

ОБЗОР ОТРАСЛИ ЖИЛИЩНОГО СТРОИТЕЛЬСТВА В РФ

антикризисный триллион для отрасли



**Исследование «Обзор отрасли жилищного строительства в РФ:
антикризисный триллион для отрасли» подготовили:**

Николай Власов,
ведущий аналитик, корпоративные и суверенные рейтинги

Павел Митрофанов,
управляющий директор, корпоративные и суверенные рейтинги

РЕЗЮМЕ

Рынок жилищного строительства вступает в стрессовый режим работы. Переходить на новую систему проектного финансирования застройщики будут в условиях нехватки порядка 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.

Дефицит капитала застройщиков угрожает успеху реформы. Для проектов в системе эскроу-счетов введен третий норматив достаточности собственных средств в 10 % от общего бюджета проекта. Чтобы его выполнить, отрасли в среднем требуется увеличение капитала по крайней мере на 18 % под новый регуляторный минимум. Но требования банков более строгие. Они готовы кредитовать проекты с участием собственных средств застройщика в размере 15 % от общего бюджета. Поэтому для нормальной работы с банками общий капитал застройщиков в отрасли потребуется увеличить почти вдвое. При этом собственных источников для докапитализации у отрасли нет, особенно у небольших региональных застройщиков.

Банковский кредит «съест» рентабельность. Даже самые исполнительные застройщики с постоянным превышением потока продаж над выборкой проектного кредита столкнутся с ростом процентных расходов и падением чистой прибыли. В среднем новая система финансирования может увеличить долю процентных расходов в выручке большинства проектов до 11 % и выше, что более чем вдвое превышает нынешний уровень в 5 %. Это произойдет, если банки не внедрят льготную ступенчатую систему скидок на спецставки, а застройщики не смогут поднять цены на квартиры. Также мы ожидаем удлинения цикла пользования застройщиками кредитными деньгами, что окажет дополнительное давление на рентабельность.

Просрочка при вводах подорожает. Треть жилой недвижимости в России строится с задержкой срока, а средний срок задержки превышает 1 год. Застройщик в сложившейся системе финансирования, как правило, не несет за это существенной финансовой ответственности, поскольку большая часть фондирования – это бесплатные деньги дольщиков. По расчетам агентства, каждый квартал просрочки в новых условиях будут уменьшать общую маржу проекта на 1,3 % от выручки. Просрочка в 1 год приведет к сокращению маржи за счет переплаты процентов по кредиту в размере 5,2 % от выручки.

Дефицит проектного финансирования: четверть застройщиков может не получить кредит. Несмотря на желание активно работать с застройщиками, банки вынуждены подходить к оценке рисков с более жесткими требованиями к их финансовой устойчивости, чем это предусмотрено законодательством. Под угрозой неполучения финансирования находятся низко маржинальные проекты, а также застройщики, ранее допускавшие просрочки или связанные с проектами, ушедшими на банкротство. По оценкам агентства, уже сейчас больше четверти застройщиков не смогли бы получить проектное финансирование, если бы они перешли систему эскроу-счетов.

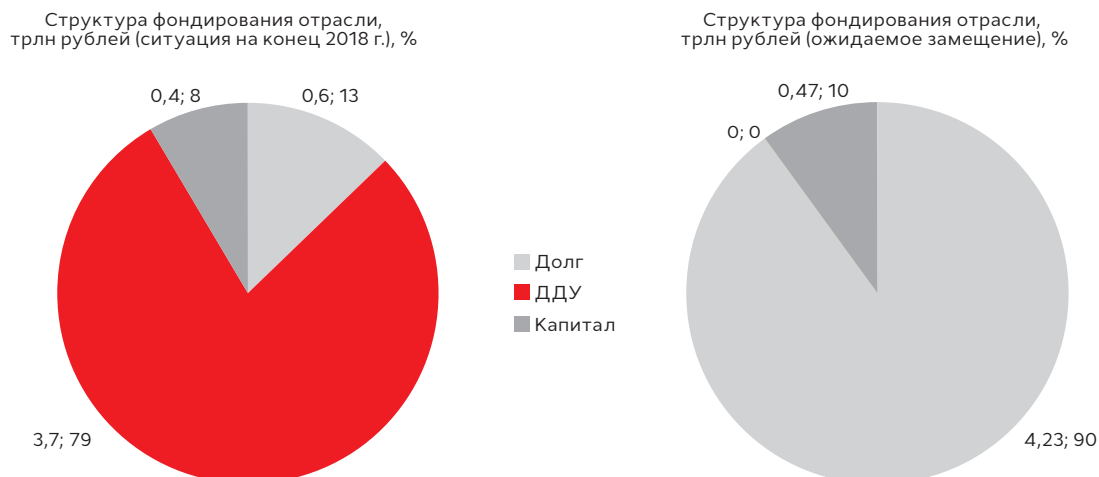
Триллион за 3 года. Совокупность новых рисков рынка жилищного строительства, по оценке агентства, может привести к сжатию объема на 25 %. Это растя-

нутый во времени процесс, но он будет нарастать в процессе замещения проектов старой системы финансирования на проекты эскроу-счетами. Полный переход всех проектов на новую систему финансирования ожидается к 2022 году, когда последние проекты с прямым привлечением средств дольщиков будут достроены. Предотвратить сжатие без денежной поддержки проектов наиболее слабых игроков будет крайне сложно. При этом объем требуемого финансирования оценивается нами в 1 трлн рублей в течение 3 лет.

1. Нехватка капитала. Отрасль структурно не готова к быстрому переходу

На конец марта 2019 года, по данным Единого реестра застройщиков¹, в стадии строительства находились 131,4 млн кв. м жилья, а совокупный объем отраслевого финансирования, по данным компании «ДОМ.РФ», составлял около 4 700 млрд рублей. Из общего объема финансирования примерно 3 700 млрд рублей, или около 79 %, это бесплатные источники в виде полученных авансов от дольщиков. Еще около 600 млрд рублей – платное кредитное финансирование.

График 1. Структура фондирования отрасли



Источник: расчеты рейтингового агентства «Эксперт РА», на основании данных компании «ДОМ.РФ»

Постановлением правительства Российской Федерации (от 26 декабря 2018 года № 1683)² введен третий новый норматив финансовой устойчивости застройщика. После 1 июля 2018 года размер собственных средств застройщика, оперирующего в системе эскроу-счетов, должен составлять не менее 10 % от планируемой стоимости строительства, указанной в проектной декларации. Складывающаяся в отрасли практика финансирования проектов с эскроу-счетами показывает, что крупнейшие уполномоченные банки-кредиторы подходят еще более консервативно к достаточности капитала застройщика и кредитуют проекты с долей собственных средств застройщика ниже 15 % под более высокие ставки. По данным компании «ДОМ.РФ», доля собственного капитала застройщиков в отрасли на конец 2018 года составляла около 8 %, что означает структурную нехватку капитала для безболезненного перехода отрасли на новые требования.

Таблица 1. Структура фондирования отрасли

В трлн р.	Старая система	Новая система	Изменение, %
Объем кредитования	0,6	4,23	605
Объем собственных средств	0,4	0,47	18
Итого, финансирование без учета дольщиков	1	4,7	
Объем финансирования от дольщиков	3,7	0	-100

Источник: расчеты рейтингового агентства «Эксперт РА», на основании данных компании «ДОМ.РФ»³

¹ <https://erzrf.ru/top-zastroyshchikov/rf?topType=0&date=190301>.

² <http://www.minstroyrf.ru/press/utverzhdenny-normativy-finansovoy-ustoychivosti-deyatelnosti-zastroyshchika/>.

³ Источник данных компании «ДОМ.РФ» – материалы круглого стола 28.02.2019 «Переход к проектному финансированию в жилищном строительстве» <https://erzrf.ru/publikacii/prezentatsii-kruglogo-stola-dlya-zastroyshchikov-perekhod-k-proyektному-finansirovaniyu-v-zhilishchnom-stroitelstve>.

В случае полного перехода отрасли на механизм эскроу-счетов видится ожидаемая структура фондирования, в которой минимум 3,6 трлн рублей средств дольщиков в структуре фондирования подлежат замещению платными банковскими кредитами, а еще минимум на 70 млрд рублей требуется докапитализация для соответствия требованиям нового норматива финансовой устойчивости в 10 % достаточности капитала. Объем кредитования в отрасли должен возрасти в 6 раз только для соответствия текущим ежегодным темпам строительства и ввода жилья. При этом устанавливаемая в практике банковского кредитования пропорция 85:15 % между долгом и собственными средствами означает еще более высокую необходимость роста кредитования уже до 6,4 трлн рублей,¹ или более чем в 10 раз, к 2024 году при условии выполнения цели по национальному проекту.

Все эти расчеты характерны для условий замещения под регуляторную достаточность капитала в 10 % и не включают в себя темпы роста строительных объемов. Поскольку для минимального начисления резервов банки требуют 15 % собственных средств застройщика в проекте, реальная потребность отрасли в капитале даже выше. Докапитализация под 15 % в масштабе отрасли означает необходимость заведения в проекты еще 300 млрд рублей. Для большинства крупнейших застройщиков проблема капитала не столь критична, как для небольших компаний. Для многих компаний, строящих 1–2 проекта и не имеющих в моменте ресурсов докапитализации, требования банков к капиталу скорее всего окажутся непосильными, особенно если это низкомаржинальные региональные застройщики с невысоким LLCR² (<1,1).

В итоге дефицит капитала в отрасли станет критичным фактором после 1 июля 2019 года. По мере замещения проектов старой системы новыми проектами с эскроу-счетами проблема дефицита собственных ресурсов будет обостряться. В новой системе банковский кредит по сути является безальтернативным источником финансирования. Поскольку наличие у застройщика эскроу-счетов, открытых в уполномоченном банке, не подразумевает автоматическое получение проектного кредита, ряд застройщиков с нехваткой капитала будут вынуждены уйти с рынка, не получив денег на проекты. По нашей оценке, **около четверти застройщиков страны** не смогут получить проектные кредиты по внутренним финансовым критериям банков. Причины этого различны, но в основном это дефицит собственных средств, слабая экономика проектов, о которой мы еще поговорим, или юридические риски, связанные с недооформленностью прав и разрешительной документации.

2. Изменения в экономике застройщика.

Кредит уничтожит маржу

В новой экономической модели застройщик крайне уязвим с самого старта проекта, ведь каждый лишний день существования проекта сокращает его рентабельность за счет процентов по кредиту, от которого при этом невозможно отказаться. Застройщик оказывается неразрывно связан с кредитом и не может остановить начисление процентов, пока не сдаст объект в эксплуатацию, не раскроет эскроу-счета и не вернет кредит банку. Компания должна платить проценты на полный объем выбранного кредита до сдачи проекта, даже имея на эскроу-счетах паритетный кредиту объем ликвидности, поступившей от дольщиков. При этом

¹ Рассчитано методом прямой пропорции: 4,7 трлн рублей соответствует объему ввода в 75 млн кв. м за 2018 год, поэтому 7,52 трлн рублей должно соответствовать целевому объему ввода в 120 млн кв. м при неизменных ценах. Из 7,52 трлн рублей 85% – это 6,4 трлн рублей. Базовые предположки: достаточность капитала в отрасли на уровне 15% и отсутствие удорожания строительства одного квадратного метра.

² LLCR (loan life cover ratio) = Выручка/бюджет строительства + процентные расходы за весь срок проекта).

в существующей системе застройщик мог погашать выбранный кредит за счет быстрых продаж, освобождаясь от базы начисления процентов ближе к концу проекта.

Оценивая финансовые последствия от введения новой системы финансирования, важно учитывать практику кредитования первых проектов с эскроу-счетами. Банки используют гибридный механизм начисления процентов. Сумма долга, покрываемая средствами на эскроу-счетах, облагается спецставкой, которая сейчас варьируется от 4 до 7 % с преобладанием ставки 6 %. Сумма превышения долга над средствами на эскроу-счетах облагается базовой ставкой в диапазоне от 11 до 14 % с преобладанием ставки 12 %. Есть прецеденты перехода банков на ступенчатую систему скидок по спецставке в зависимости от доли профицита средств на эскроу-счетах эскроу над выборкой проектного кредита. С каждым превышением на 20 % применяется понижение спецставки на 1 %, в итоге в моменте можно достичь ставки 0,01 % по выборке кредита при превышении, близком к 100 %.

Для оценки эффекта удорожания агентство проанализировало экономику 12 публичных застройщиков по их МСФО-отчетностям. Мы составили модельный ОПУ типового застройщика, чтобы наложить на него новые правила финансирования.

Таблица 2. Модельный ОПУ застройщика

Статья ОПУ	К выручке, %	К валовой прибыли, %	К операционной прибыли, %	К прибыли до налогообложения, %	Типовой ОПУ (модель), %
Выручка	100				100
Себестоимость	-75				-75
Валовая прибыль	25	100			25
Коммерческие расходы	-5	-21			-5
Административные расходы	-5	-20			-5
Прочие операционные доходы/расходы	-1	-4			-1
Прибыль от операционной деятельности	14	55	100		14
Финансовые доходы	0,5	2	4		0,5
Финансовые расходы ¹	-4,9	-19	-35		-4,9
Прочие неоперационные доходы/расходы	0	-1	-2		-0,3
Прибыль до налогообложения	12	49	88	100	12,3
Расходы по налогу на прибыль	-3	-11	-20	-23	-3
Чистая прибыль	9	37	67	77	9

Источник: расчеты рейтингового агентства «Эксперт РА»

Анализ отчетностей застройщиков показывает, что для средней компании старой системы финансирования доля процентных расходов примерно равна 4,9 % от выручки. В среднем для застройщика в старой системе финансирования характерна операционная маржинальность в 14 % до процентных доходов и расходов. Доля долговой нагрузки в структуре балансов исследуемых застройщиков даже больше, чем в среднем по отрасли и оценивается в 35 %. Это связано с наличием непроектного долга, направленного на приобретение площадок и бюджеты

¹ Финансовые расходы для целей анализа приведены только к процентным расходам, прочие их компоненты реклассифицированы в иные статьи.

развития. Застройщики среднего и малого размерных классов¹ смещены в сторону фондирования за счет средств дольщиков. То есть оценка усредненного процентного расхода в 4,9 % от выручки даже несколько консервативна, поскольку учитывает расходы как по проектному, так и по общекорпоративному долгу застройщика. По нашей оценке, доля процентных расходов, приходящаяся только на проектное финансирование среднего застройщика, может составлять от 3,5 до 4 % от выручки.

На основе результатов средней экономической модели застройщика агентство осуществило стресс-тестирование влияния новой системы на финансовые результаты застройщика. Результаты стресс-тестирования показывают, что застройщик неизбежно сталкивается с ростом процентных расходов, даже в идеальной ситуации постоянного опережения профицита средств на эскроу над выборкой кредита, если не используется система ступенчатых скидок к спецставке. В ситуации, когда спецставка составит 6 % (средняя ставка в отрасли на текущий момент), даже самый исполнительный застройщик получает рост доли процентных расходов в операционной прибыли с прежних 35 (см. типовой ОПУ застройщика) до 50 % (см. таблицу ниже) из-за того, что меняется его структура финансирования и резко возрастает доля платного фондирования.

Таблица 3. Анализ минимального влияния спецставки эскроу на рентабельность застройщика²

Специальная ставка к долгу эскроу, %	Доля расходов в выручке, %	Рост расходов к EBIT, %	Доля расходов в EBIT, %	Эффект на рентабельность PBT, %
4,0	-5	-1	34	-23
5,0	-6	8	43	-33
6,0	-7	16	51	-42
7,0	-8	25	60	-52
8,0	-10	33	68	-62
9,0	-11	42	77	-72
10,0	-12	51	85	-81
11,0	-13	59	94	-91
12,0	-14	68	103	-101

Источник: расчеты рейтингового агентства «Эксперт РА»

¹ По внутренней классификации агентства для целей исследования:

средние застройщики – общий объем текущего строительства от 40 до 250 тыс. кв. м;

малые застройщики – общий объем текущего строительства до 40 тыс. кв. м.

² Без учета ступенчатой системы скидок для трехлетнего проекта с равномерными темпами роста продаж и выборки кредита.

Для более предметной оценки влияния новых требований на различные типы застройщиков агентство смоделировало экономику 3 типов среднестатистических строительных проектов. Базовые предпосылки моделирования: достаточность капитала – 15 % от затрат, объем кредита – 85 % затрат, выручка – 115 % от суммы затрат, в сумму затрат равномерно отнесены коммерческие, административные и иные расходы, скорректированные на обычные финансовые доходы застройщика.

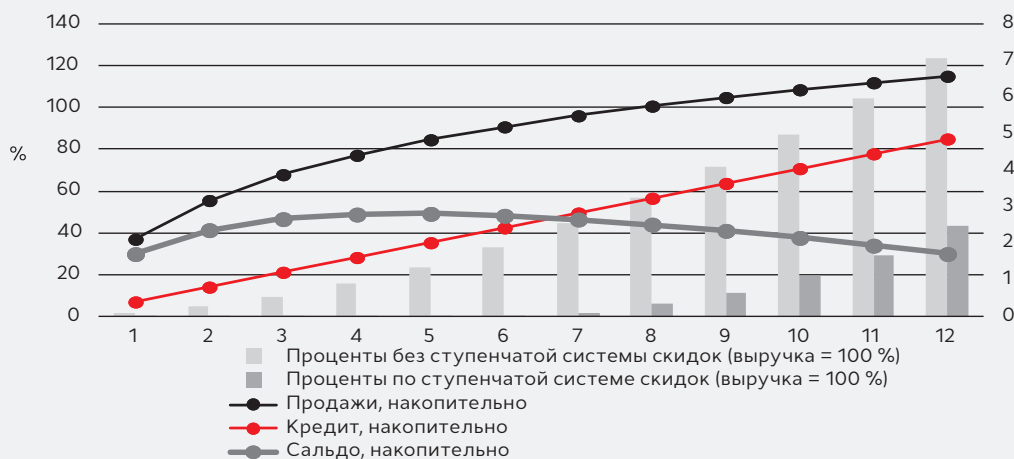
Все 3 типа – это экономика успешных проектов без удорожания и сбоев в темпах продаж и финансирования инвестиций. Для каждого из типов проведена оценка влияния новых условий финансирования на маржу проекта. Ниже представлены сводные результаты влияния новой системы финансирования на рентабельность проектов.

Таблица 4. Результаты влияния новой системы финансирования на рентабельность проектов

Чистый эффект от поступлений проекта (выручка = 100 %)	С системой скидок, %	Без системы скидок, %
ТИП 1. Если продажи значительно опережают выборку кредита	2,3	-2,0
ТИП 2. Если продажи идут вровень с выборкой кредита или равномерным темпом ее опережают	-0,6	-2,0
ТИП 3. Если продажи отстают от выборки кредита	-6,1	-6,1

Мы видим, что только с применением ступенчатой системы скидок компания получит выгоду, причем только в наилучшем сценарии, когда ее продажи значительно обгонят выборку кредита. Обратная ситуация получается, если компания выбирает кредитную линию быстрее, чем продает площади. Раньше застройщики нередко придерживали продажи, но теперь, если они продают медленно, то столкнутся с переплатой в двойном размере на чистую разницу выборки долга, теряя таким образом маржу проекта.

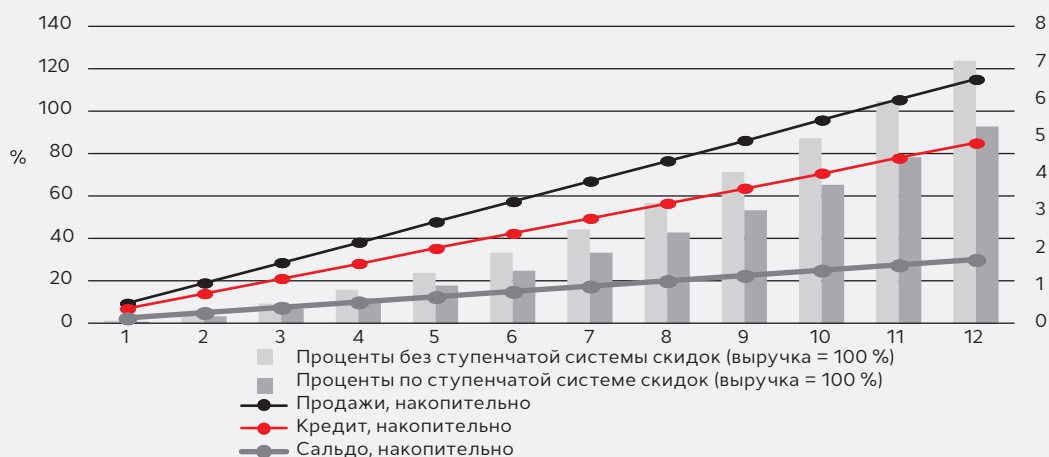
График 2. ТИП 1. Продажи значительно опережают финансирование кредита



Источник: расчеты рейтингового агентства «Эксперт РА»

При отсутствии ступенчатой системы скидок степень опережения продаж над выборкой кредита не оказывает никакого влияния на рентабельность проекта и объем процентных расходов, кредитор заплатит банку одинаковую долю от поступлений проекта в объеме 7,1 %. Но для случая ступенчатой системы скидок у застройщика возникает мотивационный компонент быстро продавать. Согласно результатам моделирования, его экономия на процентах может достигнуть 2/3: застройщик заплатит банку лишь 2,5 % от выручки в сравнении с 7,1 % от выручки в системе без скидок за опережение продаж. Таким образом, возникает равновесие «выигрыш – выигрыш» и достигается баланс распределения финансового результата. У застройщика появляется механизм экономии на процентных платежах за счет нахождения баланса по ценообразованию.

График 3. ТИП 2. Продажи равномерно опережают финансирование строительства

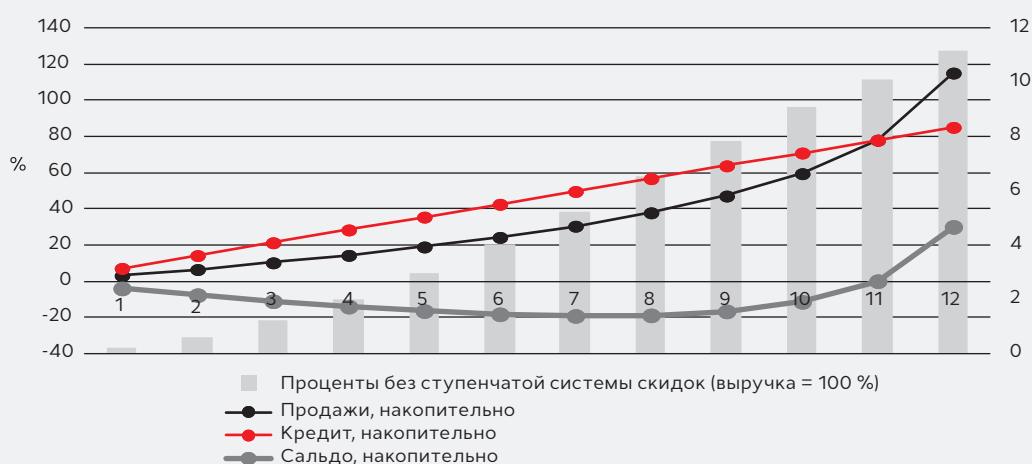


Источник: расчеты рейтингового агентства «Эксперт РА»

Обратная ситуация для застройщиков, продажи которых движутся медленнее, чем выборка проектного финансирования. В этом случае застройщик постоянно в течение всего срока строительства подвергается штрафу в виде базовой ставки по кредиту на сумму отрицательного сальдо между эскроу-счетами и выбранной суммой кредита. Для застройщиков третьего типа не действует ступенчатая система скидок, поскольку они всегда находятся в отрицательном сальдо. Такие застройщики в среднем переплатят в 1,5 раза больше процентов, чем застройщики типов 1 и 2, а общее увеличение процентных расходов в сравнении со старой системой финансирования для них может быть **более чем в 2 раза**.

Если складывающаяся практика не будет приведена в соответствие со ступенчатой системой скидок, то часть маржи даже наиболее успешных застройщиков заберут банки как новые участники инфраструктуры, которые по изначальной задумке должны повысить надежность всей системы.

График 4. ТИП 3. Продажи отстают от финансирования кредита



Источник: расчеты рейтингового агентства «Эксперт РА»

3. Просрочки сдачи объектов усилят давление на маржу

Все предыдущие расчеты роста процентной нагрузки не учитывали традиционный для отрасли фактор запаздывания застройщиков со сроками сдачи объекта в эксплуатацию. На конец марта 2019 года, по данным Единого реестра застройщиков, около 35 % жилья в России строилось с переносом сроков. Средняя просрочка сдачи объекта в эксплуатацию по топ-100 застройщиков составила 8,2 месяца. В масштабе всей отрасли средняя просрочка больше и равна 12,7 месяца.

По расчетам агентства, каждый квартал просрочки сдачи объекта при ставке в 6 % и полностью выбранном кредите, покрытом остатками на эскроу-счетах, будет уменьшать общую маржу проекта на 1,3 % от выручки. Просрочка в 8 месяцев означает финансовый стресс для проекта в 3,4 % от выручки. Год просрочки будет означать для проекта нехватку в 5,2 % от выручки.

4. Проектное финансирование не для всех

Для уполномоченного банка в новой системе регулирования все проектные кредиты разделяются на 4 категории кредитного качества¹, по каждой из которых определен диапазон резерва. Наиболее уязвимыми оказываются застройщики с LLCR ниже 1,1. У застройщиков с LLCR ниже 1,05 практически нет шансов получить проектный кредит на рыночных условиях, потому что банк должен создать минимальный резерв в 35 % от такого кредита. При любых рыночных ставках кредит на такой проект уже не принесет банку чистую прибыль за вычетом резервов, поэтому если изначальные расчеты показывают низкий LLCR, то банк не даст кредит на такой проект. По оценкам агентства на основе исследования E&Y², средняя доля таких проектов в России на конец 2018 года составляла около 15 %, а с учетом новых требований их доля может возрасти до 20 % и выше, поскольку увеличатся процентные расходы в расчете LLCR таких проектов.

Отдельные ограничения в кредитовании получают проекты строительных групп или бенефициаров, другие застройщики которых ранее допускали просрочки сдачи. Для банка уровень риска таких проектов выше обычного, значит, и процентная ставка должна быть выше. Раньше эффект повышенной банковской ставки мог быть абсорбирован смещением проекта в сторону бесплатного фондирования за счет средств дольщиков, но в новых условиях такой опции больше не существует. Безусловным стоп-фактором должно стать кредитование проектов строительных групп или бенефициаров, другие застройщики которых ранее допускали очень большие просрочки сдачи или же вообще завершались банкротством и возникновением новых обманутых дольщиков.

В результате более жесткий подход банков в кредитовании застройщиков приведет к тому, что часть проектов, переходящая на систему эскроу-счетов, не сможет получить финансирование и либо будет передана на достройку, либо вообще не начнется как новое строительство. Мы оцениваем объем таких проблемных проектов примерно в 25 % рынка.

¹ В соответствии с новым 590-П.

² Обзор рынка жилищного строительства России за 2018 год от E&Y: [https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-building-survey-rus-2019/\\$FILE/ey-building-survey-rus-2019.pdf](https://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/ey-building-survey-rus-2019/$FILE/ey-building-survey-rus-2019.pdf).

I 5. Цена сохранения объемов ввода – триллион рублей

Минстрой, осознавая все вышеперечисленные проблемы, особенно проблему будущего дефицита проектного финансирования для экономически слабых застройщиков, разрабатывает 2 механизма поддержки застройщиков, выпадающих из системы банковского кредитования:

- 1) за счет возвратной финансовой поддержки застройщиков от «Фонда защиты прав граждан – участников долевого строительства» на небанковских условиях, которая станет возможна путем его докапитализации из федерального бюджета;
- 2) за счет средств регионального бюджета с самостоятельным контролем достройки проблемных объектов региональными властями и с гарантиями завершения таких объектов от субъектов РФ.

Предполагаемый масштаб государственной поддержки, которая может потребоваться для спасения проектов, отвергнутых банками, измеряется сотнями миллиардов рублей. Если принять во внимание объем финансирования от дольщиков, подлежащий замещению¹, то даже 10 % от этого объема эквивалентны 370 млрд рублей. По оценкам агентства, реформа отрасли может привести к падению темпов строительства на 20–25 % от текущих строительных объемов, если государство не вмешается и не поможет заместить финансирование либо смягчить условия банковского кредитования застройщиков. Это объемы, которые сейчас приходятся на наиболее слабых игроков, работающих с низкой маржой и потенциально «непроходных» для получения проектного финансирования.

Объем необходимой господдержки замещения финансирования дольщиков только для сохранения текущих темпов строительства оценивается агентством в диапазоне от 860 млрд до 1 трлн рублей. Приближение к сумме в 30 % от средств граждан, вложенных в строительные проекты, дает объем необходимой помощи в 1,1 трлн рублей в масштабах всей системы, если двигаться по первому варианту через докапитализацию «Фонда защиты прав граждан – участников долевого строительства». Второй вариант оценивается агентством как менее вероятный в силу ограниченности ресурсов региональных бюджетов и нежелания региональных администраций по собственной инициативе брать на себя дополнительные финансовые обязательства и гарантии.

¹ 3,7 трлн рублей на конец 2018 года, на основе данных компании «ДОМ.РФ».