Алексей ЛУКЬЯНОВ,
финансовый директор,
холдинг LEGENDA

Влияние изменений в законодательстве рынка жилищного строительства на инвестиционную привлекательность отрасли

На рынке жилищного строительства происходят большие изменения: начавшийся год назад последовательный процесс реформирования отрасли должен постепенно привести к полному отказу от долевого строительства. Инвестиционное сообщество в этой связи занимает выжидательную позицию и в результате рискует потерять высокую доходность.

ОЗДОРОВИТЕЛЬНАЯ РЕФОРМА

В конце апреля 2019 года девелоперский рынок получил долгожданные законодательные вводные, позволяющие каждой компании определиться со своей стратегией развития, возможностями и реально оценить все риски. Постановление Правительства РФ №480 определило четкие критерии продолжения работы по старым правилам, то есть по 214-ФЗ, а также перехода на новую схему полного банковского проектного финансирования через эскроу-счета.

Начиная с 1 июля 2019 года весь объем проектов жилищного строительства страны, составляющий на конец 2018 года 75.3 млн кв. м, условно разделится на три категории: проекты, реализующиеся по старым правилам (с привлечением денежных средств от дольщиков по договорам долевого участия — ДДУ), проекты, подпадающие по принятым критериям под новую схему работы через эскроу-счета, и проекты, которым будет отказано банками в получении проектного финансирования.

Напомним, что принятое Постановление определяет критерии отделения «старых» от «новых» проектов по степени готовности объектов. Она определяется по двум основным показателям: степени готовности (не менее

30% объема вложенных средств) и количеству проданных площадей (не менее 10%). Для объектов, включающих социальную составляющую — строительства детского сада или школы, — вводится льготный коэффициент 0.5 (то есть жесткость требований снижается).

Кардинальная смена правил работы, безусловно, шок для отрасли. Однако именно последние принятые поправки Постановления от 22 апреля позволят смягчить резкий переход и заставят девелоперов вдумчиво подойти к оценке портфеля проектов и своих перспектив. В данных условиях выиграют застройщики, имеющие в своем портфеле как проекты, подпадающие под старые правила (и соответственно, имеющие возможность прямого привлечения средств от дольщиков), так и новые проекты, обеспечивающие перспективное развитие уже в новых условиях.

Строительная отрасль вступает в переходный период от долевого строительства к эскроу-счетам, который продлится около двух-трех лет. Отрасль глобально недокапитализирована, а требования нового законодательства в целом тяжелы для участников рынка. У застройщиков в массмаркете рентабельность на отдельно взятый проект недостаточна даже для страхования отраслевых рисков. Сложности могут возникнуть у компаний любого размера.

Это мнение поддерживают и эксперты из рейтингового агентства «Эксперт РА»: «Рынок жилищного строительства вступает в стрессовый режим работы. Переходить на новую систему проектного финансирования застройщики будут в условиях нехватки примерно 20% капитала и падения маржи в 1.5–2 раза в течение 3 лет под давлением процентных расходов. Также около четверти участников рынка могут вообще не получить доступ к проектному финансированию, поскольку не смогут соответствовать критериям банков. Для сохранения темпов ввода и смягчения отраслевого стресса потребуется господдержка отрасли на 1 трлн рублей до 2022 года».

Тем не менее в целом по итогам масштабной реформы отрасль ожидает оздоровление, на рынке останется пул грамотных добросовестных застройщиков, чья бизнес-модель позволяет получать стабильную рентабельность.

LEGENDA уже несколько лет планомерно готовится к постепенному уходу от долевого строительства, делая акцент на налаживание прочных отношений с финансовыми институтами и практикуя альтернативные ДДУ инструменты привлечения финансирования в стройку. В прошлом году итогом этой работы стало получение аудированной отчетности по МСФО, получение кредитного рейтинга и выход на публичный рынок заимствований.

ПРАВИЛА ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА

Переходный период — важнейший этап, предполагающий для большого количества девелоперов пересмотр финансовой бизнес-модели и адаптацию к заданным условиям работы с банками. Банки, в свою очередь, наделяются ключевой ролью — регулированием «чистоты» рынка через допуск (посредством проектного финансирования) качественных проектов и запрет выхода сомнительных и рискованных. В случае одобрения банком проектного финансирования застройщик будет работать по следующим правилам:

- Денежные средства по договорам долевого участия будут поступать на эскроу-счета специализированного банка, при этом банк будет осуществлять проектное финансирование в полном объеме, необходимом для реализации проекта.
- Стоимость проектного финансирования будет изменяться в зависимости от накопленных средств на эскроу-счетах, но, разумеется, никогда не будет бесплатной.
- Финансирование проекта будет осуществляться на основании согласованного бюджета, имеющего ограничения по структуре затрат, а также объему авансирования.
- Застройщик будет обязан вложить в проект не менее 10% собственных средств.
- Право застройщика на выбор банка для размещения депозита ограничено: он вправе размещать временно свободные денежные средства на депозите только в уполномоченном банке, в котором открыт расчетный счет.

Кроме того, однозначно определен целый список запретов застройщикам независимо от даты получения разрешения на строительство:

- привлекать нецелевые займы;
- использовать имущество для обеспечения обязательств третьих лиц;
- принимать на себя обязательства по исполнению обязательств третьих лиц;
- выпускать и выдавать ценные бумаги;
- создавать коммерческие и некоммерческие организации;
- осуществлять наличные расчеты.

ПОСЛЕДСТВИЯ ИЗМЕНЕНИЙ ДЛЯ ЭКОНОМИКИ ПРОЕКТОВ ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА

Мнения о том, насколько сильно изменения в законодательстве отразятся на рентабельности бизнеса и отрасли в целом, расходятся. Однако по некоторым пун-

ПОСЛЕ ВСТУПЛЕНИЯ В СИЛУ НОВЫХ ЗАКОНОДАТЕЛЬНЫХ ИЗМЕНЕНИЙ СТАНДАРТНЫЙ ПОДХОД В ИНВЕСТИЦИОННОМ АНАЛИЗЕ КОМПАНИИ С АКЦЕНТОМ НА ПОКАЗАТЕЛИ ОТЧЕТНОСТИ ПО МСФО СТАНОВИТСЯ НЕЭФФЕКТИВНЫМ

	Практика работы большинства застройщиков до изменений в законодательстве	Изменения в финансовой стратегии застройщиков исходя из корректировок в законодательстве	Последствия изменений
Структура бизнеса	Принцип единого котла. (Возможность реализации адресной программы в рамках одного юридического лица)	В случае стандартной точечной застройки одно разрешение на строительство — одно SPV	Реализация каждого проекта адресной программы обособленно, основываясь на показателях эффективности
Земельный банк	Максимизация земельного банка	Объем земельного банка не ограничивается, но накладываются ограничения по сроку возврата денежных средств, направленных на покупку участка	Выбор в пользу земельных участков, на которых возможна реализация максимально эффективных инвестиционных проектов
Себестоимость	Застройщик полностью управляет структурой и размером себестоимости	Существенные ограничения по соотношению прямых и накладных расходов, авансирования. Послабления для застройщиков, ведущих отчетность по стандартам МСФО	Необходимость в детальном планировании и контроле затрат
Отношения с банками	Возможность реализации проекта без привлечения кредитов банка, только за счет средств дольщиков	Реализация проекта по 214-ФЗ только с привлечением кредита в специализированном банке	Возможное повышение себестоимости на 3–8%. Прочные взаимоотношения с ведущими банками как залог успешной реализации проекта
Адресная программа	Дотационная модель реализации адресной программы, когда поступления по новым объектам помогают достроить старые	Данная возможность отсутствует	Возможность построения эффективной адресной программы только в условиях реализации рентабельных проектов и планирования формирования периодов прибыли (milestones)
Привлечение облигационного займа	Возможность привлечения займа на любую компанию группы, в том числе застройщиков	Возможность привлечения облигационного займа только на компанию группы, не являющуюся застройщиком	Облигационный займ могут привлекать только компании с правильной организационной структурой группы
Привлечение инвесторов	Возможность привлечения инвестора на стадии приобретения участка и возврат инвестиций раньше срока завершения проекта, в том числе путем оплаты покупки участка за счет ДДУ.	Отсутствует возможность расчетов с инвесторами зачетом по ДДУ, возврат инвестиций после завершения проекта (около 3–5 лет)	Привлечение инвестора без потери ожидаемого уровня доходности возможно при условии реализации рентабельных проектов
Оплата процентов	Оплата процентов по займам из поступлений дольщиков на протяжении всего срока реализации проекта	Возможность возврата процентов материнской компании и инвесторам SPV в размере ставки рефинансирования +2%	Возврат процентов кредиторам, в том числе по облигационным займам, возможен при формировании консолидированной группы и привлечении облигационного займа на материнскую компанию, не являющуюся застройщиком
Финансирование новых проектов	Возможность формирования собственного участия в реализации новых проектов за счет текущей адресной программы	Данная возможность отсутствует	Возможность формирования собственного участия из прибыли завершенных проектов

Таблица 1
Изменения в финансовой стратегии девелоперского бизнеса после изменений в законодательстве

ктам, в первую очередь в оценке роста себестоимости и, как следствие, рыночных цен на жилье, эксперты едины.

По мнению специалистов компании PWC, с учетом использованных допущений эффект влияния применения эскроу-счетов приводит к увеличению себестоимости на 3.0% –3.8% (что соразмерно инфляционному приросту). Снижение рисков недостроя может привести к меньшей скидке на цены квартир на стадии строительства, предлагаемой застройщиками покупателям, в результате чего обоснованно ожидать, что рентабельность продаж застройщиков будет оставаться на прежнем уровне. Конечно, картина у разных девелоперов может существенно различаться ввиду различной рентабельности продаж, сроков строительства, темпов продаж, статуса девелопера и прочих допущений.

Компании, которые изначально строили свой бизнес исходя из эффективности проектов, управляя потоками внутри проектов, смогут сохранить текущую доходность и обеспечить требуемую доходность инвесторам.

LEGENDA изначально работала по совершенно иной, по сравнению с рыночной, стратегии к развитию бизнеса. У нас продукт более штучный, его себестоимость — выше, его надо дороже продавать, а это сложнее. Однако выбранная стратегия и бизнес-модель позволили нам продавать с 25%-ной премией к рынку. Более высокий уровень рентабельности позволяет, в свою очередь, поддерживать высокий уровень устойчивости.

Однако далеко не для всех игроков девелоперского рынка ситуация выглядит так же радужно. Изменения в законодательстве диктуют необходимость глобальной трансформации финансовой стратегии девелоперского бизнеса. Как будет отличаться уже сложившаяся практика и работа в новых законодательных условиях, подробно представлено в сравнительной таблице.

ВЫВОДЫ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ

Анализ девелоперского бизнеса всегда был не прост для инвесторов. Подход к бизнесу как к процессному вызывал много нестыковок и в конечном итоге ошибок в принятии решений об инвестициях.

После вступления в силу новых законодательных изменений стандартный подход в инвестиционном анализе компании с акцентом на показатели отчетности по МСФО становится неэффективным. На первый план выходит анализ качества портфеля проектов, определяющий финансовую устойчивость компании в перспективе.

Например, у LEGENDA сейчас в активной стадии реализации пять проектов, и все они по критериям подпадают под старые правила работы, то есть позволяют продолжать привлекать денежные средства от дольщиков в ближайшие 2–3 года и обеспечить себе таким образом плавный и безболезненный переход на эскроу. При этом все эти проекты уже покрыты финансированием, в том числе — проектным. В ближайших планах есть и новые проекты, которые будут реализовываться по новым правилам, к которым мы полностью готовы.

Только такой сбалансированный подход позволит инвестору быть уверенным в своих инвестициях и получить требуемую доходность.

СЕПТЕМ КАПИТАЛ

ЛУЧШИЕ СДЕЛКИ
НА РЫНКЕ ВЫСОКОДОХОДНЫХ ОБЛИГАЦИЙ

SVETOFOR GROUP

Светофор БО-П01

Сеть автошкол

50 млн руб.
18% купон
2 года
Октябрь 2018

МАСТЕР ЛОМБАРД

Ломбард Мастер БО-П04

Сеть ломбардов

100 млн руб.
16,5% купон
1 год
Февраль 2019

ВКУСЫ МИРА

Трейдберри БО-П01

Производство снеков для здорового питания

40 млн руб.
17% купон
2 года
Март 2019

РЕЗУЛЬТАТЫ РАЗМЕЩЕНИЙ

Количество инвесторов, участвовавших в первичном размещении через **10 брокерских домов**

45

- **17 заявок** от клиентов Септем Капитал
- **28 заявок** – остальной рынок

Средний **объем заявки** составил

1,1 млн

- **29 млн руб.** от клиентов Септем Капитал
- **21 млн руб.** – остальной рынок

Размер заявки, тыс. руб.	Кол-во инвесторов	Объем заявок, млн руб.
≥ 3 000	4	33,5
1000 – 2999	5	6,8
500 – 999	8	4,5
< 500	28	5,2

Количество инвесторов, участвовавших в первичном размещении через **9 брокерских домов**

71

- **30 заявок** от клиентов Септем Капитал
- **41 заявка** – остальной рынок

Средний **объем заявки** составил

1,4 млн

- **45 млн руб.** от клиентов Септем Капитал
- **55 млн руб.** – остальной рынок

Размер заявки, тыс. руб.	Кол-во инвесторов	Объем заявок, млн руб.
> 1 000	18	83
500 – 999	15	9,3
300 – 499	13	4,3
< 300	25	3,1

Количество инвесторов, участвовавших в первичном размещении через **12 брокерских домов**

108

- **19 заявок** от клиентов Септем Капитал
- **89 заявок** – остальной рынок

Средний **объем заявки** составил

370 тыс.

- **9,7 млн руб.** от клиентов Септем Капитал
- **30,3 млн руб.** – остальной рынок

Размер заявки, тыс. руб.	Кол-во инвесторов	Объем заявок, млн руб.
> 1 000	12	16,9
500 – 999	12	7,5
300 – 499	20	7,1
< 300	65	8,5

Лицензии профессионального участника рынка ценных бумаг: на осуществление брокерской деятельности № 077-13898-100000 от 29.09.2014 г., на осуществление дилерской деятельности № 077-13899-010000 от 29.09.2014 г., на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 077-13900-001000 от 29.09.2014 г., на осуществление депозитарной деятельности № 077-13901-000100 от 29.09.2014 г.

НА ПРАВАХ РЕКЛАМЫ

SEPTEMCAPITAL.RU
+7 495 374 89 47