, поставило перед «Желдорипотекой» задачу стать девелопером федерального масштаба.

Предпосылки для этого у «Желдорипотеки» есть. Компания, как уже отмечалось, работает на территории 16 железных дорог, входящих в состав ОАО «РЖД», и не ограничивается строительством жилья для сотрудников РЖД. «Родство» с РЖД, конечно, предоставляет компании некоторые особые возможности. Так, в перспективе «Желдорипотека» может получить право возводить свои коммерческие объекты на землях, на которых располагаются непрофильные активы РЖД. Госмонополист располагает многими земельными участками, занимаемыми недействующими поликлиниками, больницами, детскими садами, школами, домами отдыха, хозяйственными дворами, депо, вокзалами и т.п. Речь идет об активах, которые не связаны с грузовыми и пассажирскими перевозками и которые либо вовсе не работают, либо используются недостаточно эффективно. Участки под такими объектами предполагается вовлекать в хозяйственный оборот, используя в качестве оператора специализированную девелоперскую компанию «Желдорипотека». Подобные непрофильные активы есть в ведении всех железных дорог системы РЖД, условия использования этих земель разрабатываются РЖД совместно с представителями местных администраций.

**>>> Общая площадь проектов собственной инвестиционной программы «Желдорипотеки», никак не связанной с заказом РЖД, на сегодняшний день составляет 311 тыс. кв. м. <<<**

## ВОКЗАЛ ДЛЯ ДЕВЕЛОПЕРОВ

Известно, например, что московские власти вместе с РЖД должны разработать концепцию застройки 17 участков, прилегающих к железнодорожным путям на территории Москвы до конца 2007 года, и «Желдорипотека» принимает самое деятельное участие в подготовке этого документа, рассчитывая откусить кусок «вкусного московского пирога». Господин Вотолевский является членом координационного совета, созданного мэрией города Москвы совместно с ОАО «РЖД», а его заместитель Сергей Гришин входит в состав рабочей группы. «На сегодняшний день инвестиционные контракты не подписаны ни с кем. ОАО «РЖД» работает с потенциальными партнерами. Контракты будут подписаны после принятия концепции застройки зе-

## Мнение

**Дмитрий Монастыршин,**
аналитик,
ИК «Антанта Капитал»

**Как вы оцениваете позиции «Желдорипотеки» на строительном рынке России?**

Строительный сектор — один из наиболее динамично развивающихся секторов экономики России. Темп роста строительной отрасли превышает темп роста ВВП. В 2006 году объем строительства вырос на 15.7%. Всего в 2006 г. в России было введено в эксплуатацию 50.6 млн кв. м жилья, в том числе 40.6 млн кв. м в городах и 10 млн кв. м в поселках. В Москве в 2006 г. было введено в эксплуатацию 4.7 млн кв. м жилья.

ЗАО «Желдорипотека» в 2006 году в рамках жилищной ипотечной программы ОАО «РЖД» было сдано в эксплуатацию 119 тыс. кв. м жилья в следующих городах: Новосибирск, Чита, Южно-Сахалинск, Хабаровск, Самара, Ростов-на-Дону, Санкт-Петербург, Нижний Новгород, Саратов, Ярославль, Калининград, Иркутск, Красноярск, Воронеж, Екатеринбург, Челябинск.

**Какие риски присутствуют в бизнесе данного эмитента?**

На наш взгляд, компания подвержена рискам, связанным собственно с рынком строительства недвижимости, и рискам, связанным с присутствием в группе РЖД. Так как целью деятельности компании является обеспечение сотрудников РЖД доступным жильем, продажа квартир осуществляется, как правило, на уровне себестоимости, по ценам ниже рыночных. Это обуславливает низкую прибыльность бизнеса ЗАО «Желдорипотека». В связи с низкой прибыльностью возможность своевременного исполнения обязательств по облигационному займу ЗАО «Желдорипотека» зависит от основного акционера ОАО «РЖД».

В рамках предстоящих облигационных выпусков ЗАО «Желдорипотека» будет подвержена рискам ликвидности и платежеспособности, так как средства, привлекаемые на 3–4 года, будут размещаться (в виде ипотечных кредитов сотрудникам РЖД) на более длительный срок.

На наш взгляд, риски, присутствующие в бизнесе эмитента, не будут оказывать негативного влияния на доходность планируемых облигационных займов, так как ОАО «РЖД» имеет высокое кредитное качество, подтвержденное инвестиционными рейтингами ведущих рейтинговых агентств: Standard&Poor's — BBB+/стабильный, Moody's — A3/стабильный, Fitch — BBB+/стабильный.

**Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости данного заемщика по сравнению с другими игроками отрасли? Насколько приемлем уровень долговой нагрузки этой компании, на ваш взгляд?**

мельных участков и подготовки всей необходимой инвестиционно-тендерной документации. Возможно, «Желдорипотека» выступит компанией по управлению рядом этих проектов или девелопером», — так осторожно комментирует Вотолевский шансы «Желдорипотеки» на заключение инвестконтрактов на девелопмент московских участков, занятых непрофильными активами РЖД.

Вместе с тем, очевидно, что вероятность того, что именно «Желдорипотека» станет основным девелопером нерационально используемых угодий РЖД, очень высока. Не зря именно она стала головной управляющей компанией РЖД по вовлечению в оборот непрофильных активов. В этом качестве в функции «Желдорипотеки» входит, в том числе, «экспертиза непрофильных объектов, разработка предложений по их эффективному использованию, проведение совместно с департаментом управления имущества РЖД необходимых действий по перепрофилированию активов».

Сейчас «Желдорипотека» анализирует более восьми тысяч непрофильных активов РЖД, порядка 50 из этих объектов готовятся для передачи в управление компании. Часть проектов уже передана ей в управление, самый крупный из них — перепрофилирование грузового двора станции «Санкт-Петербург–Варшавский». Территория этого участка составляет 55 гектаров, здесь будет построен деловой и торговый центр. «Варшавский вокзал — это мегапроект, речь идет о застройке не менее 500–600 тыс. кв. м недвижимости», — рассказывает Вотолевский. Ряд участков под управлением «Желдорипотеки» есть и в Москве, но информацию о том, какие именно это объекты, в компании пока не раскрывают.

Конечно, несмотря на то что именно «Желдорипотека» осуществляет «предевелопмент» непрофильных активов РЖД, инвестором этих активов может стать как «Желдорипотека», так и сторонние инвесторы. «РЖД уже работает с рядом инвесторов-девелоперов, думаю, уже в начале-середине 2008 года мы выйдем на стадию заключения с ними инвестиционных контрактов», — поясняет господин Вотолевский. Так что «Желдорипотека» вряд ли будет единоличным исполнителем программы перепрофилирования земель РЖД, но, вероятно, станет инвестором очень многих проектов как самостоятельно, так и в сотрудничестве с другими компаниями.

**ЗАО «Желдорипотека» рассчитывает до конца этого года привлечь с рынка 4 млрд руб., разместив подряд два облигационных займа — на 1.5 млрд руб. и на 2.5 млрд руб. Судя по всему, организатор займов ТрансКредитБанк рассчитывает, что доходность облигаций «Желдорипотеки» будет на полфигуры ниже доходности второго выпуска облигаций «Жилсоципотеки». Напомним, что ставка купона этого выпуска, размещенного в конце апреля 2007 года, составила 11% годовых. Однако очевидно, что нынешняя неблагоприятная конъюнктура на долговом рынке серьезно повлияет на доходность как минимум дебютного выпуска «Желдорипотеки». И несмотря на чуть лучшее по сравнению с «Жилсоципотекой» кредитное качество компании, организатору будет очень сложно выполнить задачу, поставленную еще до июльского кризиса на мировом рынке.**

В течение трех последних лет компания демонстрирует рост масштабов деятельности, превышающий среднеотраслевые темпы. За три последних года валюта баланса ЗАО «Желдорипотека» выросла более чем в три раза. По итогам 2006 года выручка от реализации составила 2.15 млрд руб. при совокупных активах на уровне 144 млрд руб. (прирост по сравнению с итогами 2005 года составил 70% и 62% соответственно). Доля собственного капитала в источниках финансирования деятельности компании незначительна и составляет на 31.03.2007 всего 5.5%. Уровень долговой нагрузки высок, что свойственно всем предприятиям строительной отрасли. Высокий уровень долговой нагрузки обусловлен длительностью цикла строительства объектов недвижимости (2–4 года). Положительным является тот факт, что существенную долю в валюте баланса составляют долгосрочные займы и кредиты (52.7%), большая часть которых (87%, или 6.82 млрд руб.) представляет собой займы от основного акционера — ОАО «РЖД».

**Какие из уже размещенных рублевых облигаций российских компаний вы считаете бенчмарками для определения доходности облигаций данного заемщика? На какую доходность может объективно рассчитывать эмитент?**

При расчете справедливого уровня доходности предстоящих выпусков облигаций ЗАО «Желдорипотека» целесообразно ориентироваться на доходность облигаций ООО «Жилсоципотека-Финанс», которое является стопроцентным дочерним предприятием некоммерческой организации «Фонд «Жилсоципотека», которая в свою очередь тоже является стопроцентной дочкой ОАО «РЖД» и специализируется на инвестировании в строительство жилья для сотрудников РЖД в Москве и Московской области. Доходность двух выпусков облигаций «Жилсоципотека-Финанс» в размере 2.1 млрд руб. находится в диапазоне 10.85–11.15% годовых.

По портфелю заказов и финансовым показателям ЗАО «Желдорипотека» сравнима с рядом крупных строительных и девелоперских компаний: СУ-155, «Миэль», ЛенСпецСМУ, «Миракс». Доходность облигаций данных эмитентов находится в диапазоне от 10.3% до 12.5%. На наш взгляд, справедливый уровень доходности ЗАО «Желдорипотека» составляет 10.75–10.95% годовых.

**В чем, по-вашему, заключается инвестиционная привлекательность данного эмитента?**

Инвестиционная привлекательность ЗАО «Желдорипотека» заключается в наличии гарантированного портфеля заказов со стороны сотрудников ОАО «РЖД», в минимальных рисках дефолта покупателей недвижимости по ипотеке в связи с компенсацией ОАО «РЖД» процентной ставки по кредиту, диверсификации бизнеса и расширении строительства в регионах России, строительства и продажи части недвижимости на коммерческой основе, в возможности получения долгосрочного недорогого финансирования со стороны основного акционера ОАО «РЖД».

## Мнение

**Олег Коломиец,**

аналитик,
ТрансКредитБанк

**Как вы оцениваете позиции строительных «дочек» РЖД на строительном рынке?**

По состоянию на конец 2006 года доля жилья, введенного в эксплуатацию ЗАО «Желдорипотека», составила около 0.2% от общероссийских показателей. Доля Фонда «Жилсоципотека» на рынке жилищного строительства составляет, по нашим оценкам, менее 1% в Центральном федеральном округе. Объективно компаниям в ближайшее время вряд ли удастся существенно нарастить свою долю рынка, учитывая традиционную ориентацию, в первую очередь, на потребности сотрудников ОАО «РЖД», а также сильную конкуренцию со стороны крупных застройщиков на открытом рынке.

**Какие риски присутствуют в бизнесе данных эмитентов?**

Основной задачей компаний является обеспечение социальной политики ОАО «РЖД» в области жилищного строительства для железнодорожников. Кроме того, и «Желдорипотека», и «Жилсоципотека» активно реализуют собственные коммерческие программы. Основными рисками для деятельности компаний, на наш взгляд, являются:

a. риск роста стоимости строительства и рыночной цены недвижимости, что способно негативным образом воздействовать на платежеспособный спрос как работников ОАО «РЖД», так сторонних покупателей;

b. риск усиления конкуренции на рынке. При сохранении текущей динамики цен на рынке недвижимости рынок строительства жилья может стать более привлекательным для вхождения, что способно усилить на нем ценовую конкуренцию;

c. риск, связанный с изменением размеров и форм оказания корпоративной поддержки ОАО «РЖД», что способно повлиять на деятельность компаний в части решения жилищных проблем работников железнодорожной отрасли;

d. операционный риск, связанный с бизнес-процессами компаний по управлению строительными проектами, в том числе связанный с оценкой привлекательности коммерческих проектов, возможностью получения перспективных площадок под застройку, выбором и взаимодействием с подрядными организациями.

**Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости данных заемщиков по сравнению с другими игроками отрасли? Насколько приемлем уровень долговой нагрузки этих компаний, на ваш взгляд?**

Долговую нагрузку «Желдорипотеки» и «Жилсоципотеки» с учетом специфики их деятельности, значительного портфеля проектов, стабильного спроса со стороны основного акционера и учредителя — ОАО «РЖД» — и рыночных потребителей мы оцениваем как приемлемую.

Касательно финансовой устойчивости необходимо также отметить факты прямой финансовой поддержки со стороны ОАО «РЖД». Так, по состоянию на 30.06.2007, 70% финансового долга ЗАО «Желдорипотека» предоставлено займами ОАО «РЖД», в структуре долгового портфеля Фонда «Жилсоципотека» на эту дату займы от ОАО «РЖД» занимают около 65%. Эти долгосрочные займы предоставлялись компаниям на срок 16 лет под ставку от 0% до 5%.

Во многом увеличение объема долга в последнее время было обусловлено растущим спросом со стороны ОАО «РЖД». Являясь основными агентами по реализации социальных программ ОАО «РЖД», компании расширяют масштабы производственной деятельности. Возможность «льготного» фондирования, на наш взгляд, является неоспоримым преимуществом перед другими компаниями, вынужденными привлекать финансовые ресурсы на рыночных условиях.

Таким образом, учитывая специфику бизнеса, принадлежность к Группе компаний «РЖД» и дальнейшие перспективы, финансовая устойчивость данных компаний у нас опасений не вызывает.

**Какие из уже размещенных рублевых облигаций российских компаний вы считаете бенчмарками для определения доходности облигаций данных эмитентов? На какую доходность могут объективно рассчитывать эмитенты?**

«Желдорипотека» и «Жилсоципотека» являются нетипичными представителями девелоперского и строительного сектора из-за ориентации в первую очередь на реализацию социальных программ основного акционера и учредителя. В этой связи прямых аналогов на российском рынке облигаций мы не видим. Ориентиром для позиционирования новых выпусков данных компаний могут служить данные о торгах облигациями ООО «Жилсоципотека-Финанс» серий 01 и 02, размещенных, соответственно, 26.10.2006 и 19.04.2007 под поручительство Фонда «Жилсоципотека».

Объективно при stand alone анализе кредитное качество «Желдорипотеки» и «Жилсоципотеки» уступает кредитному качеству ряда крупных строительных и девелоперских компаний, представленных на рублевом рынке облигаций. К недостаткам эмитентов мы относим сравнительно небольшие масштабы деятельности и невысокую прозрачность (отсутствие аудированной отчетности по МСФО и международных кредитных рейтингов). В то же время, к преимуществам компаний несомненно относится их аффилированность с одной из крупнейших государственных компаний — ОАО «РЖД» — и гарантированный спрос с ее стороны. В совокупности данные факторы определяют, на наш взгляд, «справедливые» уровни доходности для облигаций данных компаний на текущий момент в 10.5–11.5% годовых при сроке инвестирования до 1.5 лет.

**В чем, по-вашему, заключается инвестиционная привлекательность данных эмитентов?**

Обе компании являются дочерними структурами ОАО «РЖД», что уже само по себе является гарантией высокой надежности бумаг. Несмотря на то что структуры выпусков «Желдорипотеки» и «Жилсоципотеки» не предусматривают поручительство со стороны ОАО «РЖД», мы считаем, что в случае каких-либо затруднений в деятельности этих компаний основной акционер и учредитель окажет необходимое содействие для нормализации финансового состояния последних вследствие репутационных рисков и важности социальных жилищных программ для железнодорожников.

Таким образом, инвестиционная привлекательность облигаций «Желдорипотеки» и «Жилсоципотеки» заключается, на наш взгляд, в высокой доходности при риске, производном, по сути, от риска ОАО «РЖД».

**Сформулируйте, пожалуйста, инвестиционную идею, которую вы планируете «продавать» инвесторам в данные бумаги.**

Надежное вложение средств в квазириск ОАО «РЖД» со значительной премией по доходности.

## Мнение

**Марина Власенко,**

старший аналитик,
ИБ «ТРАСТ»

**Как вы оцениваете позиции «Желдорипотеки» на строительном рынке России?**

В масштабах строительного рынка России место на нем у компании незначительное, так как компания действует в узком целевом сегменте, занимаясь рефинансированием ипотечных кредитов сотрудников РЖД.

**Какие риски присутствуют в бизнесе данного эмитента, на ваш взгляд?**

Рост процентных ставок на долговом рынке, снижение доходов потребителей, снижение ставок по ипотечным кредитам, снижение стоимости жилья, отраслевые риски.

**Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости данного заемщика по сравнению с другими игроками отрасли? Насколько приемлем уровень долговой нагрузки этой компании, на ваш взгляд?**

Мы считаем финансовое состояние эмитента приемлемым. Ключевым эле ментом кредитного качества эмитента является поддержка ее стопроцентного акционера — РЖД. В такой ситуации самостоятельное финансовое состояние эмитента является второстепенным, так как в стресс-сценарии РЖД не допустит дефолта компании. Таким образом, риск «Желдорипотеки» является производной риска РЖД. Долговую нагрузку компании мы оцениваем как сравнительно высокую. Так, финансовый долг компании составляет около половины валюты баланса и в 3.6 раза перекрывает ее выручку. Рентабельность компании невысока. Однако у нас это не вызывает опасений: компания создана для обеспечения сотрудников доступным жильем, а не для получения коммерческой выгоды. Насколько мы понимаем, более половины кредитов сотрудникам РЖД субсидируется или выдается на льготных условиях.

**Какие из уже размещенных рублевых облигаций российских компаний вы считаете бенчмарками для определения доходности облигаций данного заемщика? На какую доходность может объективно рассчитывать эмитент?**

Как ориентир мы рассматриваем кривую РЖД и выпуски других «дочек» РЖД, в частности «Жилсоципотеки». Stand alone кредитное качество «Желдорипотеки» выше, чем у некоммерческой организации «Жилсоципотеки». Однако компании при размещении придется дать дополнительную премию за причастность к рефинансированию ипотеки, которое воспринимается рынком «в штыки» на фоне американского ипотечного кризиса. Доходность выпусков «Жилсоципотеки» сейчас превышает 11% годовых, они торгуются с премией около 600 б.п. к кривой ОФЗ и около 500 б.п. к кривой РЖД. Скорее всего, выпуски «Желдорипотеки» также разместятся с аналогичными спредами. Впоследствии выпуски имеют потенциал сужения спреда к кривой РЖД по крайней мере до 350–400 б.п. (спред выпусков МОИА к кривой Москвы составляет около 260 б.п., а МОИА к кривой Мособласти — и того меньше).

**В чем заключается инвестиционная привлекательность данного эмитента?**

Получение производного риска РЖД, одного из наиболее качественных эмитентов на рынке рублевых облигаций, с премией к материнской кривой.

## Мнение

**Михаил Муромский,**

главный аналитик,
ИФК «РИГрупп – Финанс»

**Как вы оцениваете позиции «Желдорипотеки» на строительном рынке России?**

Основное предназначение ЗАО «Желдорипотека» — финансирование строительства жилья с последующей его продажей сотрудникам ОАО «РЖД». Также компания реализует собственные инвестиционные программы, в том числе строительство жилой и коммерческой недвижимости с последующей перепродажей. Эмитент является дочерним предприятием ОАО «РЖД». Принимая во внимание, что эмитент действует во многих российских регионах благодаря широкой сети российских железных дорог, можно спрогнозировать достаточно динамичное развитие компании. Клиентами эмитента могут стать более 25 тыс. сотрудников РЖД. В то же время, по масштабу строительства компания уступает лидерам российского строительного рынка.

**Какие риски присутствуют в бизнесе данного эмитента?**

Компания разделяет все риски, которые несут строительные компании. Кроме того, компания несет риск по РЖД, поскольку оно является основным акционером эмитента.

**Как вы оцениваете степень финансовой устойчивости данного заемщика по сравнению с другими игроками отрасли? Насколько приемлем уровень долговой нагрузки этой компании?**

Компания обладает достаточной финансовой устойчивостью. Однако в валюте баланса обращает на себя внимание высокая доля долгосрочных займов и кредитов — более 50%.

**Какие из уже размещенных рублевых облигаций российских компаний вы считаете бенчмарками для определения доходности облигаций данного заемщика? На какую доходность может объективно рассчитывать эмитент?**

Бенчмарками являются выпуски дочерней компании РЖД — компании ООО «Жилсоципотека-Финанс», ряда компаний строительной отрасли, таких как Группа ЛСР, «Миракс Групп», «ПИК», СУ-155, выпусков РЖД со сходной дюрацией. Таким образом, для облигации эмитента со сроком погашения 3 года доходность может находиться на уровне 10.5–11.4%

**В чем, по-вашему, заключается инвестиционная привлекательность данного эмитента?**

Поддержка головной организации ОАО «РЖД», широкая география деятельности эмитента, а также активное развитие жилищного строительства являются залогом инвестиционной привлекательности ЗАО «Желдорипотека».