Эльдар Вагабов,
аналитик, ФК «Уралсиб»

Без устойчивых девелоперов — НИКУДА

В НАСТОЯЩЕЕ ВРЕМЯ НАША СТРАНА ВСЕ ЧАЩЕ ВОСПРИНИМАЕТСЯ КАК НЕОТЪЕМЛЕМАЯ ЧАСТЬ ЕВРОПЫ, КАК ВАЖНАЯ ЧАСТЬ МИРОВОГО СООБЩЕСТВА. СВОИМ ОБЛИКОМ СОВРЕМЕННАЯ РОССИЯ ВО МНОГОМ ОБЯЗАНА КОММЕРЧЕСКИМ ДЕВЕЛОПЕРАМ. МОСКВУ СЕЙЧАС УЖЕ, НАПРИМЕР, НЕВОЗМОЖНО ПРЕДСТАВИТЬ БЕЗ КОМПЛЕКСА ВЫСОТНЫХ ОФИСНЫХ ЗДАНИЙ НА КРАСНОПРЕСНЕНСКОЙ НАБЕРЕЖНОЙ, ТОРГОВЫХ КОМПЛЕКСОВ «МЕГА», «АШАН» И ДРУГИХ.

По иронии, текущий кризис ликвидности ударил сильнее всего именно по девелоперам, а в первую очередь — по девелоперам коммерческой недвижимости. Строительство, пожалуй, одна из наиболее капиталоемких отраслей экономики, и для финансирования строительных проектов девелоперам необходимо привлекать весьма значительные средства. В отличие от строителей жилья, девелоперы коммерческой недвижимости лишены возможности извлекать доход из объектов строительства до их полной готовности. Их бизнес-модель основывается на привлечении заемных средств, как правило банковских кредитов, которые возвращаются по мере того, как завершенные объекты начинают приносить прибыль в виде аренды.

В последние годы девелоперы коммерческой недвижимости наращивали объемы строительства офисных площадей, пытаясь удовлетворить растущий спрос. В 2004–2008 гг. в Москве было возведено около 5.2 млн кв. м офисных помещений класса А и В (см. График 1), а общий фонд достиг 8.7 млн кв. м, или 0.7 кв. м на человека, что в среднем в пять раз ниже соответствующего показателя большинства европейских столиц. Городу нужны новые качественные площади. Девелоперы, потерявшие доступ к дешевому банковскому финансированию, пересматривают свои амбициозные планы развития. Мы ожидаем, что общий офисный фонд Москвы вырастет в текущем году максимум на 900 тыс. кв. м с постепенным наращиваем объемов строительства до 1.4 млн кв. м в 2012 г. Это позволит довести показатель обеспеченности офисными площадями до 1 кв. м на человека, что, на наш взгляд, все равно недостаточно.

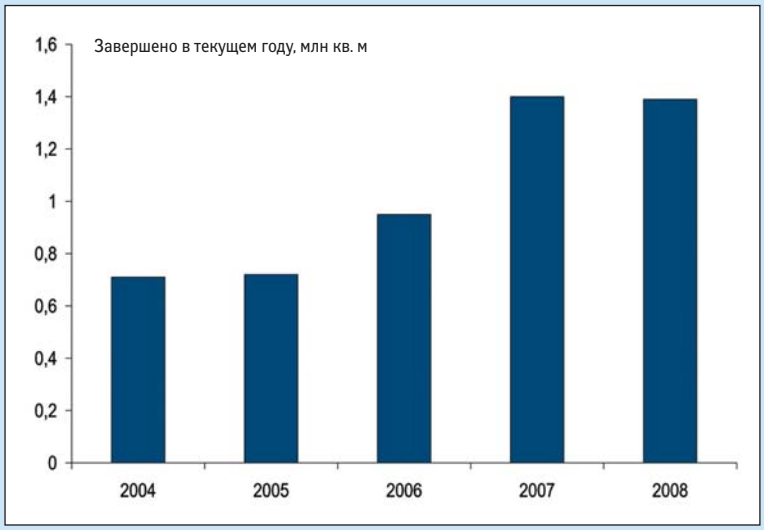
В настоящее время многие московские компании сокращают персонал, проводят уплотнения и переезжают из центра города ближе к окраинам в офисы класса С. Мы наблюдаем падение спроса на офисные помещения, а также рост вакантных площадей. В третьем квартале 2008 года вакантными были 4.1% и 5% офисных помещений класса А и В соответственно. Согласно нашим прогнозам, они могут достичь 15–20% в ближайшее время, что приведет к падению среднегодовых арендных ставок до $550–600/кв. м с их настоящего уровня в $900–1000. Мы полагаем, что арендные ставки будут оставаться на низком уровне до тех пор, пока на рынке не восстановится спрос.

В недалеком прошлом быстрый рост реальных доходов москвичей и рост товарооборота стимулировали инвестиции в строительство торговой недвижимости. В 2008 г. общая площадь московских торговых центров превысила 4 млн кв. м, причем около 1.9 млн кв. м пришлось именно на торговые площади. Рост безработицы, сокращение благосостояния населения, а также рост неуверенности в завтрашнем дне негативно отобразятся на спросе, что,

в свою очередь, приведет к замедлению развития этого сегмента рынка недвижимости. Согласно нашим прогнозам, в текущем году в Москве будет завершено не более 200 тыс. кв. м торговых площадей. К 2009 г. доля вакантных площадей впервые с 2005 г. превысила 2.5% (см. График 2), и мы ожидаем ее дальнейший рост в этом году до 8%. В отдельных сегментах рынка торговой недвижимости среднегодовая ставка аренды упадет на 40% до $1250–1300 за кв. м.

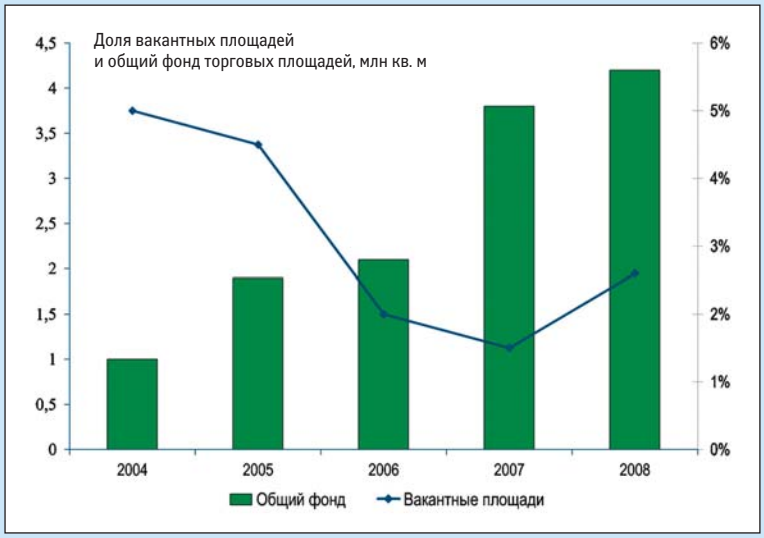
Важным представляется понимание нынешнего финансового положения коммерческих девелоперов, ситуации с их долгом и ликвидностью. Здесь мы прежде всего сконцентрируемся на анализе крупнейших российских публичных девелоперов — AFI Development, «Открытых инвестициях», а также «Системе-ГАЛС». С нашей точки зрения, ОПИН и AFI находятся в приличной форме для того, чтобы пережить кризис, а ГАЛСу в настоящее время приходится куда тяжелей. ОПИН располагает наличностью в размере $300 млн, большая часть из этих средств компания получила в 2008 г. в ходе дополнительной эмиссии акций. Текущий долг компании составляет, по нашей оценке, $525 млн, при этом в 2009 г. подлежит уплате менее 20% этой суммы. Ликвидность AFI составляет $370 млн после того, как компания в декабре прошлого года выплатила дивидендов на сумму $200 млн. Долг компании составляет около $330 млн. «Система-ГАЛС» находится в гораздо менее приятном положении (см. Табл. 1). К счастью, ей удалось реструктурировать свой долг путем получения кредита ВТБ на сумму $240 млн и переведя еще два долларовых кредита этого же банка на общую сумму $700 млн в рубли. В настоящее время общий долг компании составляет $1.4 млрд, из которых $125 млн подлежат уплате в течение года. Имея в наличии всего $45 млн, ГАЛС может столкнуться с проблемами обслуживания долга, если не сработает вариант с реструктуризацией, не будет оказана поддержка со стороны материнской компании или не реализуются планы по привлечению стратегических инвесторов, у которых есть необходимые средства и желание выкупить доли в коммерческих проектах ГАЛСа.

График 1. Растущий офисный фонд Москвы



Источник: Colliers, УРАЛСИБ

График 2. Рост торговых площадей



Источник: Knight Frank, УРАЛСИБ

Таблица 1. Оценка финансового положения

Величина долга и денежных средств, $ млн			
Компания	Денежная позиция, $ млн	Общий долг, $ млн	Краткосрочный долг, % от общего
AFI Development	370	332	40
ОПИН	300	525	17
Система-ГАЛС	45	1 401	8

Источник: данные компаний, УРАЛСИБ

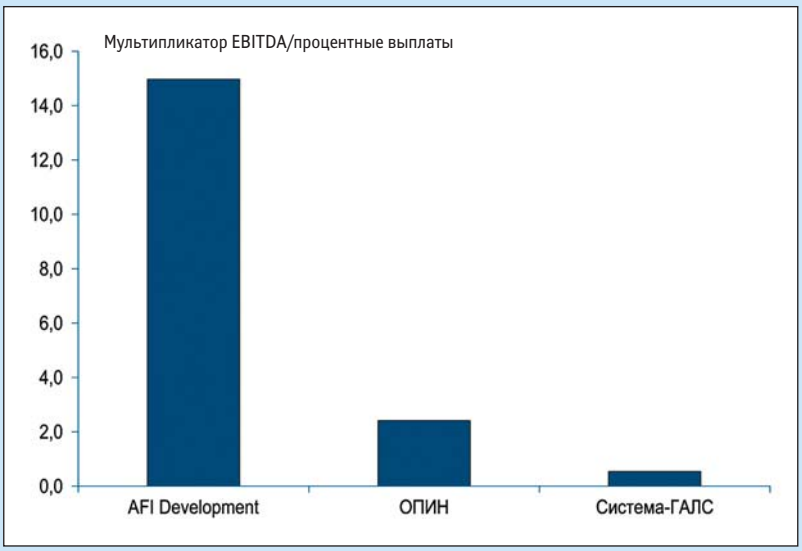
Для того чтобы оценить способность девелоперов выполнять свои обязательства по долгам, в настоящей статье мы используем показатель EBITDA/процентные выплаты по долгу. Мы считаем, что в данном случае этот показатель более адекватно отражает реальную ситуацию, нежели широко распространенный чистый долг/EBITDA, по двум причинам. Во-первых, у AFI отрицательный чистый долг, что затрудняет сравнение. Кроме того, в настоящее время многие девелоперы пытаются реструктурировать свои долги. Если это произойдет, это вряд ли скажется на величине чистого долга, однако самым коренным образом отразится на графике долговых выплат. С этой точки зрения AFI выглядит наиболее привлекательно, поскольку долг компании хорошо структурирован по времени, что предполагает сравнительно небольшие ежегодные выплаты. Показатель EBITDA/процентные выплаты для AFI составляет около 15. ОПИН с аналогичным мультипликатором 2.4 выглядит куда скромнее, а у «Системы-ГАЛС» он едва достигает 0.5 (см. График 3). Для нас это значит, что операционные денежные потоки компании явно недостаточны для обслуживания долгов, и это может вызвать известные проблемы.

В недалеком прошлом девелоперы привлекали банковские займы и кредиты для финансирования капиталоемких проектов. Средние ставки по кредитам были в районе 5% годовых и редко превышали 11%, что было достаточно выгодно для того, чтобы девелоперы начинали новые проекты и привлекали под них новые кредиты. В отдельных случаях доля заемного финансирования достигала 70% от стоимости проектов.

Однако подобная схема ведения бизнеса была возможна лишь на растущем рынке, который наблюдался с 2004 г. по первую половину 2008 г. В настоящее время строительный рынок фактически парализован, а банки опасаются кредитовать девелоперов, чьи риски многократно возросли. Теперь девелоперы могут рассчитывать на ставки как минимум вдвое выше прежних, если им повезет вообще получить кредит. Таким образом, недостаток ликвидности фактически ознаменовывает окончание эры дешевых денег.

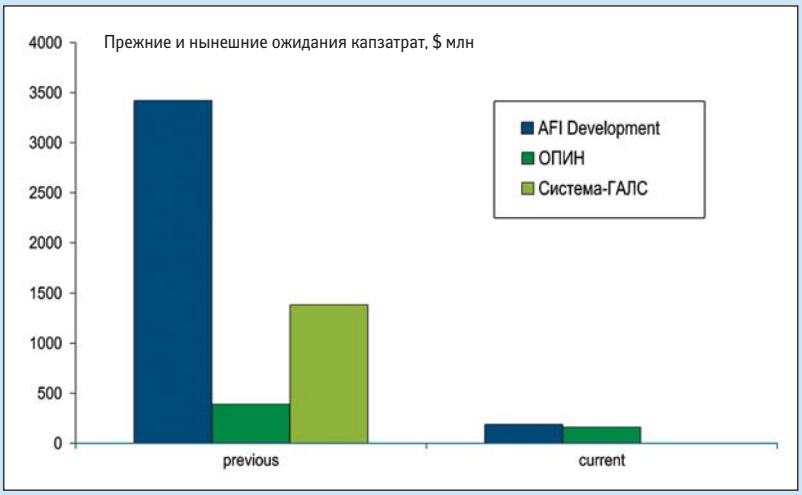
Наши прежние ожидания относительно капзатрат AFI Development, ОПИН и «Системы-ГАЛС» в 2009–2011 гг. превышали $5.2 млрд. Недофинансирование и сокращение портфелей проектов за счет замораживая второстепенных скажутся на сокращении инвестиций. Мы ожидаем, что рассматриваемые компании потратят в общей сложности немногим более $350 млн на завершение ключевых проектов (см. График 4).

График 3. Финансовая устойчивость



Источник: данные компаний, УРАЛСИБ

График 4. Сокращение капзатрат



Источник: данные компаний, УРАЛСИБ

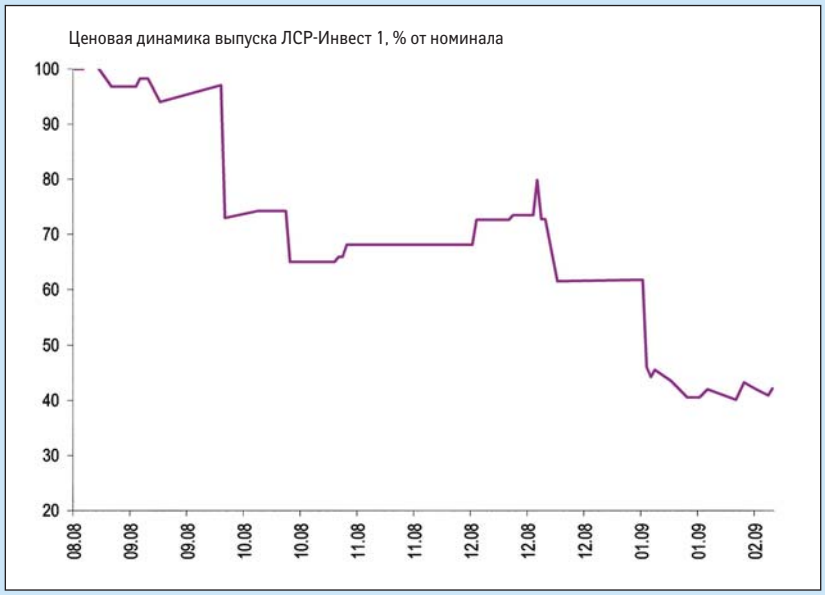
Сейчас кредитные рынки закрыты практически для всех типов заемщиков, и для девелоперов ситуация, вероятно, одна из самых тяжелых. Кредитные риски и риски рефинансирования существенно возросли. Показательным примером того, как рынок оценивает кредитные риски девелоперов, могут являться рублевые облигации группы ЛСР. В портфеле ЛСР немало коммерческих проектов, прежде всего офисных. По нашей оценке, их общая доля составляет около четверти стоимости портфеля основных проектов. В августе 2008 г. «ЛСР Инвест-1», выпуск с погашением в декабре 2009 г., приносил доходность на уровне 11–11.5%. Теперь же при торгах на уровне 42% от номинала доходность достигает 113% (см. График 5). В то же время, доходность более длинного выпуска «ЛСР Инвест-2» с погашением в июле 2011 г. превышает 240%. Девальвация рубля к бивалютной корзине (около 35% с июля 2008 г.) не является единственным объяснением этому, в особенности учитывая, что ЛСР вошла в список наиболее важных стратегических предприятий правительства РФ. Основная причина здесь — это озабоченность инвесторов возросшими рисками рефинансирования на фоне сократившихся денежных потоков девелоперов. Мы видим ряд причин, почему девелоперы испытывают затруднения с привлечением кредитов.

Иностранные инвесторы ушли с рынка. Проектное финансирование, имевшее некогда широкое распространение, является долгосрочным по определению. Ранее оно предоставлялось иностранными инвесторами и банками, которые в настоящее время не рискуют инвестировать в сектор недвижимости из-за возросших рисков и неясности перспектив. Во времена кризиса инвесторы предпочитают более краткосрочные вложения с гарантированным доходом. Рынок недвижимости, очевидно, к подобным не относится.

Российские банки потеряли доступ к дешевому внешнему фондированию. В настоящий момент большинство банков стремятся сохранить ликвидность, поскольку ожидают дальнейшего ухудшения кредитных портфелей своих заемщиков. Это, а также падение цен на жилье и снижение арендных ставок, очевидно, заставляет банки держаться в стороне от недвижимости.

Дисконты по залогам достигают 50%. Предоставляя кредиты девелоперам, банки обычно берут объекты строительства в качестве залога для обеспечения возвратности денежных средств. На текущем рынке в связи с практическим отсутствием сделок бывает нелегко оценить справедливую стоимость закладываемого имущества. Банки могут требовать от девелоперов дисконт вплоть до 50% от ранее определенной стоимости объекта, ожидая продолжения медвежьих настроений на рынке. Это существенно снижает шансы девелоперов на получение финансирования.

График 5. Рост кредитных рисков /Источник: ММВБ/



Слабые денежные потоки ограничивают ликвидность. Обычная бизнес-модель коммерческих девелоперов предполагает строительство объекта на частично заемные средства, ввод объекта в эксплуатацию, получение арендного дохода и постепенное погашение кредитов. Эта модель, однако, работает только на растущем рынке. Когда ставки аренды росли в среднем на 15–20% в год, а спрос на коммерческую недвижимость не сокращался, кредиторы редко обращали внимание на кредитные риски заемщиков. Теперь же, когда ставки аренды и спрос на коммерческую недвижимость упали, перед девелоперами остро становятся две проблемы: сокращение денежных потоков и «созревание» долгов.

Как отмечалось, еще недавно девелоперы могли финансировать до 70% стоимости проекта за счет заемных средств, которые они привлекали в худшем случае под 11–12% годовых. Трудно было представить, что наступят времена, когда их назовут счастливчиками, если они смогут взять долларовый банковский кредит под 18% годовых. Мы не исключаем, что в будущем банки могут повысить ставки по долларовым кредитам для девелоперов до 25% и выше, требуя при этом еще большего обеспечения возвратности средств (см. Табл. 2). Звучит не очень оптимистично, зато вполне реалистично.

Здесь мы анализируем два средних московских коммерческих проекта — торговой (около 40 тыс. кв. м) и офисной (15 тыс. кв. м) недвижимости. Мы ограничиваем горизонт нашего анализа шестью годами, поскольку считаем, что более длинные сроки приведут к резкому росту рисков прогнозирования. Мы предполагаем, что затраты на строительство будут сокращаться на протяжении всего первого полугодия 2009 г. и упадут в среднем на 25%, в то время как средние ставки аренды могут сократиться на 40%. Мы думаем, что банковское финансирование будет составлять не более 30% от стоимости проекта, а кредиты будут выдаваться не более чем на три года.

Таблица 2. Футболка или смирительная рубашка?
Ухудшение кредитной обстановки для девелоперов коммерческой недвижимости

	Раньше	Сейчас	Возможно в будущем
Леверидж, %	70	40	30
Годовая ставка по кредиту, %	12	18	25
Срок кредита, лет	5	4	3

Источник: JLL, C&W, Colliers, УРАЛСИБ

Наши расчеты показывают, что на стоимость проекта наибольшее воздействие оказывают ставка кредита и структура капитала. Так, при леверидже в 50% увеличение ставки по кредиту на 5% с 18% до 23% приводит к тому, что проект по девелопменту торговых площадей теряет 24% своей стоимости, в то время как офисный проект — 67%. Если ставку по кредиту увеличить до 28%, тогда падение стоимости торгового проекта достигнет 42%, а реализация офисного проекта окажется нерентабельной. Мы считаем, что в сочетании с высоким левериджем ставки по долларовым кредитам в 23% и выше являются потенциально опасными для девелоперов коммерческой недвижимости, поскольку проекты могут оказаться потенциально нерентабельными. Девелоперы офисных площадей не смогут покрывать капзатраты и выплаты по кредитам за счет поступающих арендных платежей, в то время как ритейл-проекты оказываются менее чувствительными к величине левериджа и ставкам по кредитам, вследствие чего остаются прибыльными в любом случае (см. Табл. 3 и Табл. 4).

Таким образом, мы думаем, что в условиях кризиса следует отдавать предпочтение реализации проектов по девелопменту торговых площадей. Несмотря на то что на сегмент ритейла приходится около 40% стоимости портфеля основных проектов «Системы-ГАЛС», компания обладает внушительным долгом в $1.4 млрд при достаточно скромной денежной позиции в $45 млн. Что касается AFI Development и ОПИН, то они достаточно хорошо представлены на рынке торговой недвижимости – 34% и 7% стоимости портфеля основных активов соответственно (см. График 6). Помимо этого, у этих компаний достаточно стабильное финансовое положение, у них достаточно денежных средств для того, чтобы расплатиться со своими долгами и благополучно пережить кризис. На текущий момент AFI завершила четыре коммерческих проекта, а ОПИН — только один. Тем не менее, даже если предположить, что в будущем компании не будут расширять свои портфели, мы уверены, что завершенные проекты и проекты, находящиеся на стадии девелопмента, будут приносить им стабильные денежные потоки.

Несмотря на негативную обстановку на рынке недвижимости, до сих пор немногие девелоперы допустили технические или реальные дефолты по облигационным выплатам. К ним относятся, например, «РИГруп», РТМ, «Спецстрой» и ряд других. Большинство коммерческих девелоперов продолжают сопротивляться кризису и надеются, что он закончится быстрее, нежели денежные средства на их счетах.

Таблица 3. Торговая недвижимость
Изменение чистой приведенной стоимости проекта

Леверидж	Ставка по кредитам				
	8%	13%	18%	23%	28%
10%	11	6	1	(3)	12
30%	35	16	0	(14)	(26)
50%	73	31	0	(24)	(42)
70%	136	52	1	(34)	(58)
90%	250	81	2	(44)	(73)

Источник: Colliers, C&W, JLL, УРАЛСИБ

Таблица 4. Офисная недвижимость
Изменение чистой приведенной стоимости проекта

Леверидж	Ставка по кредитам				
	8%	13%	18%	23%	28%
10%	93	79	65	52	93
30%	132	78	32	(8)	(42)
50%	206	87	0	(67)	(100)
70%	346	112	(31)	(100)	(100)
90%	624	159	(60)	(100)	(100)

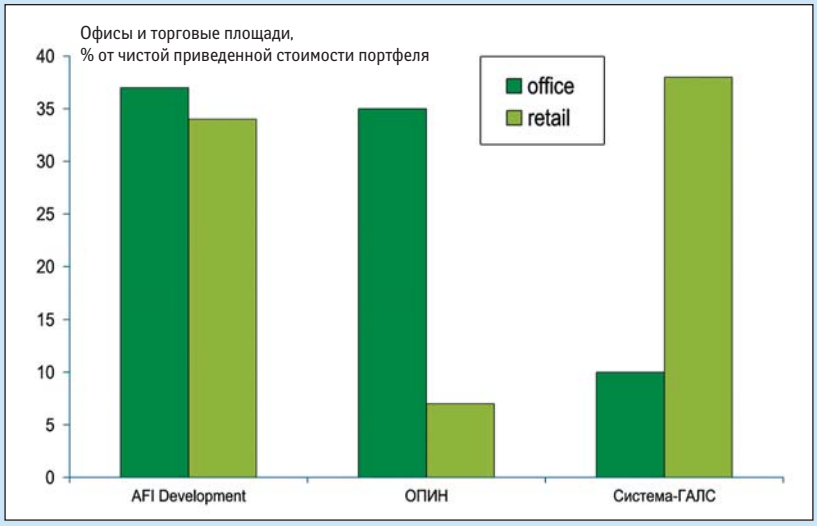
Источник: Colliers, C&W, JLL, УРАЛСИБ

Некоторые из них рассчитывают на помощь извне. Наиболее распространенные методы, применяемые девелоперами для того, чтобы выжить в этих непростых условиях, перечислены ниже.

Господдержка. В декабре 2008 г. наиболее значимые в социальном плане предприятия были внесены в правительственный список стратегически важных предприятий. Эти компании могут рассчитывать на государственную поддержку и вследствие этого находятся в относительно более комфортном положении. Не надо забывать, что государство уже обещало выделить госбанкам около $5 млрд для поддержки региональных девелоперов. Однако не надо обольщаться раньше времени, поскольку это вовсе не гарантирует девелоперам ровным счетом ничего. Государство не будет оказывать поддержку всем без исключения. В список были внесены ПИК, ЛСР, Су-155, «Интеко», «Главстрой» и ДСК-1, которые занимаются преимущественно строительством жилой недвижимости. Следовательно, другие девелоперы, в том числе коммерческие, вряд ли смогут рассчитывать на поддержку правительства.

Реструктуризация долга. В настоящее время по крайней мере два крупных российских девелопера прибегли к реструктуризации долга — как облигационного, так и в виде займов или кредитов. Например, группа ПИК вместо того, чтобы выплачивать долги, решила реструктурировать весь свой долговой портфель, включая кредит ВТБ величиной $78 млн, два кредита Абсолют банка на общую сумму $43 млн, а также два кредита Промсвязьбанка на $100 млн. Для рефинансирования краткосрочной задолженности в декабре 2008 г. компания получила годичный кредит ВЭБа на сумму $262 млн. С нашей точки зрения, для решения проблемы задолженности «Система-ГАЛС» также может вступить в переговоры со своими кредиторами о реструктуризации долга.

График 6. Аренда /Источник: данные компаний, УРАЛСИБ/



Дополнительные вливания акционерного капитала. Мы не думаем, что данный способ решения долговой проблемы приобретет широкую популярность, что, однако, не исключает того, что ряд девелоперов, у которых есть влиятельные акционеры, не желающие потерять свой бизнес, будут время от времени прибегать к этой мере. Например, «Система-ГАЛС» может рассчитывать на финансовую поддержку своей материнской компании АФК «Система», которая владеет в ней долей в 71% акционерного капитала. Аналогично, AFI Development может надеяться на помощь своей материнской компании, которая принадлежит влиятельному израильскому миллиардеру Льву Леваеву. Что касается ОПИН, то компания является совместным активом «Интерроса» и «Онэксима».

Привлечение соинвесторов. Продажа долей в проектах, дочерних и зависимых обществах, а также в капитале самой компании является еще одним возможным путем решения проблемы задолженности. Например, «Система-ГАЛС» недавно продала стопроцентную долю акций двух своих аффилированных компаний — агентства недвижимости ЗАО «Система-ГАЛС» и ЗАО «Элестрой-М». Помимо этого, в конце 2008 г. АФК «Система» объявила о своем намерении привлечь стратегических инвесторов для продажи им долей в основных коммерческих проектах «Системы-ГАЛС», которые составляют до четверти всего портфеля компании. Мы полагаем, что данный метод снижения долгового бремени также не станет широко популярным, поскольку в настоящее время вряд ли найдется большое количество стратегических инвесторов с достаточным количеством ликвидных средств, которые, к тому же, были бы готовы заморозить их в неликвидные активы на достаточно продолжительный срок, поскольку в ближайшем будущем цены и ставки аренды, вероятнее всего, двинутся вниз.