Сергей ВОРОНЕНКО,
директор направления «Рейтинги финансовых институтов», S&P Global Ratings

Светлана АЩЕПКОВА,
заместитель директора направления «Корпоративные рейтинги», S&P Global Ratings

Как изменения в регулировании отразятся на показателях российских девелоперов?

Недавние изменения в законодательстве предусматривают ограничение использования девелоперами авансовых платежей покупателей жилья для финансирования строительства. Финансирование будет в основном осуществляться путем привлечения кредитов проектного финансирования. Застройщики с более слабыми показателями кредитоспособности и, в частности, с более высокой долговой нагрузкой могут столкнуться со сложностями в выполнении требований регулятора. Как следствие, часть девелоперов будет вынуждена уйти с рынка. Это будет стимулировать увеличение количества сделок по слиянию и поглощению. Запас по увеличению долговой нагрузки для финансирования подобных сделок в рамках текущей рейтинговой категории у рейтингуемых нами компаний ограничен, что повышает значимость проведения ими взвешенной финансовой политики.

С 1 июля 2019 года российские девелоперские компании, работающие в секторе жилой недвижимости, обязаны размещать авансовые платежи покупателей жилья на счетах эскроу, где денежные средства будут находиться до завершения проекта. В течение срока реализации проекта финансирование строительства будет производиться главным образом за счет привлечения линий проектного финансирования.

Согласно Росстату, объем ввода жилья в России за 2019 год составил 79.4 млн кв. м, что на 4.9% превышает показатель 2018 года. Вместе с тем цены на жилую недвижимость продолжали расти, что отчасти может объясняться ожиданиями рынка относительно увеличения расходной базы девелоперов из-за включения в нее процентных расходов по проектному финансированию, а также из-за опасений относительно возможного сокращения спроса после изменения регуляторных правил.

Переход к использованию счетов эскроу происходит постепенно.

По данным финансового института развития в жилищной сфере АО «ДОМ.РФ», в настоящее время лишь около 25–30% новых

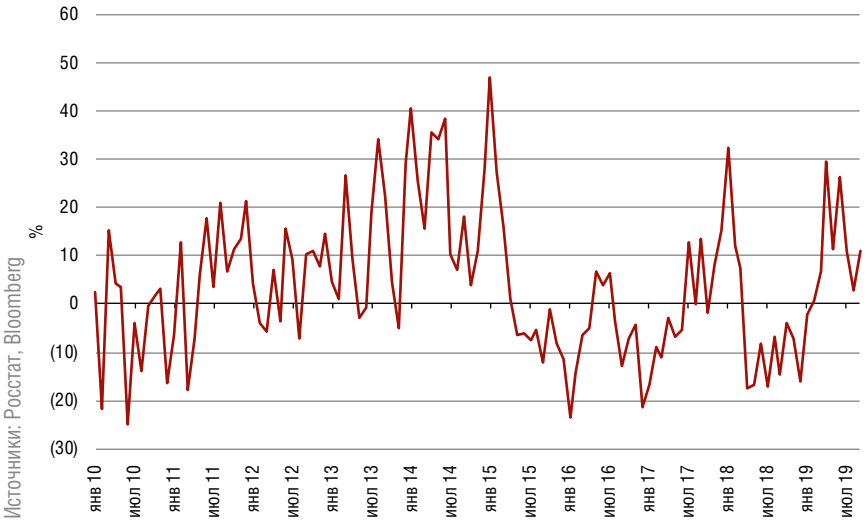
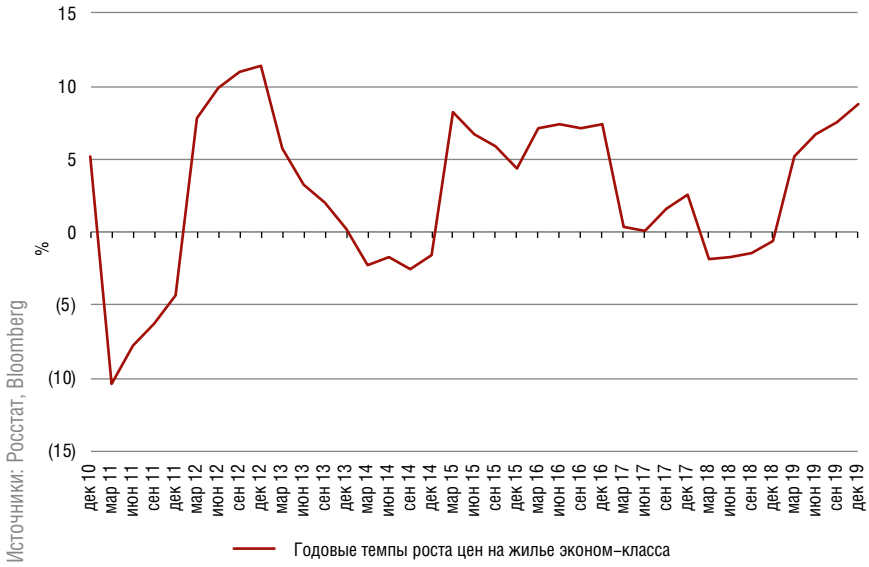


Рисунок 1
Динамика объема завершенного строительства жилой недвижимости в России

проектов по строительству жилой недвижимости реализуется с использованием счетов эскроу. Переход к их использованию происходит постепенно, в силу того что проекты, которые по состоянию на 1 июля 2019 года демонстрировали количество завершенных ДДУ не менее 10% от общей площади объекта, а также степень готовности проекта не менее 30%, реализуется старая схема финансирования. Для системообразующих застройщиков (то есть компаний, совокупная площадь застройки которых превышает 4 млн кв. м, а также осуществляющих деятельность как минимум в четырех регионах страны), старая схема финансирования применялась для проектов, объем реализации которых составлял не менее 6%. Это обеспечило более плавный переход к новой схеме финансирования. Статус системообразующих застройщиков имеют две крупнейшие

Рисунок 2
Динамика цен на новостройки в России



девелоперские компании — ПАО «Группа компаний «ПИК» (ГК «ПИК»; кредитный рейтинг: B+/Позитивный/--) и «Группа ЛСР» (нет рейтинга S&P Global Ratings), рыночные доли которых, согласно данным «ДОМ.РФ», по состоянию на конец января 2020 года составили 6.9% и 3.1% соответственно.

Структура балансов компаний-девелоперов вероятнее всего изменится в 2020–2021 годах.

Число проектов, выполняемых по новым правилам, постепенно увеличивается, и новые проекты постепенно занимают все большую долю в портфелях девелоперских компаний. В связи с этим в 2020–2021 годах мы прогнозируем следующие тенденции:

- запас ликвидности компаний-девелоперов будет постепенно сокращаться, поскольку авансы покупателей недвижимости будут аккумулироваться на счетах эскроу и будут исключены из балансов девелоперских компаний. Средства на счетах эскроу будут доступны девелоперам только после завершения проекта (с учетом того, что строительный цикл составляет в среднем около трех лет);
- средняя долговая нагрузка по сектору будет повышаться. Для финансирования новых проектов российские девелоперские компании будут привлекать линии проектного финансирования.

Значение денежного потока от операционной деятельности девелоперских компаний может быть отрицательным в 2020–2022 годах и улучшится в последующие годы.

Денежные средства покупателей жилой недвижимости не будут отражаться на балансе девелоперских компаний до завершения проекта, поэтому мы прогнозируем отрицательное значение денежного потока от операционной деятельности таких компаний вследствие значительных колебаний оборотного капитала. Это обусловлено тем, что основная часть расходов на строительство будет финансироваться за счет новых заемных средств, а не авансовых платежей. В то же время мы предполагаем, что к 2022–2023 годам, когда первые счета эскроу начнут раскрываться и средства на них смогут быть использованы для погашения долга, значение денежного потока от операционной деятельности девелоперских компаний станет нейтральным при условии относительно стабильного объема строительства.

Возрастает кредитный риск компаний-девелоперов, демонстрирующих значительный объем долга на уровне холдинговых компаний.

Насколько мы понимаем, денежные средства на счетах эскроу будут использоваться главным образом для погашения кредитов проектного финансирования на уровне операционных компаний. В связи с этим мы ожидаем, что девелоперы, имеющие значительные объемы задолженности на уровне холдинговых компаний, будут подвергаться более высокому риску, связанному с погашением и рефинансированием подобных обязательств. Этот риск будет возрастать, если срок погашения долговых обязательств холдинговой компании не будет совпадать со сроком раскрытия счетов эскроу и (или) если их объем превысит объем денежных средств, доступных компании после погашения линий проектного финансирования.

Повышение уровня долговой нагрузки будет компенсироваться снижением стоимости финансирования.

Насколько мы понимаем, стоимость кредитов проектного финансирования будет зависеть от значения показателя «кредит/стоимость» (loan-to-value — LTV), который рассчитывается как отношение суммы кредита проектного финансирования к объему денежных средств на счетах эскроу. На первом этапе реализации проекта процентная ставка не будет существенно отличаться от процентных ставок по другим банковским кредитам, однако снижение значения LTV обусловит значительное более низкую стоимость финансирования. Этот фактор должен частично компенсировать влияние повышения долговой нагрузки при условии сохранения высокого объема предварительных продаж. Мы ожидаем, что банки введут дополнительный контроль над выполнением проектов в соответствии с предварительными продажами, что, по нашему мнению, сделает приобретение жилой недвижимости более безопасным для покупателей и в долгосрочной перспективе будет поддерживать спрос на новую жилую недвижимость.

Важность проведения взвешенной финансовой политики повышается.

Мы ожидаем, что более слабым в финансовом отношении компаниям-застройщикам, а также компаниям с более высокой долговой нагрузкой будет сложно выполнять новые требования регулятора. Мы полагаем, что этот фактор будет поддерживать консолидацию рынка, предоставляя крупным участникам рынка возможности для роста за счет слияния и приобретения активов.

Тем не менее в условиях сокращения ликвидности и повышения долговой нагрузки возможности привлечения дополнительного долга для проведения сделок по слиянию и поглощению остаются ограниченными, равно как и возможность осуществления значительных выплат акционерам без ущерба для кредитного рейтинга. Кроме того, возможность осуществления значительных выплат акционерам без ущерба для кредитного рейтинга будет ограничена.

Доступность ипотечных кредитов останется важным фактором, определяющим спрос на жилую недвижимость.

Почти половина всей приобретаемой новой жилой недвижимости в России финансируется за счет ипотечных кредитов. В сегменте доступной жилой недвижимости эта доля еще выше (в частности, для ГК «ПИК», которая ориентируется на строительство доступного жилья, доля продаж, финансируемых за счет ипотечных кредитов, в 2019 году достигла 66%). Как следствие, доступность ипотечных кредитов останется одним из основных факторов, обусловливающих спрос на новую жилую недвижимость.

Ипотечные кредиты останутся ключевым розничным банковским продуктом в долгосрочной перспективе.

По состоянию на 30 сентября 2019 года объем ипотечных кредитов, выданных в России, достиг 7.1 трлн руб. и в настоящее время составляет около 43% розничных кредитов банковской системы, составлявших почти 30% в 2012 году. Это обстоятельство обусловило значительное улучшение качества розничного портфеля банковской системы, поскольку показатели ипотечных кредитов в России традиционно лучше, чем у других видов розничных и корпоративных кредитов. Кроме того, мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе доля ипотечных кредитов в совокупном розничном портфеле банковского сектора постепенно увеличится до 50%, что мы считаем позитивным фактором с точки зрения качества активов банков.

Тем не менее мы ожидаем, что ипотечные кредиты останутся очень важным банковским продуктом, поскольку они обеспечивают примерно 55–60% продаж жилой недвижимости. Дальнейшее снижение процентных ставок может способствовать увеличению этой доли, поскольку сделает ипотечное кредитование доступным для большего числа заемщиков. Однако в нашем базовом сценарии мы предполагаем, что процентные ставки останутся стабильными или снизятся лишь незначительно в ближайшие два года.

Ипотечный рынок в России развивался очень быстро в последние десять лет. В то же время вторичный ипотечный рынок в стране является существенно менее развитым, чем первичный. Мы полагаем, что повышение доступности ипотечных кредитов является очень важным фактором для будущего роста в сегменте ипотечного кредитования и для значительного увеличения доли ипотечных кредитов в портфелях банков.

Показатели доходов населения в России сильно различаются. Мы отмечаем более высокую покупательную способность в десяти российских регионах с наиболее высоким показателем ВВП на душу населения, что отражается в более широком использовании ипотечных кредитов. На центральный регион, включая Москву и Санкт-Петербург, приходится около 36% портфеля выданных ипотечных кредитов банковской системы (см. Рисунок 3). Строительный рынок также характеризуется концентрацией на регионах с более высокими показателями благосостояния и, как следствие, более высокими показателями маржи. Мы прогнозируем по-прежнему высокий спрос на ипотечные кредиты в Москве и Центральном федеральном округе благодаря более высоким показателям доходов населения, чем в среднем по России.

Мы полагаем, что в ближайшие несколько лет ипотечное кредитование останется наиболее стабильным направлением среди всех розничных банковских кредитных продуктов и привлекательным для банков с точки зрения сбалансированности расходов на формирование резервов на возможные потери по кредитам и показателей маржи. Недавнее введение обязательных счетов эскроу, связанное с финансированием новых строительных проектов, вероятнее всего будет стимулировать и другую деятельность, связанную с ипотечным кредитованием, поскольку позитивное влияние на показатели банков может оказывать синергия, достигнутая за счет предложения кредитов проектного финансирования строительным компаниям, управления денежными средствами

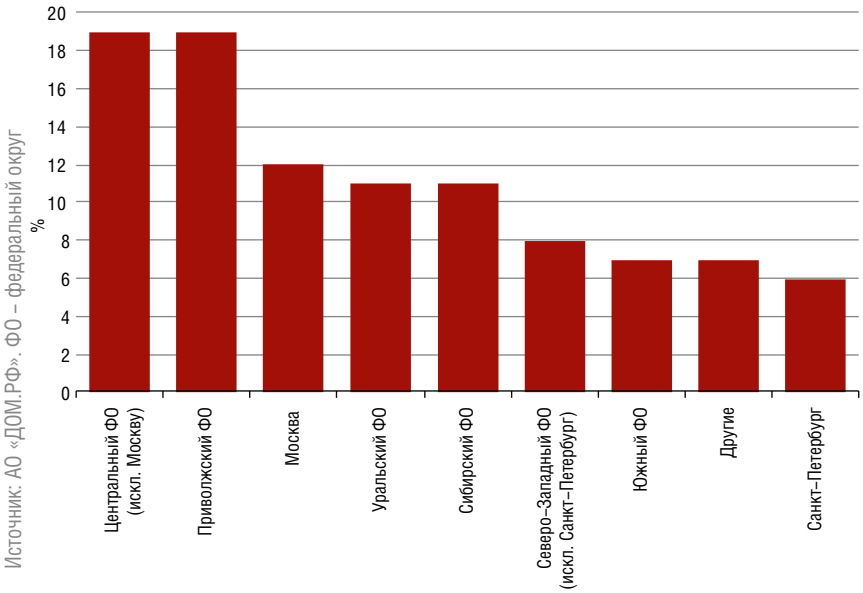
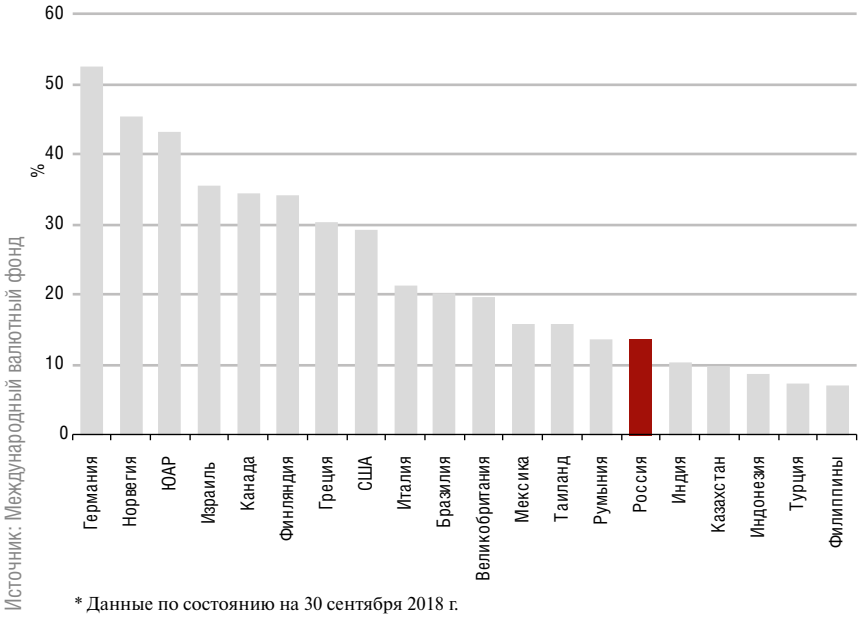


Рисунок 3
Структура портфелей ипотечных кредитов банков по регионам и округам. Доля в совокупном объеме ипотечных кредитов по состоянию на 1 октября 2019 г.

домохозяйств и выдачи ипотечных кредитов. Мы полагаем, что выгоду от нового режима регулирования в строительной отрасли могут получить крупнейшие банки, поскольку предлагаемые ими продукты соответствуют потребностям разных участников рынка. В свою очередь, это может привести к снижению процентных ставок и еще больше повысить доступность ипотечных кредитов для заемщиков с менее высоким уровнем доходов.

Доля кредитов на приобретение жилой недвижимости в совокупных кредитных портфелях российских банков значительно ниже, чем в некоторых других развивающихся странах, в частности в Бразилии и ЮАР (см. Рисунок 4), что говорит о перспективах дальнейшего развития этого сегмента в России.

Рисунок 4
Доля кредитов на приобретение жилой недвижимости в совокупном объеме кредитов российских банков*



* Данные по состоянию на 30 сентября 2018 г.

По нашим оценкам, в настоящее время доля кредитов строительным компаниям составляет около 6% кредитного портфеля банковской системы. Мы ожидаем, что она может немного увеличиться (примерно до 8–10%) в 2020–2021 годах, но останется контролируемой для банков с точки зрения потенциальных расходов на формирование резервов вследствие умеренного и постепенного увеличения объема кредитов. В то же время мы полагаем, что в целях контроля кредитных рисков банки вероятнее всего будут применять более взвешенный подход к установлению тарифов и принятию рисков, что может обусловить усиление конкуренции строительных и девелоперских компаний за кредитные ресурсы банков. По нашему мнению, банки будут применять подход, основанный на анализе рисков, при оценке стоимости каждого проекта, то есть процентные ставки по кредитам могут быть разными для разных проектов, даже если они реализуются одной строительной компанией. Вместе с тем мы прогнозируем усиление конкуренции среди банков за проекты, характеризующиеся более высоким качеством.

Динамика процентных ставок будет определять рост объема ипотечных кредитов в будущем.

В российском банковском секторе в последние два года отмечался рост объемов ипотечного кредитования, однако он может замедлиться вследствие ожидаемого насыщения спроса и отсутствия значительных факторов роста в будущем. Мы прогнозируем постепенное снижение темпов роста ипотечного кредитования, которые, по оценкам, составят в среднем 16–17% в 2019–2020 годах, тогда как по итогам 2018 года они составляли 24%.

Изменение процентных ставок останется основным фактором, поддерживающим рост ипотечного кредитования в России в отсутствие других сильных макроэкономических стимулов. По нашему мнению, снижение процентных ставок в последние годы было одним из основных факторов, повысивших доступность ипотечных кредитов для большего числа заемщиков, что в значительной степени компенсировало снижение реальных располагаемых доходов, отмечавшееся в 2014–2015 годах (см. Рисунок 5). Вместе с тем снижение процентных ставок стимулировало рост рефинансирования ипотечных кредитов. Рефинансирование представляет собой главным образом перераспределение существующих ипотечных кредитов между ипотечными кредиторами, но в условиях снижения процентных ставок оно оказывает позитивное

влияние на заемщиков, сокращая их долговую нагрузку и, таким образом, поддерживая показатели качества ипотечных активов.

Мы ожидаем, что средневзвешенная процентная ставка по ипотечным кредитам в 2020 году может снизиться до 9.3–9.5%. При этом новые кредиты могут выдаваться по еще более низкой ставке — менее 9%. По нашему мнению, этот фактор будет поддерживать рост кредитования, но является недостаточным для стимулирования значительного роста в сегменте новых ипотечных кредитов. Потенциальное существенное повышение доступности таких продуктов для большего числа заемщиков может быть возможным в случае снижения процентных ставок примерно до 6–6.5%. В рамках нашего базового сценария, не предусматривающего стрессовую финансовую ситуацию, мы прогнозируем сезонное увеличение объема новых ипотечных кредитов до пикового уровня в четвертом квартале 2019 года, в результате чего совокупный объем новых ипотечных кредитов составит около 2.7–3 трлн рублей по итогам 2019 года, что соответствует показателям 2018 года, и снижение темпов роста ипотечного кредитования в 2020–2021 годах.

Доля новых ипотечных кредитов, которые были рефинансированы, сократилась и составила менее 4% к середине 2019 года (для сравнения: примерно 20% в начале 2018 года). По нашим оценкам, дальнейшее увеличение доли рефинансируемых кредитов может быть обусловлено снижением рыночных ставок до уровня значительно ниже 8%, что не предусматривается нашим базовым сценарием на 2020 год.

Кредитный риск в настоящее время остается контролируемым.

В настоящее время мы не считаем, что в России формируется «пузырь активов» в сегменте жилой недвижимости (см. Рисунок 6). Рынок ипотечного кредитования демонстрирует быстрый рост, хотя и с очень низкой базы. Вторичный рынок по-прежнему находится на раннем этапе развития. Отношение накопленной задолженности по ипотечным кредитам к ВВП в России составляет лишь около 7%, что также свидетельствует о потенциале дальнейшего роста объемов ипотечного кредитования.

По нашим оценкам, доля проблемных ипотечных кредитов по-прежнему будет составлять около 1.6–1.7% по состоянию на конец 2019 года и 1.5–1.6% в 2020 году при условии отсутствия значительных негативных изменений, связанных с макроэкономической или геополитической ситуацией. Мы полагаем, что эффективность мер, принимаемых регулирующим органом для сохранения контроля над этим быстро растущим сегментом, пока не проверена на практике. Мы ожидаем, что такие меры будут предусматривать возможное дальнейшее ужесточение режима регулирования, что приведет к постепенному снижению темпов роста в этом сегменте начиная с 2020 года. Доля ипотечных кредитов в иностранной валюте составляет около 0.5% совокупного кредитного портфеля ипотечных кредитов, что, по нашему мнению, не может обусловить повышение общего уровня кредитного риска в этом сегменте.

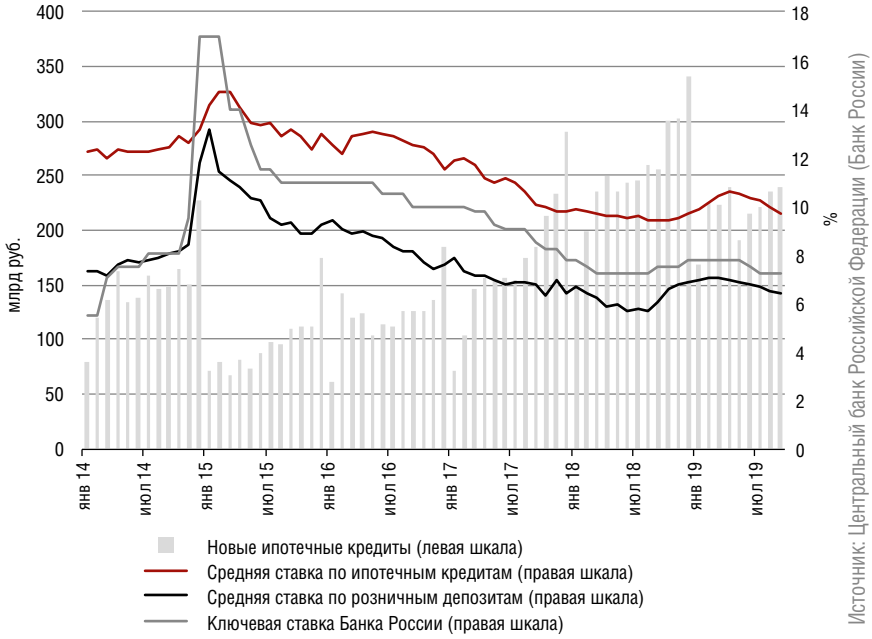
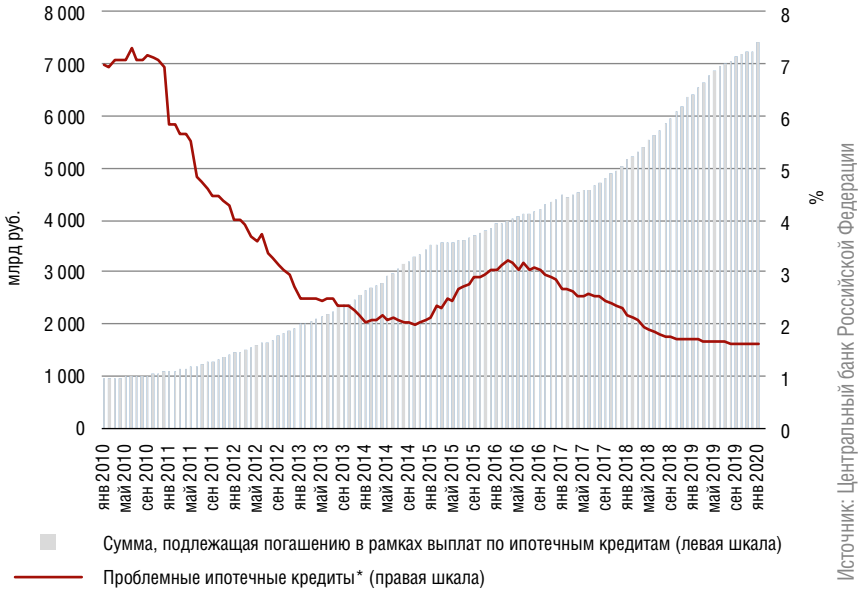


Рисунок 5
Динамика процентных ставок и новых ипотечных кредитов

Рисунок 6
Динамика проблемных кредитов (просроченных больше чем на 90 дней) в портфеле ипотечных кредитов*



* Проблемные кредиты, выплаты по которым просрочены более чем на 90 дней.

** В диаграмме используются данные начиная с октября 2019 г.