

УДК 336.76

¹Е. И. Балдина, ²Г. А. Машенцева, ³Е. А. Герман

¹ФГБОУ ВО «Камышинский технологический институт» (филиал) «Волгоградский государственный технический университет», г. Камышин, email: polycha83@mail.ru

²ФГБОУ ВО «Камышинский технологический институт» (филиал) «Волгоградский государственный технический университет», г. Камышин, email: mashenceva.galina@gmail.com

³Санкт-Петербургский университет Петра Великого, г. Санкт-Петербург, email: elena250573@rambler.ru

ИНВЕСТИЦИОННАЯ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ДЕВЕЛОПЕРОВ РОССИИ

Ключевые слова: девелопер, инвестиции, финансовые показатели, финансовый анализ.

За 12 месяцев с начала пандемии коронавируса в России стало на 20% меньше застройщиков, которые возводят дома по закону о долевом строительстве. Число небольших компаний, строящих до 10 тыс. кв. м жилья, снизилось на 12%. На сокращение числа застройщиков в той или иной категории влияют не только уход с рынка или появление на нем новых компаний, но и изменение объемов строительства. В статье проведем оценку инвестиционной привлекательности данного рынка.

¹E. I. Baldina, ²G. A. Mashentseva, ³E. A. German

¹Kamyshin Institute of technology (branch) Volgograd state technical University, Kamyshin, email: polycha83@mail.ru

²Kamyshin Institute of technology (branch) Volgograd state technical University, Kamyshin, email: mashenceva.galina@gmail.com

³Peter the Great St. Petersburg Polytechnic University, St. Petersburg, email: elena250573@rambler.ru

INVESTMENT ATTRACTIVENESS OF RUSSIAN DEVELOPERS

Keywords: developer, investment, financial indicators, financial analysis.

In the 12 months since the beginning of the coronavirus pandemic, there have been 20% fewer developers in Russia who build houses according to the law on shared-equity construction. The number of small companies building up to 10 thousand square meters of housing decreased by 12%. The reduction in the number of developers in a particular category is influenced not only by the withdrawal from the market or the appearance of new companies on it, but also by changes in the volume of construction. In the article, we will assess the investment attractiveness of this market.

Рынок недвижимости один из самых быстро растущих, причем он опережает по доходности инфляцию и банковские депозиты [1]. Однако стоимость недвижимости не позволяет всем желающим инвестировать в нее напрямую. Еще один важный недостаток вложения в недвижимость напрямую: возникающие в связи с правом собственности дополнительные расходы, например, в виде коммунальных платежей. Какой выход из этой ситуации? Вложение в ценные бумаги застройщиков.

Цель исследования

Цель данной статьи изучить инвестиционную привлекательность застройщиков России.

Материал и методы исследования

Методологическую базу составляют методы системного, структурного, факторного и сравнительного анализов. В работе использованы графические, табличные и расчетные инструменты исследования. Эмпирической базой являются открытые данные фондового рынка, данные Федеральной службы государственной статистики, бухгалтерская (финансовая) отчетность компаний, данные периодических изданий.

Результаты исследования и их обсуждение

Важный показатель для инвестора – портфель проектов девелопера. Если

сегодня компания строит определенное количество квадратных метров в год, то при наличии большого портфеля проектов и устойчивом финансовом положении объем ввода в эксплуатацию будет расти. В итоге на одну акцию с каждым годом будет приходиться все больше проданных квадратных метров. А значит, при прочих равных условиях, будут расти и выручка, и прибыль, и дивиденды на акцию. Другими словами, основные финансовые показатели будут мультиплицироваться. Именно по этой причине инвесторы в акции успешных девелоперов за последние десять лет заработали больше, чем те, кто приобрел недвижимость.

В рамках данного исследования предлагается остановиться на трех крупных застройщиках: ПАО «ГК «Самолет»», ПАО «ПИК», ПАО «Группа ЛСР». Часть первая посвящена ПАО «ГК «Самолет»».

Группа «Самолет» – публичный девелопер, специализирующийся на строительстве домов и комплексном освоении территорий в Москве, МО, СПб и ЛО (Ленинградской области).

Структура акционерного капитала (всего 61579358 шт.):

- 33,13% – Dorstagen Limited – офшор.
- 30,89% – Михаил Кенин
- 12,18% – ЗПИФ «Проектный»
- 9,26% – Игорь Евтушевский.
- 4,68% – Corsico Asset Management Pte Ltd.
- 2,44% – Антон Елистратов.
- 2,44% – Дмитрий Голубков.
- 5,00% – free-float.

Прежде всего, отмечаем, что free-float «Самолет»а составляет всего 5%, что объясняет такой активный рост котировок.

Концепция «Самолет»а заключается в строительстве многоквартирных домов с отделкой (и в некоторых случаях еще и с мебелировкой). Помимо самих домов компания застраивает целые кварталы, вокруг которых облагораживает территорию для отдыха и занятий спортом, а также создает всю необходимую инфраструктуру.

В годовом отчете еще перечислены 10 принципов, которым должен соответствовать готовый продукт (6 «важных» и 4 «эстетических»). Например, «аутен-

тичность» (сделать дом таким, чтобы его нельзя было спутать с решениями других застройщиков), «кост-эффективность», «ориентация на клиента», «природность» и «добротность».

«Самолет» строит дома в массовом клиентском сегменте, то есть эконом/стандарт-класс. Но для диверсификации запускаются проекты в более высоком ценовом сегменте. В отчете такими обозначены оптимум, комфорт и комфорт+, а премиум и бизнес указаны как «индивидуальные решения».

Для всех классов жилья едино то, что осуществляется комплексное освоение территории со строительством социальной инфраструктуры (скверов, экотроп, школ, детских садов). Причем, последние строятся в первой очереди, чтобы первые заселившиеся жильцы могли отправлять детей учиться по месту жительства (здесь у «Самолет»а плюс перед ПИКом, у которого есть проекты, в которых этот момент не продуман).

В годовом отчете «Самолет» также много пишет о таймбэке и развитии экосистемы для клиентов. Суть первого заключается в экономии времени клиента на разных фазах взаимодействия с ним (выбор квартиры, заселение, общение с управляющей компанией и т.д.).

Построение экосистемы достигается за счет создания Big Apps (цифровые сервисы) и комплексного освоения территории. Так, у компании есть 3 ключевых сервиса-приложения для взаимодействия с жильцами-клиентами, подрядчиками, сотрудниками, а также маркетплейс для закупок.

Понятно, что ключевым ресурсом для максимизации прибыли является платформа компания-клиент (желез). Самое простое – это цифровизация управления коммунальными услугами. Это удобно, на это есть запрос. Но «Самолет» также хочет объединять жителей конкретных домов и подъездов в сообщества через такую платформу.

Почти всю свою деятельность «Самолет» ведет в Московском регионе, но все же лучше посмотрим на статистику по всей России. Далее ТОП-5 крупнейших застройщиков по вводу жилья в эксплуатацию в 2017-2020 годах (млн. кв. м.):

7,3 – ПИК
2,9 – ЛСР
2,6 – Set Group
1,5 – ФСК
1,5 – «Самолет»

Теперь посмотрим динамику самой компании по вводу в эксплуатацию (тыс. кв. м.):

2018 – 148,4;
2019 – 554,9;
2020 – 237,9;
1кв 2021 – 153,0.

Новые продажи (тыс. м2) – показатель связан с предыдущим, поскольку не все жилье покупают сразу после его ввода в эксплуатацию. Правда, нужно помнить, что квартиру также можно купить еще до ее сдачи.

2018 – 448,0;
2019 – 475,0;
2020 – 489,4;
1п 2021 – 293,6 (+29% г/г).

Довольно стабильный показатель. После сильного роста (+26% в 2018г к 2017г) результаты росли плавно. Сейчас вновь наблюдается ускорение на фоне активного ввода нового жилья. Причем, если в 1кв 2021г продажи были на уровне 1кв 2020г, то во 2кв 2021г они показали рост +66% г/г (из-за чего и произошел такой рост за полугодие). Причина: возможное сворачивание льготной ипотеки. В этой связи будут важны показатели за 3кв 2021г: при сохранении темпов «Самолет» побьет очередные рекорды. Однако даже при замедлении новых продаж компания уже реализовала почти 2/3 объема 2020г.

Новые продажи (млрд. руб.):

2018 – 44;
2019 – 46;
2020 – 60;
1п 2021 – 45 (+78% г/г).

Далее покажем динамику цен с 1кв 2018г по 4кв 2020г в среднем по отрасли (тыс. руб. на м2):

Москва – со 144,0 до 192,0 (+33,3%);
Новая Москва – со 100,2 до 149,0 (+48,7%);
Московская область – со 81,6 до 106,0 (+29,9%).

Видно, что активнее всего растут цены в Новой Москве. Здесь много причин, среди которых дисконт к московским ценам, улучшение логистики района за счет строительства новых

веток метро, физическое уменьшение предложения недвижимости в Москве, более хорошая экология. Из 35 проектов (общее количество) «Самолет» в Новой Москве 5 находятся на стадии строительства и еще 6 на стадии проектирования.

Средняя цена квадратного метра у «Самолет» (тыс. руб./м2):

2018 – 84,7;
2019 – 98,0;
2020 – 123,0;
1п 2021 – 153,3 (+38% г/г).

Портфель проектов или земельный банк. Согласно оценке Cushman & Wakefield, по состоянию на 31 декабря 2020 года у «Самолет» крупнейший портфель проектов в отрасли. Сейчас он составляет около 20,6 млн. кв. м. (непроданная площадь). Ни один из проектов не занимает более 20% в портфеле по объему площади или выручки. У ПИКа – лидера отрасли – земельный банк (по оценке Cushman & Wakefield) на 31 декабря 2020г составил около 16,5 млн кв м.

Таким образом, по данному показателю Самолёт выходит в лидеры отрасли. Крупнейший земельный банк позволит и дальше наращивать объемы строительства. Это не считая того, что к 2024 Самолёт хочет увеличить земельный банк ещё на 5 млн. кв. м.

Рабочий капитал прервал нисходящий тренд, и во многом это произошло благодаря IPO, который резко увеличил оборотные активы [2]. С текущей ликвидностью такая же ситуация. С коэффициентом быстрой ликвидности похожая ситуация, однако рост наличности в структуре оборотных активов заметно увеличил показатель до уровней выше 2017. Показатель финансовой устойчивости показывает негативную динамику уже 3-й год подряд. На конец 2020 года мультипликатор подошел к опасному уровню, поэтому в целом можно считать, что «Самолет» финансово неустойчив. Выручка растёт уже 3 года, причём растёт хорошими темпами, что говорит о положительном влиянии роста компании. Только 2020 год помог Самолёту увеличить чистую прибыль, до этого маржинальность достигла практически минимальных процентов.

Рентабельность капитала растёт последние 3 года, однако произошло

снижение роста самих активов, что положительно сыграло для ROA. Рентабельность капитала пропорциональна росту капитала. Несмотря на значительное увеличение чистых активов за счет IPO, рост чистой прибыли дал хороший показатель по итогам 2020. Коэффициент оборачиваемости дебиторской задолженности вырос за последний год, во многом благодаря льготной ипотеке: объем новых ипотечных кредитов увеличил ДЗ. Оборачиваемость запасов намного выше в сравнении с конкурентами, что является негативным аспектом, даже несмотря на положительную динамику за последние 3 года. Свободный денежный поток на конец 2020 находился в отрицательной зоне. При условии, что «Самолет» не будет брать новые кредиты в ближайшем будущем, данный факт не является негативным.

Слабые стороны. Очень низкий free float: у «Самолет»а всего 5% акций находятся в свободном обращении.

С момента IPO компания подорожала на 340%. Причем первичное размещение состоялось через продажу акционерами 2,5% акций и допэмиссии еще на 2,5%. В любом случае, в текущий год бума строительной отрасли инвесторы с повышенным интересом смотрят на сектор и покупают акции девелоперов. Закономерно, что всем желающим физически не хватает акций «Самолет»а, поэтому последний обновляет исторические максимумы.

Допэмиссия. Компания анонсировала проведение 28 сентября ВОСА по поводу решения вопроса о допэмиссии акций. Как пишет Интерфакс, «Самолет» хочет добиться не менее 30% free-float. Судя по схеме, использованной на IPO, компания может выпустить дополнительно 10-20% акций, а остальное продадут сами акционеры. Таким образом, они смогут сохранить статус-кво в вопросе блокирующих пакетов (25%). Менеджеры «Самолет»а заявили, что SPO состоится осенью 2022 – весной 2023гг. Менеджмент обосновывает свой выбор тем, что через год-полтора «Самолет» покажет намного лучшую динамику операционных и финансовых показателей, что привлечет инвесторов и даст возможность провести SPO ближе к 6500 руб. за акцию.

По мультипликатору P/BV «Самолет» стоит в 9 раз дороже, чем ПИК и в 22 раза дороже Эталона. По P/E (количество лет окупаемости акций) – 46,3. (У Эталона – 17,05). По P/S (цена к выручке) – 4,04 при 2,23 у ПИКа и 0,67 у Эталона. Далее еще один мультипликатор – маржинальность. Показатель у «Самолет»а – 7,42%, у ПИКа – 22,17%, у Эталона – 5,71%, у ЛСР – 10,19%. Не сказать, что показатель сильно плохой, но и до среднего он не дотягивает (10,59%). Вывод: компания переоценена.

Комплексное освоение территорий – основа бизнес-модели «Самолет»а. Сдача в аренду первых этажей, развитие социальной инфраструктуры, ЖКХ – все это должно обеспечить кумулятивный эффект, то есть чем больше у компании завершенных проектов, тем больше суммарный денежный поток. В цену акций этот эффект заложен, а вот будет ли он на практике – инвесторы узнают только через годы.

Многие девелоперы сейчас выглядят хорошо именно в финансовом, а не операционном плане. Последний стагнирует, а первый растет из-за цен, разгон которых произошел из-за льготной ипотеки. Но будут ли цены расти также быстро и далее? Во-первых, льготная ипотека почти свернута. Во-вторых, покупавшие недвижимость в инвестиционных целях скоро начнут продавать ее (правда, некоторые выждут еще >1,5 года для того чтобы не платить налоги). Ну и главный фактор: триггер (льготная ипотека) исчез, а объем предложения на рынке растет. По информации Дом.рф, вывод новых проектов по России растет уже 11 месяцев подряд. С августа 2020 г. запущено 36 млн. кв. м жилья (на 75% больше, чем за сопоставимый период 2019–2020 гг.). Во 2кв 2021г запущено в 2,5 раза больше жилья (в кв. м.), чем во 2кв 2020г. В 1кв 2021г запущено на 48% больше, чем в 1кв 2020г.

Конечно, представить, что цены на российском рынке недвижимости (которые почти всегда растут) упадут, сложно, но замедление и стагнация – вполне возможны. Все произошло по классическим моделям рыночного равновесия: при кратном росте спроса выросла цена, а за ней – предложение. По канонам,

далее цена должна уменьшиться вслед за удовлетворением спроса.

Планы «Самолет»а. В этой связи, стратегия компании по кратному росту выручки, валовой прибыли, EBITDA может оказаться под угрозой без качественного роста операционных показателей. А недостижение обозначенных целей ставит под угрозу как необоснованно высокую оценку компании, так и ожидаемое SPO по 6500 руб. за бумагу.

Сильные стороны. Компания роста. Мультипликаторы – это не объективная истина, и порой самые переоцененные компании способны показывать дальнейший рост. По результатам 2023г компания хочет увеличить выручку в 4 раза, а чистую прибыль – в 8,5 раз. Понятно, что текущий рост стоимости «Самолет»а с такими целями оправдан.

Комплексное освоение территорий. В целом, это хорошая практика, которая котируется в рамках ESG. «Самолет» дает району не только новую жилплощадь, но и объекты социальной и рекреационной инфраструктуры.

З е м е л ь н ы й б а н к .
У «Самолет»а 20,6 млн. кв. м. непроданных площадей. К 2024 году их станет 25,9. Крупнейший портфель в отрасли позволяет «Самолет»у в спокойном темпе заниматься строительством, открывая новые очереди для покупок.

Экспансия в Новой Москве. Считаем важным, что «Самолет» запускает новые проекты именно в этом районе. Несмотря на удаленность от Центральной Москвы, Новая постепенно становится все более привлекательным районом, цены в котором продолжают рост.

Квартиры с отделкой. Конечно, это очень индивидуальный фактор, но все же скажем про него. Во-первых, с учетом высоких цен, многим не по карману еще и ремонт. Во-вторых, с московским темпом жизни не хочется помимо сдачи квартиры ждать потом завершения ремонта. «Самолет» (как и ПИК) решает эту проблему, предлагая готовую жилплощадь. Компания хочет еще и меблировать квартиры.

Дивиденды. У «Самолет»а классическая дивидендная политика с выплатой 50% по МСФО в случае нормального долга. С учетом того, что к концу 2023г компания ожидает полное отсутствие

долга, дивиденд за 2023г может составить 312 рублей. Эта цифра взята из цели самой компании по ЧП в 2023г. Не сказать, что выплаты большие, но при отсутствии долга «Самолет» почти наверняка будет платить больше.

Вряд ли SPO будет большим. Считаем так, поскольку на IPO было довыпущено всего 2,5% акций. Кроме того, большая доэмиссия чревата акционерным переделом среди мажоритариев, что может вылиться в акционерные конфликты.

Сильные показатели за 1 полугодие. «Самолет» подтвердил, что цели по росту продаж и выручки есть не только на бумаге.

Высочайшие цены на недвижимость.

Выводы

Таким образом, на основе проведенного исследования можно выделить следующие особенности инвестирования на рынке девелопмента:

- преобладающие объемы инвестиций в основной капитал;
- необходимость принятия во внимание ряда нефинансовых факторов, влияющих на степень инвестиционной активности рынка недвижимости (уровень доходов населения, уровень занятости, государственное стимулирование рынка и т. д.);
- рост значимости динамики спроса на объекты недвижимости, что оказывает значительное влияние на уровень цикличности инвестиционного процесса;
- низкий уровень риска вложений в land-development, обусловленный долговечностью и неисчерпаемостью активов;
- риск низкой капитализации вложенных средств в редевелопмент, связанный с длительным периодом окупаемости инвестиций и их высоким пороговым значением;

– точная оценка уровня инвестиционной привлекательности девелоперских компаний на данный момент затруднена вследствие несовершенства методической базы оценки и отсутствия специального законодательства, регулирующего деятельность девелоперов [5].

Фундаментальный анализ показал, что Самолёт является агрессивно растущим девелопером, очень вовремя вышедшим на IPO. Самолёт даёт очень оп-

тимистичные прогнозы: согласно стратегии, за два года компания должна вырасти в 4-9 раз (в зависимости от показателя). Вышедшая отчетность отчасти подтвердила планы менеджмента, остается открытым вопрос по поводу однако в ЧП >11 млрд. к концу года.

По сути, сейчас инвесторы платят за рост, поэтому главным фактором дальнейшего роста будет совпадение запланированных показателей с реальными [3]. Если этого не произойдет или SPO будет значительным, инвесторы изменят свои планы относительно компании.

Финансовый анализ показал нестабильность компании. Ликвидность помогло увеличить IPO, в то же время у «Самолет» остаются финансовые проблемы, такие как устойчивость и маржинальность. Положительно оцениваем рост рентабельности активов и капитала, благодаря чему Самолёт смог подняться на второе место в отрасли по ROA, а ROE всего на несколько процентов уступает лидеру-ПИКу. Анализ ценной бумаги показал хорошее соотношение риска и доходности, а также отмечается отрицательная корреляция с рынком [4].

Библиографический список

1. Янова С. Ю. и др. Деньги, кредит, банки. Финансовые рынки. В 2 ч. Часть 1: учебник для академического бакалавриата / ответственный редактор С. Ю. Янова. М.: Издательство Юрайт, 2019. 299 с.
2. Устинов Е.А. Развитие фондового рынка Российской Федерации в условиях санкций // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2020. № 5-1. С. 179-187.
3. Камель Н.М. Влияние COVID-19 на мировой фондовый рынок // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки. 2020. № 5. С. 303-306.
4. Устинов Е.А. Развитие фондового рынка Российской Федерации в условиях санкций // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2020. № 5-1. С. 179-187.
5. Гребенникова В.А., Вареников В.А. Особенности оценки инвестиционной привлекательности девелоперских предприятий // Международный журнал гуманитарных и естественных наук. 2021. № 5-2 (56). С. 126-132.