

Сентябрь 2020

Жилищное строительство | Россия

# Обзор отрасли жилищного строительства в РФ: облигации на смену ДДУ

## Резюме

Реформа отрасли жилой недвижимости отсекала девелоперов от бесплатных средств дольщиков. При этом с начала перехода на проектное финансирование объем текущего строительства в РФ снизился на 20 млн кв. м. По оценке агентства «Эксперт РА», половина регионов РФ характеризуется нулевой и отрицательной маржинальностью жилищного строительства из-за низкого платежеспособного спроса населения. Это закрывает застройщикам доступ к банковским деньгам. Для поддержания темпов строительства компании нуждаются в дополнительном капитале, получить который можно на рынке публичного долга. Повышение прозрачности и надежности отрасли в ходе реформы, структурирование девелоперских групп, создание системного IR и рейтинговой истории должны помочь повысить доверие инвесторов к облигациям строителей и устранить премию за риск сектора, которую эмитенты вынуждены предлагать для успешного размещения в настоящий момент. Мы ожидаем выхода 10–20 новых эмитентов-девелоперов уже в ближайший год с совокупным объемом до 30 млрд рублей.

**Объемы текущего строительства снижаются на фоне реформы отрасли.** С 1 июля 2019 года все новые проекты в жилищном строительстве должны реализовываться по схеме проектного финансирования с участием банков. При этом до внедрения механизма проектного финансирования многие застройщики вообще не имели опыта работы с банковским кредитом. Спустя год после перехода отрасли на новые правила игры объем текущего строительства снизился на 20 млн кв. м, или на 16 %. Дополнительное давление на объем рынка оказывает снижающийся спрос на квартиры. Начиная с III квартала 2019-го объем зарегистрированных ДДУ снижается по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Однако сокращение спроса, по нашему мнению, не вынудит застройщиков снижать цены на квартиры. Поддержку уровню цен оказывают снижение конкуренции на рынке, запуск льготной ипотеки в мае 2020 года, а также отсутствие у застройщиков рисков разрыва ликвидности в случае кратковременного падения спроса в проектах, реализуемых через проектное финансирование.

**Маржа застройщиков в регионах находится под сильным давлением.** Реальные располагаемые доходы населения падают на протяжении последних пяти лет. Вследствие этого девелоперы ограничены в возможностях

## Строительство и девелопмент

**Дмитрий Сергиенко,** старший директор, корпоративные и суверенные рейтинги  
sergienko@raexpert.ru

**Павел Митрофанов,** управляющий директор, корпоративные и суверенные рейтинги  
mitrofanov@raexpert.ru

**Контакты для СМИ**  
+7 (495) 225-34-44 (доб. 1706, 1650)  
+7 (495) 225-23-54 (доб. 1706, 1650)  
pr@raexpert.ru

**АО «Эксперт РА»**  
Москва, ул. Николаямская, дом 13, строение 2  
+7 (495) 225-34-44  
+7 (495) 225-23-54  
info@raexpert.ru

© 2020 АО «Эксперт РА». Все материалы сайта являются интеллектуальной собственностью АО «Эксперт РА» (кроме случаев, когда прямо указано другое авторство) и охраняются законом. Представленная информация предназначена для использования исключительно в ознакомительных целях.

Настоящая информация не может распространяться любым способом и в любой форме без предварительного согласия со стороны Агентства и ссылки на источник [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)

Использование информации в нарушение указанных требований запрещено.

Рейтинговые оценки выражают мнение АО «Эксперт РА» и не являются установлением фактов или рекомендацией покупать, держать или продавать те или иные ценные бумаги или активы, принимать инвестиционные решения. Агентство не принимает на себя никакой ответственности в связи с любыми последствиями, интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями, прямо или косвенно связанными с рейтинговой оценкой, совершенными Агентством рейтинговыми действиями, а также выводами и заключениями, содержащимися в рейтинговом отчете и пресс-релизах, выпущенных агентством, или отсутствием всего перечисленного. Единственным источником, отражающим актуальное состояние рейтинговой оценки, является официальный сайт АО «Эксперт РА» [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru).

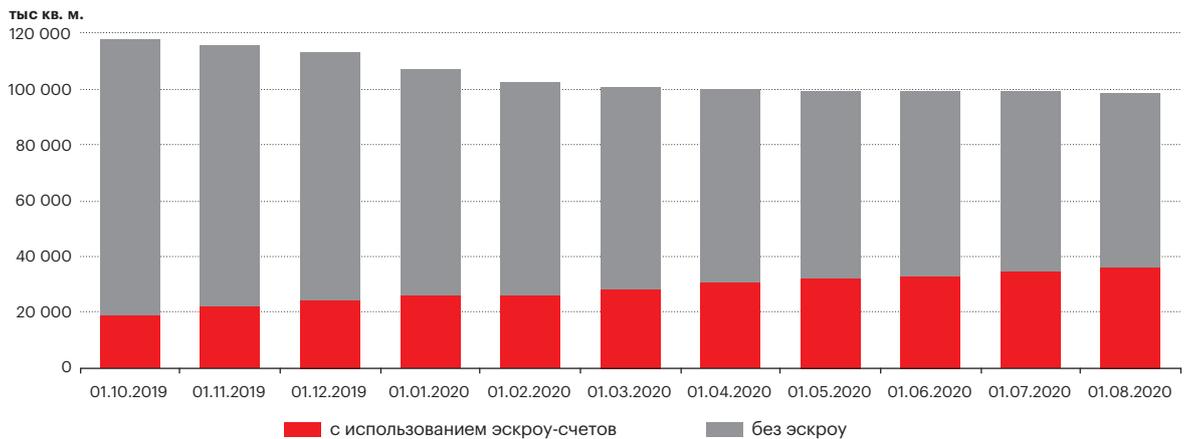
повышения цен, особенно в регионах. Такая ситуация ощутимо бьет по экономике застройщиков. По нашим оценкам, основанным на данных Союза инженеров-сметчиков, порядка половины регионов в стране на текущий момент характеризуются околонулевой или отрицательной чистой рентабельностью жилищного строительства, а еще у четверти маржа не превышает 5%. При этом для успешного получения проектного финансирования от банков в большинстве случаев маржа проектов должна составлять не менее 15%.

**Облигации – важный канал привлечения финансирования застройщиками в новых условиях.** Теряя доступ к бесплатным средствам дольщиков, строительная отрасль не сможет получить в короткой перспективе сопоставимый объем проектного финансирования. Поэтому выход на рынок публичного долга – практически неизбежный в нынешних условиях сценарий финансирования для многих участников рынка. Для успешного выпуска облигаций застройщикам придется научиться жить по-новому: структурировать строительные холдинги, радикально повысить прозрачность, наладить системную работу с инвесторами и биржей, получить кредитные рейтинги. При этом нужно быть готовыми к тому, что строительный сектор воспринимается инвесторами как высокорискованный. А значит, дебютные размещения потребуют даже от надежных эмитентов дополнительной риск-премии.

## Объемы текущего строительства сокращаются на фоне реформы отрасли, но цены снижаться не будут

Отрасль жилищного строительства реформируется. Первая часть реформы отрасли была связана с изменениями в законодательной базе, которые начинали действовать с 1 июля 2018 года. Они главным образом были направлены на усиление требований к застройщикам, увеличение за ними банковского контроля, а также предусматривали добровольную возможность перехода на эскроу-счета. Фактическим следствием этого этапа оказалось рекордное количество полученных девелоперами разрешений на строительство в первой половине 2018 года. Таким образом участники рынка старались максимально запасти земельными участками, строительство на которых можно было вести по прежним и понятным правилам. Такая политика позволила поддерживать объем текущего строительства на достаточно высоком уровне в последние годы. На текущий момент площадки, которые еще можно продавать по старым правилам с привлечением средств дольщиков напрямую, уже достраивают.

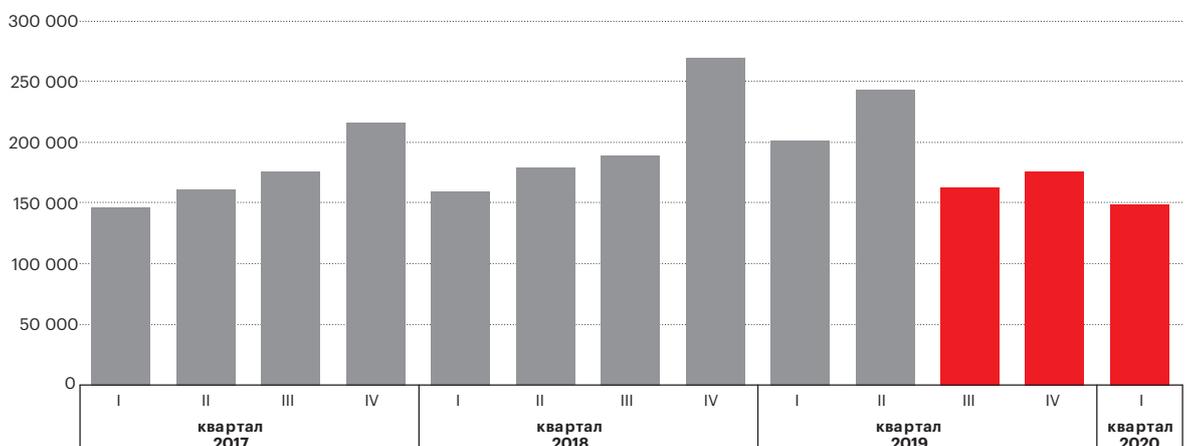
В начале 2019 года была запущена вторая часть реформы отрасли. С 1 июля 2019 года все проекты, не достигшие необходимого процента строительной готовности и процента продаж, а также новые проекты должны реализовываться через механизм проектного финансирования с участием банков. Однако до внедрения механизма проектного финансирования многие застройщики не имели опыта работы с банками. В сложной ситуации оказались и сами банки, которым нужно было менее чем за полгода радикально усилить компетенции в строительстве, а также выработать и предложить рынку новый продукт. В результате рынок жилищного строительства переносит реформу сектора болезненно. Так, за первый год с начала перехода на проектное финансирование объем текущего строительства снизился на 16%, или на 20 млн кв. м.

**График 1.** Объем текущего строительства


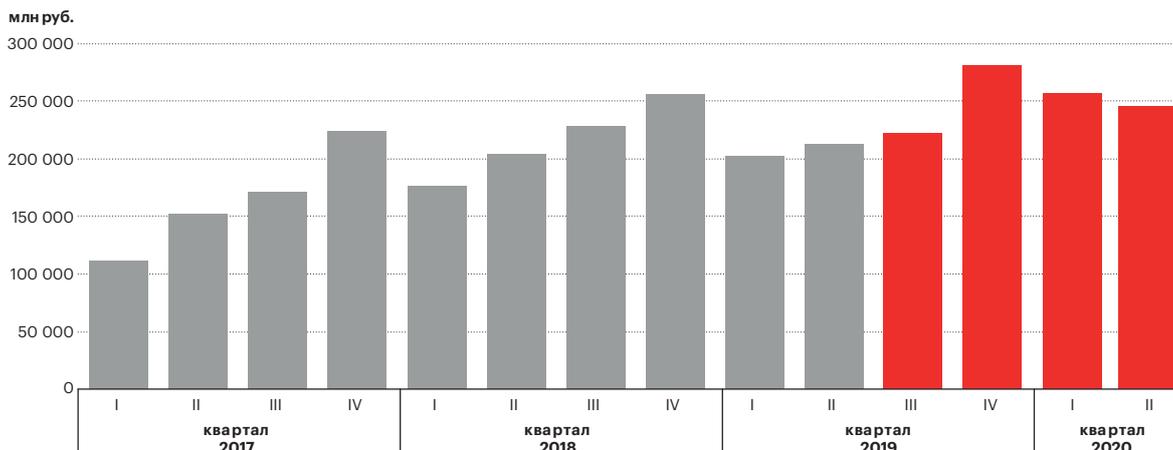
Источник: расчеты агентства «Эксперт РА» на основании данных ДОМ.РФ

При этом спустя год только около трети строящихся площадей реализуется через проектное финансирование. А значит, в ситуации отстающего замещения средств ДДУ проектным финансированием снижение объемов может стать еще более существенным.

Помимо того что девелоперы преодолевают естественные трудности, вызванные реформой, они осторожнее запускают новые проекты в связи со снижающимся спросом. Продажи жилья происходят неравномерно внутри года и имеют явный тренд на увеличение объема сделок от квартала к кварталу. Однако с III квартала 2019-го, начала обязательного перехода на проектное финансирование объем зарегистрированных договоров долевого участия (ДДУ) снижается каждый квартал по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. В III квартале 2019 года объем зарегистрированных ДДУ снизился на 16 % по сравнению с III кварталом 2018 года, в IV квартале 2019 года объем зарегистрированных ДДУ снизился на 53 % по сравнению с IV кварталом 2018 года и в I квартале 2020 года снижение объема ДДУ составило 26 % по сравнению с I кварталом 2019 года и 7 % по сравнению с I кварталом 2018 года. При этом многие застройщики в конце I квартала 2020 года отмечали повышенный «защитный» спрос на квартиры, связанный со снижением курса рубля. Поддержать спрос не смогли даже снижающаяся ставка по ипотеке и рост объема выдачи ипотечных кредитов, которые традиционно служат ключевым драйвером продаж жилья.

**График 2.** Количество зарегистрированных ДДУ


Источник: расчеты агентства «Эксперт РА» на основании данных Росреестра

**График 3.** Объем выданных ипотечных кредитов под залог прав требований по ДДУ


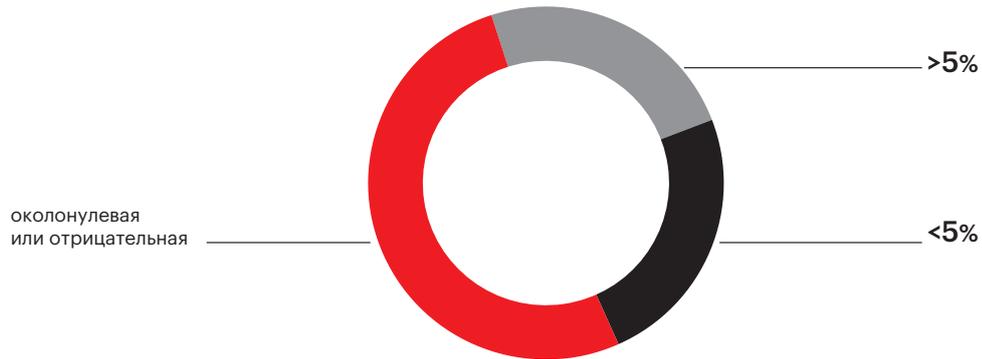
Источник: расчеты агентства «Эксперт РА» на основании данных Банка России

Сокращение спроса, по нашему мнению, не заставит застройщиков снижать цены. История показывает, что даже в кризисный 2015 год, когда объем заключенных ДДУ сильно сократился после ажиотажного спроса в конце 2014-го, застройщики практически не корректировали цены, за исключением точечных действий по отдельным проектам. Запущенная в мае 2020 года льготная ипотека выступает мощным драйвером продаж жилья и одновременно помогает поддерживать цены. Также поддержку ценовой политике застройщиков оказывает снижение конкуренции на рынке, бенефициарами которой становятся крупнейшие и средние игроки, располагающие запасом прочности для недопущения демпинга. Их проекты, реализуемые через ДДУ, уже находятся в высокой стадии готовности и, как правило, со значительной долей проданного жилья, в результате чего необходимости форсировать продажи за счет снижения цен нет. А новые проекты, реализуемые через проектное финансирование, в принципе не нуждаются в притоке ликвидности от дольщиков и способны перенести временный спад продаж без снижения темпов строительства.

## Маржа застройщиков в регионах находится под сильным давлением

При переходе на проектное финансирование ключевую роль в строительной отрасли начинают играть банки. При принятии решения об открытии проектного финансирования для застройщиков одним из главных показателей, оцениваемых банками, является показатель LLCR, отражающий отношение выручки по проекту к его себестоимости. С высокой вероятностью может получить финансирование от банка проект, в котором модельный показатель LLCR превышает 15 %. Однако, по нашим оценкам, основанным на данных Союза инженеров-сметчиков, только в 40 % регионов валовая прибыль из расчета на 1 кв. м жилья превышает 10 %. При этом, если в оценке учесть коммерческие расходы, которые усредненно составляют около 3 % от стоимости проекта, и расходы на проектное финансирование с эффективной процентной ставкой в размере 5 %, то порядка половины регионов в стране на текущий момент будут характеризоваться околонулевой или отрицательной чистой рентабельностью жилищного строительства. Такая предпосылка гарантирует снижение объемов текущего строительства после завершения старых проектов через ДДУ.

**График 4.** Чистая маржинальность жилищного строительства по количеству регионов



Источник: расчеты агентства «Эксперт РА» на основании данных Союза инженеров-сметчиков

Реальные располагаемые доходы населения уже снижаются последние пять лет. Вследствие этого девелоперы ограничены в возможностях повышения цен и потому стремятся реализовать проекты в регионах с наивысшим покупательским спросом: Московском регионе, Санкт-Петербурге и крупнейших городах России. По данным аналитического центра «ДОМ.РФ», порядка 60 % реализуемых на текущий момент проектов через эскроу-счета по объему строящихся площадей приходится на проекты, реализуемые в 10 регионах России.

Перед отраслью жилищного строительства стоит задача по выходу в трехлетней перспективе на объем строительства в 120 млн кв. м. Эта цель не будет достигнута без экспансии в регионы с меньшим покупательским спросом. Однако в условиях, когда в большинстве регионов проекты не выдерживают входных тестов от банков на получение проектного финансирования, у девелоперов нет стимулов наращивать объемы строительства в регионах.

## Облигации – альтернативный способ привлечения дополнительного капитала застройщиками

Реформа жилищного строительства предполагает полный переход отрасли на банковский контроль через механизм проектного финансирования. По состоянию на начало августа банками было открыто лимитов на застройщиков на 1,5 трлн рублей. С учетом того, что к настоящему времени только треть строящегося жилья перешла на проектное финансирование, банкам нужно одобрить проектов еще по крайней мере на 3 трлн рублей.

**График 5.** Объем лимитов проектного финансирования



Источник: расчеты агентства «Эксперт РА» на основании данных Банка России

Очевидно, что банки не могут в краткосрочной перспективе закрыть всю потребность в финансировании девелоперов. Застройщики нуждаются в дополнительных источниках привлечения капитала, и в условиях почти полного отсутствия собственных средств единственной доступной альтернативой служит выход на рынок публичного долга.

С одной стороны, выпуск девелоперами облигаций позволяет более свободно использовать полученные средства по сравнению с целевыми банковскими кредитами, с другой – формирует публичную историю, которая может положительно сказаться на дальнейших условиях привлечения проектного финансирования от банков. Однако для успешного выхода на рынок облигаций девелоперам придется серьезно подготовиться.

В первую очередь потребуется структурировать строительную компанию или группу компаний. Материнской компанией строительного холдинга должна быть необремененная строительными проектами компания, которая впоследствии будет эмитентом облигаций или поручителем за финансовую SPV. Под материнской структурой уже должны быть сосредоточены все юридические лица-застройщики. Если не выстроить все проекты и активы под одной структурой, которая будет выпускать облигации или выступать поручителем, то рейтинг облигации будет ниже кредитоспособности девелопера. Компании придется давать дополнительную премию при выпуске облигаций, а для некоторых инвесторов подобная структурная субординация бумаги может оказаться стоп-фактором.

Также для выпуска облигаций девелоперам придется существенно повысить информационную прозрачность, ввести в практику регулярное раскрытие финансовых и операционных показателей, организовать системное взаимодействие с инвесторами (IR), биржей и рейтинговыми агентствами. Учитывая практически нулевой опыт в данной сфере у большинства участников рынка, выстраивание полноценного IR в компаниях может потребовать значимых бюджета и времени, поэтому для средних и мелких компаний актуальным может стать аутсорсинг IR для более эффективного и быстрого выхода на рынок публичного долга.

Крупнейшие игроки уже давно присутствуют на облигационном рынке, разместив бумаг более чем на 200 млрд рублей. При этом средние и мелкие компании, активность которых стала заметной в прошедшие два года, также привлекли с рынка более 10 млрд рублей. По нашим оценкам, в среднесрочной перспективе девелоперы продолжают занимать через выпуск облигаций. К концу 2021 года количество девелоперов – эмитентов облигаций может превысить 35–40 компаний, при этом новые игроки займут на рынке до 30 млрд рублей. Программа субсидирования расходов на организацию, рейтингование и размещение дебютного выпуска облигаций со стороны институтов поддержки может ускорить этот процесс, повлиять на повышение прозрачности и надежности отрасли, а в конечном счете поддержать темпы строительства.

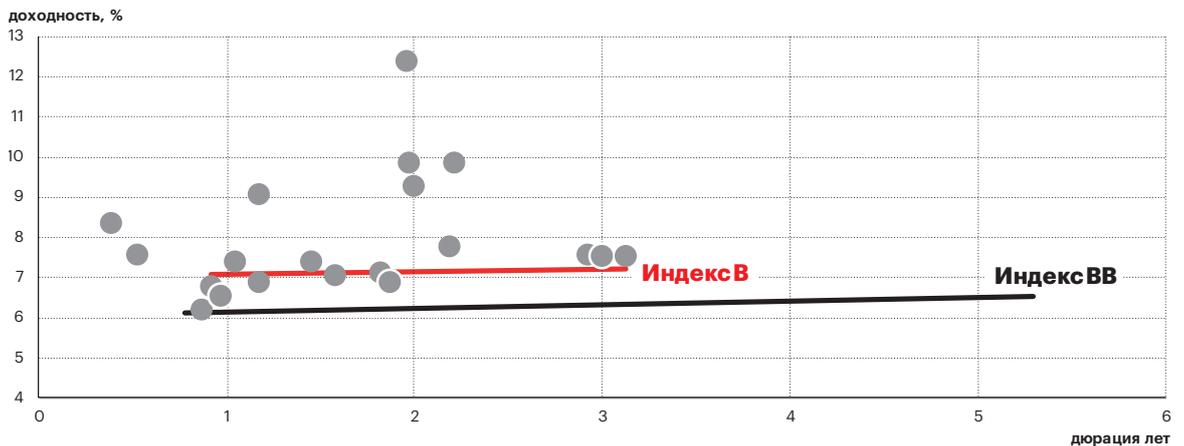
## Застройщики платят за непрозрачность рынка

Строительная отрасль традиционно ассоциируется у инвесторов с зоной повышенного риска. До последнего момента отрасль характеризовалась абсолютной непрозрачностью. До появления аналитического центра «ДОМ.РФ» в публичном доступе отсутствовала

официальная база данных по застройщикам. При этом ежегодно в секторе банкротится более 100 компаний. В условиях потока бесплатного финансирования от дольщиков и отсутствия законодательных требований к раскрытию финансовой информации застройщики не публиковали в открытом доступе, за редким исключением, каких-либо значимых данных о своей деятельности. У инвесторов отсутствовали база для сравнения девелоперов между собой и, как следствие, полноценное понимание рынка. Сравнение с зарубежными аналогами ввиду различий нормативной базы в разных странах решить вопрос качественного реег-анализа не помогало. Мощный удар по имиджу отрасли нанесли громкие банкротства крупных игроков, таких как СУ-155 и Urban Group.

В результате ситуация такова, что даже лучшие компании сектора вынуждены предлагать дополнительную доходность по сравнению с компаниями аналогичного кредитного качества из других отраслей. Это происходит, даже несмотря на то, что рейтинговые агентства уже закладывают в оценку риск отрасли, связанный с ее цикличностью и капиталоемкостью.

**График 6.** Доходность облигаций девелоперов



Источник: расчеты агентства «Эксперт РА» на основании данных Московской биржи

Мы ожидаем, что укрупнение девелоперских групп, дополнительный банковский контроль за ними, рост общей прозрачности сектора и расширение рейтингового покрытия снизят отраслевую риск-премию. Первыми тренд должны почувствовать лидеры рынка, которые уже выступают бенефициарами перемен. Мелким и средним компаниям потребуется больше времени для завоевания доверия инвесторов. Их успех будет связан с возможностью трансформироваться из строителей в финансистов, обеспечив при этом конвейерный поток новых проектов.

## Рейтинги, которым доверяют

### **Крупнейшее рейтинговое агентство с более чем 20-летней историей**

Кредитное рейтинговое агентство «Эксперт РА» основано в 1997 году и на сегодняшний день является старейшим и крупнейшим российским рейтинговым агентством.

### **«Эксперт РА» включено в реестр кредитных рейтинговых агентств Банка России**

Рейтинги агентства используются Банком России, Министерством Финансов, Министерством экономического развития, Московской биржей, а также сотнями компаний и органов власти при проведении конкурсов и тендеров.

### **«Эксперт РА» — лидер российского рынка рейтинговых услуг**

Агентством поддерживается более 600 кредитных рейтингов. Мы прочно удерживаем лидирующие позиции по рейтингам кредитных организаций, страховых компаний, компаний финансового и нефинансового сектора.

## Наши контакты

АО «Эксперт РА»  
Москва, ул. Николаямская, дом 13, стр. 2

+7 (495) 225 34 44  
[www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)

### **По вопросам получения рейтинга**

Роман Ерофеев,  
**коммерческий  
директор –  
член правления**  
[erofeev@raexpert.ru](mailto:erofeev@raexpert.ru)

### **По вопросам рейтинговой деятельности**

Марина Чекурова,  
**первый заместитель  
генерального  
директора**  
[chekurova@raexpert.ru](mailto:chekurova@raexpert.ru)

### **По вопросам международного сотрудничества и новых продуктов**

Сергей Назаров,  
**заместитель  
генерального директора –  
член правления**  
[nazarov@raexpert.ru](mailto:nazarov@raexpert.ru)

### **По вопросам информационного сотрудничества**

Сергей Михеев,  
**руководитель  
отдела по связям  
с общественностью**  
[mikheev@raexpert.ru](mailto:mikheev@raexpert.ru)