



Семен Фомин,
аналитик – Старший научный
сотрудник группы инвестици-
онных решений CLEVER Lab

Дом, который построил Джек, или «Ахилесова пята» девелопмента на падающих рынках

Российский рынок девелоперских услуг – это здание без фундамента. Игроки стали заложниками собственной закредитованности, а тотальное искажение стоимости активов продолжает загонять ценовую спираль вниз.

Российская индустрия девелопмента и в период своего бурного роста не отличалась прозрачностью взаимодействия игроков с инвесторами, государством и потребителями. На падающих рынках шаткая иерархия этих взаимоотношений трансформировалась в многочисленные вопросы и претензии всех ко всем в борьбе за исчезающий спрос. Наглядно изобразить процесс коммуникации в таких условиях мог бы снежный ком... или старое детское стихотворение про дом, который построил Джек. Помните?

*Вот дом,
Который построил Джек...
Вот два петуха,
Которые будят того пастуха,
Который бранится с коровницей строгою,
Которая доит корову безрогую,
Лягнувшую старого пса без хвоста,
Который за шиворот треплет кота,
Который пугает и ловит синицу,
Которая часто ворует пшеницу,
Которая в темном чулане хранится
В доме,
Который построил Джек.*

Неправда ли, очень похоже на сегодняшнюю ситуацию с российской недвижимостью? Девелоперы и потребители их продуктов пытаются разбудить государство, чтобы то воздействовало на банки, которые (совершенно небезосновательно и за совершенно конкретные долги) «доят» закредитованный сектор недвижимости и практически отказываются (за разумные деньги) финансировать покупателей. В результате отсутствия реальных инструментов совершения сделок и сильной волатильности цен активность игроков в секторе сходит на нет. А еще полгода назад эта ниша не переставала тревожить умы аналитиков и консультантов – тех, кого часто называют «сапожниками без сапог», ну, или как в стихотворении – «собаками без хвоста». Пока рынок рос, аналитики всячески приветствовали инвесторов в стремлении находить на рынке новых «синиц», растущих на всходах «пшеничной конъюнктуры» притока нефтедолларов. При этом существовавшие в «темном чулане» правила и подходы к оценке перспектив и рисков проектов, как и весь уклад жизни в «доме» рос-

сийской экономики, не подразумевали, что «пшеница» однажды может закончиться.

Архитектурная концепция «дома», казалось, учитывает все самые актуальные тенденции: были и успешные IPO крупных девелоперских компаний, и налаженное проектное финансирование, и кредитные линии, и внешний консалтинг, и кредитные рейтинги. За кадром остался только вопрос фундамента, а именно, фундаментальной стоимости создаваемых проектов и качества информации, на которой базировалось принятие решений об их запуске. Несущие конструкции, на которых возвышались истории успеха беспроигрышных инвестиций и быстрой окупаемости практически любых проектов российской недвижимости, как колосс на глиняных ногах, были абсолютно не готовы к сценариям, отличным от роста. Поэтому как только фундамент дал трещину и потоки доступного финансирования проектов пересохли, многие российские компании оказались не в состоянии сохранить устойчивость.

В отличие от американского и европейского рынков, удар по российской недвижимости нанесли не деривативы или цепочка дефолтов ипотечных облигаций субпрайм. Диагноз нашего «пациента» – хроническая зависимость от финансирования. На фоне доступных банковских денег и большого притока западных инвестиций достаточным ар-

НУЛЕВОЙ РОСТ ТЕМПОВ СТРОИТЕЛЬСТВА ЖИЛЬЯ В 2008 ГОДУ

По предварительным итогам 2008 года, в России сдали 61 млн кв. м жилья, что соответствует уровню 2007г.

Источник: Росстат

МЕНЬШЕ ЗАПАДНЫХ ДЕНЕГ В 2009 ГОДУ

В 2009 г. иностранные инвестиции в экономику РФ составят 15–20 млрд долл., в среднем в 3 раза меньше показателя 2008 г.

**Источник: прогноз компании
«Эрнст энд Янг»**

РАВНЕНИЕ НА БАРРЕЛЬ

Если считать, что существует сильная корреляция между ценами на энергоносители и ценами на жилье, то текущая ценовая планка Московского рынка жилой недвижимости окажется равной 40–50 тыс. руб./кв. м. Именно столько в среднем стоило жилье в 2004 г., когда российская нефть была на уровне 45 долл. за баррель.

Источник: Forbes

	Тикер	Чистый долг 2008г., млн долл.	Чистый долг в 2009г.*, млн долл.	EBITDA*, млн долл.	Капитали- зация**, млн долл.
ГК ПИК	PIK	1 697,0	2 009,1	495,7	631,0
Система - Галс	HALS	116,0	932,4	66,9	88,0
Группа ЛСР	LSRG	1 132,7	765,3	450,3	448,4
AFI Девелопмент	AFID	25,9	431,7	39,6	587,4
Мирлэнд	MLD	79,2	383,1	48,3	71,9
Открытые инвестиции	OIVS	-231,0	289,4	249,5	425,9

*Прогноз на 2009г.

**По состоянию на 3 апреля 2009г.

Источник: данные компании «Ренессанс Капитал»

гументом для начала проекта была нехватка площадей в том или ином сегменте.

Показатель дефицита площадей (кв. м./1000 человек), который принято сравнивать с рынками-аналогами, часто вводит в заблуждение. К примеру, сколько из 1000 посетителей торгового центра в Москве в сравнении с Лондоном обладают необходимым платежеспособным спросом и особенностями потребления, чтобы иметь возможность считать их той частью целевой аудитории, которая обеспечивает посещаемость? Такой же вопрос можно задать и в случае офисных

площадей, с той разницей, что потребуются оценить уровень деловой активности и размеры компаний, которые являются потенциальными арендаторами. И снова, в Москве и Нью-Йорке количество действительных арендаторов, создающих спрос на площади, будет качественно отличаться хотя бы потому, что в России размещение представительства компании в столице является фактором престижа, да и альтернатив на рынке других городов пока не так много. Казалось бы, Москве должен быть гарантирован практически неограниченный спрос на офисы, одна-

ко вот уже на протяжении двух кварталов коэффициенты недозагрузки офисных площадей растут.

Еще полгода назад наличие сигнала о дефиците площадей могло служить стимулом для того, чтобы бесконтрольно расширять портфель в целях получения дохода от переоценки. В условиях, когда рост цен в годовом исчислении мог составлять 20–30%, покупать активы на заемные средства с целью последующей перепродажи в краткосрочном периоде оказывалось выгоднее, чем заниматься строительством реальных объектов. Вопрос о сбалансированности портфелей при этом просто не стоял, а линейка активов ограничивалась доступом к административным ресурсам.

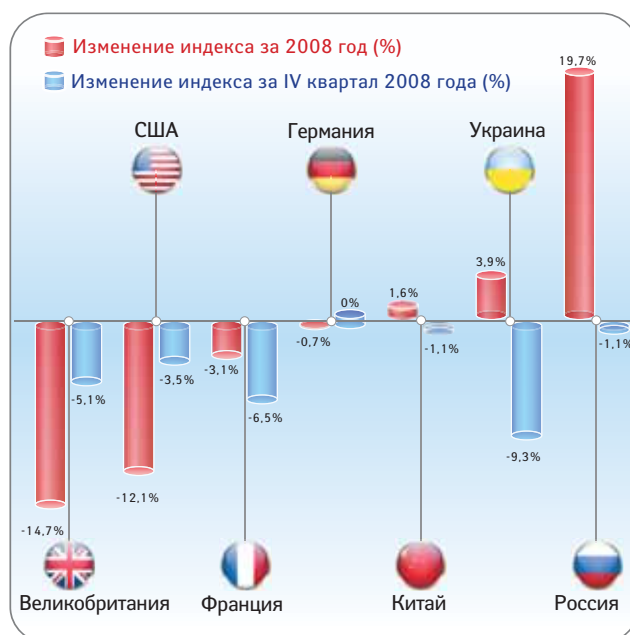
Так в конце первого полугодия 2008 г., в период пика роста ценовых показателей на рынке недвижимости, в некоторых регионах были зафиксированы случаи, когда игроки в короткие сроки приобретали большое количество земельных участков. Уже через несколько месяцев, когда на фондовых рынках началась паника, всколыхнувшая показатели сегментов недвижимости, эти игроки не смогли избавиться от своих активов, подешевевших быстрее, чем они изначально росли в цене. Очевидно, что, строя модели и прогнозы денежных потоков своих приобретений,

ЧУВСТВО ДОЛГА

В 2008 г. совокупный долг шести крупнейших девелоперов равнялся 2,8 млрд долл. По оценкам аналитиков компании «Ренессанс Капитал» суммарное значение чистого долга тех же компаний в 2009 г. почти удвоится и составит 5 млрд долл. При этом в 2008 г. ипотечных и жилищных кредитов населению было выдано на сумму, примерно равную 21,5 млрд долл. Если предположить сохранение динамики ипотечного кредитования в 1 кв. 2009 г. до конца 2009 г., то объем выданных кредитов по итогам года не превысит 2,5 млрд долл. Следовательно, совокупный долг шести крупнейших девелоперов в 2009 г. может оказаться вдвое больше общего значения ипотечного долга покупателей жилья, полученного в тот же год. Или чистый долг одного девелопера жилья массового сегмента (ГК ПИК) может сравняться с общим спросом на жилье, создаваемым механизмами ипотечного финансирования. В условиях достаточно инертного спроса на объекты жилой недвижимости стоит задуматься: целесообразны ли были меры государственной поддержки строителей жилья в отсутствие таковой для потребителей?

Источник: данные о состоянии долга публичных девелоперов компании «Ренессанс Капитал», данные о выданных ипотечных кредитах ЦБ РФ

Мировой рынок жилой недвижимости – итоги 2008 года



ОФИСЫ? МОЛЛЫ? ЛУЧШЕ ДОРОГИ!

На фоне снижения ставок аренды и спроса на коммерческую недвижимость довольно впечатляющие показатели роста обещают продемонстрировать инвестиции в инфраструктуру. Только в 2009 г. объем инвестиций сойдет составит 72 млрд долл., что равно половине всех инвестиций в европейскую коммерческую недвижимость в 2008 г.

**Источник: прогноз компании
«Ренессанс Капитал»**

они основывались на данных сильно разогретых рынков, еще больше надувая ценовые пузыри и соответственно раскачивая рынок.

Важным аспектом искажения стоимости активов недвижимости на фоне динамичного развития сектора стала проблема обеспе-

чения выдаваемых (часто на спекулятивные покупки) кредитов. Когда ценовые пузыри начали сдуваться, возникло две проблемы, с которыми даже крупные игроки оказались не в состоянии справиться. Первая – внесение дополнительного обеспечения, что оказалось актуально для публичных компаний. Так, показатель рыночной капитализации, долгое время являвшийся бенчмарком для инвесторов и кредиторов, за несколько месяцев упал в десятки раз. Следовательно, заложенные в банках пакеты акций девелоперов потребовалось увеличить, что во многих случаях не представлялось возможным.

Вторая проблема – реализация активов недвижимости в основе обеспечения по кредитам. Дисконты для создания ликвидности таких активов стали причиной эффекта «смежного рынка», при котором цены на данные активы пошли вниз вне зависимости от того, что их внутренняя стоимость осталась неизменной. Совокупность точечных искажений фундаментальной стоимости на

отдельных рынках ускорила ценовое падение на рынке в целом и стимулировала искусственную игру на понижение. Таким образом, неверные решения и избыточный риск отдельных игроков (в частности, трудности в обслуживании долга крупных девелоперских компаний) вызвали цепную реакцию для остальных участников рынка. А это

ЗАПАС ПРОЧНОСТИ ЕЩЕ ОСТАЛСЯ

На протяжении фазы активного роста в 2007 – первом полугодии 2008 г. девелопмент оставался высокомаржинальной отраслью. Говоря о качественных проектах жилой и коммерческой недвижимости в Москве, можно предположить способность отдельных проектов выдерживать ценовые дисконты 40–50%, оставаясь рентабельными.

Источник: Forbes

Глобальные показатели рынка недвижимости

	США	Велико- британия	Германия	Франция	Япония	Китай	Австралия	Общий тренд
Официальная процентная ставка	0,13%	0,50%	1,50%	1,50%	0,10%	5,31%	3,25%	▲ Снижение, замедление
ВВП в квартальном исчислении	4 кв. 2008 -1,5%	4 кв. 2008 -1,5%	4 кв. 2008 -2,1%	4 кв. 2008 -1,2%	4 кв. 2008 -3,3%	Н.Д.	4 кв. 2008 -0,5%	▼ Рецессия
Индекс цен на потреб. тов. в год. исчисления	янв. 2009 0%	янв. 2009 +3,0%	фев. 2009 +1,0%	янв. 2009 +1,0%	янв. 2009 -0,5%	фев. 2009 -1,6%	4 кв. 2008 +3,7%	► Замедление
Потреб. ожидания в мес. исчисления	фев. 2009 -33,2%	фев. 2009 +4,9%	фев. 2009 +13%	март 2009 -2,4%	Н.Д.	янв. 2009 -0,6%	март 2009 -0,2%	► Смешанный тренд
Занятость в год. исчисления	фев. 2009 -3,0%	4 кв. 2008 0%	янв. 2009 +0,3%	4 кв. 2008 -0,7%	янв. 2009 +0,1%	дек. 2008 +0,6%	янв. 2009 +0,9%	▲ Слабеющий тренд
Розн. торговля в мес. исчисления	фев. 2009 -0,1%	янв. 2009 +1,1%	янв. 2009 -0,5%	дек. 2008 -0,2%	янв. 2009 +0,6%	дек. 2008 +9,6%	янв. 2009 +0,2%	► Смешанный тренд
Нач. строит. жилых домов в год. исч.	янв. 2009 -56,2%	2 кв. 2008 -17,6%	Н.Д.	янв. 2009 -28,7%	янв. 2009 -18,7%	дек. 2008 +1,4%	3 кв. 2008 -9,4%	▼ Резкое падение
Фонд. рынок, в мес. исч. (на 01.03.08)	-11,0%	-7,7%	-11,4%	-9,1%	-5,3%	+4,6%	-5,2%	▲ Падение
Общий тренд	▼ Рецессия	▼ Рецессия	▼ Рецессия	▼ Рецессия	▼ Рецессия	► Медленный рост	▲ Ближе к рецессии	▼ Глобальная рецессия

На фоне перечисленных стран макроэкономические тенденции российской экономики отличаются растущей ставкой рефинансирования (с дек. 2008 выросла до 13%), что оказывает сильное сдерживающее влияние на банковское кредитование. Кроме того, примечательно, что в отличие от отрицательных показателей фондовых рынков развитых стран российские торговые площадки в 1 кв. 2009 уверенно росли (ММВБ +24,76%; РТС +9,14%).

нарушает фундаментальное правило любой конструкции – защита от распространения повреждений.

Последствия падения «здания» российской недвижимости оказываются гораздо масштабнее, чем ожидало большинство его арендаторов. Те из них, кто занимал верхние этажи, оказался под завалами плохих долгов и токсичных активов. Те, кто расположился на соседней улице, теперь у развалин старых бизнес-моделей и дефицитных бюджетов. А те, кто занимается строительством моделей устойчивого развития, стоят перед лицом задачи создания конструкций, устойчивых к негативному воздействию внешней среды.

КОНСАЛТИНГ В ПЕРИОД КРИЗИСА

КАК БУДУТ ВЫГЛЯДЕТЬ УСЛУГИ РИАЛ ИСТЕЙТ КОНСУЛЬТАНТОВ В КРИЗИС?

Яна Кузина, директор отдела стратегического консалтинга и оценки CB Richard Ellis: общее падение уровня цен и доходов отразится на стоимости консалтинговых услуг, вероятно, она снизится.

Джастин Берри, старший директор, руководитель отдела инвестиционных услуг компании CB Richard Ellis: возрастет потребность в услуге по анализу практической целесообразности проекта.

Максим Гасиев, исполнительный директор Colliers International: старая линейка услуг, только акценты могут сместиться с рынка девелопера на рынок арендатора.

Константин Ковалев, управляющий партнер компании Blackwood: рынок арендодателей закончился, доминировать в консалтинговых услугах будут консультанты, работающие с арендаторами и представляющие их интересы. Большой популярностью пользуется пакет услуг, который называется *renegotiation* – пересмотр условий действующих договоров аренды.

Источник: CRE Magazine

ЦЕНЫ НА НЕДВИЖИМОСТЬ: МЕДВЕДИ СИЛЬНЕЕ

Ценовые драйверы рынка недвижимости разделились на две группы. На снижение цен играет: сокращение платежеспособного спроса и падение цен на стройматериалы. В сторону повышения рынок двигает: падение объемов строительства и государственная поддержка умеренно высоких цен в крупных городах (Москве, Санкт-Петербурге). По результатам 1 кв. 2009 г. текущая динамика цен на жилую и коммерческую недвижимость продолжает медвежий тренд – в основном из-за слабого спроса. **Источник: Деньги**

Смена арендного цикла: до и после

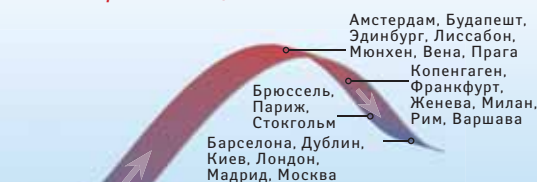
Офисная недвижимость

Фаза арендного цикла, осень 2008



Источник: данные компании KnightFrank

Фаза арендного цикла, весна 2009



Источник: данные компании KnightFrank



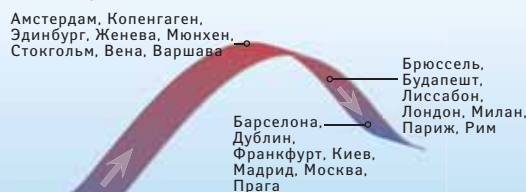
Складская недвижимость

Фаза арендного цикла, осень 2008



Источник: данные компании KnightFrank

Фаза арендного цикла, весна 2009



Источник: данные компании KnightFrank



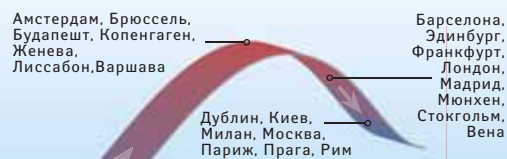
Торговая недвижимость

Фаза арендного цикла, осень 2008



Источник: данные компании KnightFrank

Фаза арендного цикла, весна 2009



Источник: данные компании KnightFrank

