ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 13

ДЕВЕЛОПЕРЫ и строительный сектор

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Девелоперы и строительный сектор

«Автор»
2026

Гурьев В.

Девелоперы и строительный сектор / В. Гурьев — «Автор», 2026

Строительство — одна из ключевых отраслей экономики и барометр спроса на жильё. Эта книга открывает для инвестора мир девелоперов: как они зарабатывают, чем рискуют и как оценивать их акции и облигации. Вы узнаете, как работают эскроу-счета и почему застройщик получает деньги покупателей только после сдачи дома. Мы разберём, как льготные ипотечные программы и ключевая ставка влияют на продажи. Вы научитесь оценивать земельный банк, темпы продаж, себестоимость и долговую нагрузку компании. Отдельная глава посвящена облигациям застройщиков и границе между доходностью и риском. Книга поможет понять, когда строительный сектор приносит прибыль, а когда становится ловушкой.AI was used in the preparation of the book.

© Гурьев В., 2026
© Автор, 2026

Содержание

Глава 1. Город, который растёт этажами 6
Глава 2. Жизнь одного жилого комплекса 14
Глава 3. Экономика квадратного метра 22
Глава 4. Земельный банк 30
Глава 5. Правила города 38
Конец ознакомительного фрагмента. 45

Виталий Гурьев
Девелоперы и строительный сектор

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Город, который растёт этажами

В половине восьмого утра в вагончике на краю стройплощадки в Ярославле пахнет растворимым кофе и мокрыми куртками. Илья сидит у окна, за которым видны два башенных крана и бетонные стены будущего девятого этажа, и слушает, как начальник участка перечисляет задачи на день. Ему тридцать четыре года, восемь из них он работает инженером строительного контроля в «Мологской девелоперской группе», и его работа состоит в том, чтобы подрядчики делали дом так, как он нарисован в проекте. Он знает, сколько арматуры уходит на перекрытие и почему бетон зимой греют проводами, но когда коллеги в обед обсуждают, почему акции их же компании за неделю подешевели на шесть процентов, Илья молчит. На его брокерском счёте лежат триста таких акций, и он до сих пор не может объяснить себе, что именно двигает их цену.

В то же утро в Нижнем Новгороде Надежда открывает офис агентства недвижимости и раскладывает на столе планировки квартир. Ей сорок четыре года, она двоюродная сестра Ильи и уже восемнадцать лет продаёт квартиры: сначала на вторичном рынке, а последние десять лет в основном в новостройках. Она знает, какие планировки уходят за неделю, а какие висят в продаже по полгода, как покупатели реагируют на слово «рассрочка» и что происходит в офисе застройщика, когда банк меняет условия ипотеки. В 2021 году Надежда купила на размещении тысячу акций той же «Мологской девелоперской группы» по семьсот рублей, потому что видела, как бойко идут продажи. Сейчас эти акции стоят около четырёхсот пятидесяти рублей, и вопрос «что я тогда не учла» не даёт ей покоя.

Илья видит отрасль с площадки, Надежда — из офиса продаж. Оба уверены, что знают строительство лучше большинства инвесторов, и оба одинаково растеряны, когда речь заходит о том, сколько стоит компания и почему её котировки живут своей жизнью. Когда в субботу они созваниваются, разговор неизбежно скатывается к одному вопросу: держать ли акции, покупать ли облигации застройщиков, которые предлагают заметно более высокий купон, чем вклады, или вообще держаться от отрасли подальше. Ответа у них нет, потому что каждый видит только свою часть картины.

Возможно, вы узнаёте себя в ком-то из них. Может быть, вы работаете в строительстве, в банке, который выдаёт ипотеку, или в агентстве недвижимости. Может быть, вы недавно купили квартиру в новостройке, прожили год с видом на соседний котлован и задумались, кто на всём этом зарабатывает. Может быть, вы просто заметили, что в каждом крупном городе страны одновременно растут десятки жилых комплексов, и вам интересно, как в этот процесс встроиться с помощью ценных бумаг.

Эта книга написана для всех этих читателей. Мы пройдём весь путь от пустого участка земли до дома, в котором уже горят окна, и на каждом шаге будем задавать один и тот же вопрос: где здесь деньги, кто ими распоряжается и что из них может достаться инвестору. Мы поговорим не только о жилье, но и о складах, офисах, дорогах, мостах и цементных заводах, потому что строительный сектор гораздо шире, чем кажется человеку, который смотрит на краны из окна.

Начнём с того, кто есть кто на стройке, потому что в этой отрасли много похожих слов, которые обозначают разные роли. Самое важное из них — девелопер. Это компания, которая придумывает проект, находит под него землю и деньги, организует строительство и продаёт результат. Девелопер может не забить ни одного гвоздя своими руками, но именно он отвечает за то, чтобы на пустыре появился дом, который кто-то захочет купить по цене выше затрат.

Удобнее всего понять девелопера через сравнение с продюсером кино. Продюсер находит сценарий, договаривается с инвесторами, нанимает режиссёра, актёров и съёмочную группу, следит за бюджетом и сроками, а затем продаёт фильм кинотеатрам и платформам. Сам он не

стоит за камерой и не играет главную роль, но если фильм провалится, проиграет прежде всего он. Девелопер делает то же самое с домом: его сценарий — это концепция жилого комплекса, съёмочная площадка — участок земли, а зрители — покупатели квартир, которые часто платят за билет ещё до того, как фильм снят.

Мы будем возвращаться к этому сравнению на протяжении всей книги, потому что оно хорошо объясняет и сильные стороны девелопера, и его риски. Успешный продюсер умеет выбрать сценарий, который понравится публике, и уложиться в бюджет. Неудачный продюсер может переплатить за права на сценарий, затянуть съёмки, рассориться с режиссёром и выпустить фильм в тот момент, когда публика уже ходит на совсем другое кино. Почти все проблемы девелоперов, о которых пойдёт речь в книге, укладываются в эту картину.

Рядом с девелопером стоит застройщик. В повседневной речи эти слова часто используют как синонимы, но у застройщика есть точный юридический смысл. Застройщик — это юридическое лицо, которое владеет правами на земельный участок, получает разрешение на строительство и заключает договоры с покупателями квартир. Обычно у крупного девелопера десятки таких застройщиков, по одному или по нескольку на каждый проект, и все они входят в одну группу компаний. Зачем это нужно и чем это важно для инвестора, мы разберём в главе об отчётности, а пока запомните, что застройщик — это юридическая оболочка проекта, а девелопер — команда, которая этой оболочкой управляет.

Третья роль на стройке принадлежит техническому заказчику. Это организация, которая от имени застройщика занимается инженерной стороной проекта: заказывает изыскания и проектирование, проходит экспертизу, получает разрешения, нанимает подрядчиков и принимает у них работы. В крупных группах технический заказчик обычно свой, отдельная компания внутри группы. Небольшие застройщики нередко нанимают его со стороны, и от его квалификации во многом зависит, уложится ли проект в сроки.

Четвёртая роль — генеральный подрядчик, или генподрядчик. Это строительная компания, которая берёт на себя возведение здания целиком: от котлована до отделки мест общего пользования. Генподрядчик отвечает перед застройщиком за сроки, качество и цену, а сам привлекает субподрядчиков для отдельных видов работ. Одни девелоперы строят собственными силами и держат генподрядчика внутри группы, другие отдают стройку внешним компаниям, и у каждого подхода есть плюсы и минусы, о которых мы подробно поговорим в десятой главе.

Субподрядчики замыкают эту цепочку участников стройки. Это компании, которые делают отдельные виды работ: монолитные бетонные конструкции, фасады, лифты, инженерные системы, остекление, благоустройство двора. На крупной стройке одновременно могут работать два-три десятка субподрядчиков, и задача генподрядчика — сделать так, чтобы они не мешали друг другу. Илья как раз проверяет работу таких компаний: принимает армирование перед заливкой бетона, смотрит, как смонтированы окна, и не подписывает акты, если что-то сделано не по проекту.

Вокруг этой цепочки работает ещё несколько участников, без которых дом не появится. Проектный институт или архитектурное бюро рисует здание и рассчитывает его конструкции. Банк открывает застройщику кредитную линию и хранит деньги покупателей до сдачи дома. Агентства недвижимости, в одном из которых работает Надежда, приводят покупателей и получают за это комиссию. После сдачи дома в дело вступает управляющая компания, которая будет обслуживать его долгие годы.

У каждого из этих участников своя бизнес-модель и свой риск. Проектировщик и агентство продают услуги и почти не вкладывают собственных денег в конкретный дом. Банк зарабатывает проценты и рискует тем, что проект не будет достроен или распродан. Девелопер же вкладывает в проект собственный капитал задолго до того, как получит первый рубль выручки, и поэтому именно он оказывается последним в очереди на деньги, если что-то идёт не так.

Почему всё это важно инвестору? Потому что деньги и риски распределяются между ролями очень неравномерно. Девелопер получает основную часть прибыли, но и несёт основной риск: если цены на квартиры упадут, генподрядчик всё равно получит оплату за выполненные работы, а девелопер может оказаться в убытке. Подрядчик зарабатывает скромную наценку на объёме работ и рискует в основном тем, что заказчик не заплатит или что материалы подорожают сильнее, чем заложено в договоре. Покупая бумаги компании, полезно сразу понять, какую роль она играет и чей риск вы на себя берёте.

Теперь посмотрим на строительный сектор сверху. Его удобно разделить на четыре части, которые живут по разным законам. Первая и самая заметная часть — жилищное строительство, то есть многоквартирные дома и частные дома, которые строятся для продажи людям. Именно об этой части чаще всего говорят в новостях и именно в ней работают почти все публичные девелоперы на российском рынке.

Вторая часть — коммерческая недвижимость: офисные центры, склады, торговые центры, гостиницы. Здесь покупатель или арендатор — не семья, а компания, и экономика проекта строится не на продаже квартир, а чаще на сдаче площадей в аренду на много лет вперёд. Этой части мы посвятим двенадцатую главу и увидим, что владелец склада больше похож на получателя ренты, чем на продюсера фильма.

Третья часть — инфраструктурное и промышленное строительство: дороги, мосты, тоннели, железнодорожные пути, аэропорты, заводы, электростанции. Главный заказчик здесь — государство или крупные компании, а исполнитель — подрядчик, который выигрывает конкурс и работает по договору. Здесь нет продаж квартир и нет ипотеки, зато есть авансы, сметы и многолетние контракты, о которых пойдёт речь в тринадцатой главе.

Четвёртая часть — производство строительных материалов: цемента, бетона, кирпича, газобетона, стекла, утеплителя. Эти компании продают свою продукцию всем трём предыдущим частям сектора и поэтому чувствуют общий пульс стройки раньше и острее других. Об их экономике мы поговорим в одиннадцатой главе, а пока отметим, что цементный завод зарабатывает на объёме строительства в целом, а не на успехе конкретного жилого комплекса.

Эти четыре части связаны между собой, но циклы у них не совпадают. Жилищное строительство в первую очередь зависит от ипотеки и доходов населения, коммерческая недвижимость — от того, как чувствует себя бизнес, инфраструктура — от государственных бюджетов, а стройматериалы — от всех трёх сразу. Бывают годы, когда жильё переживает бум, а инфраструктурные подрядчики сидят без заказов, и наоборот. Поэтому фраза «строительный сектор вырос» почти ничего не говорит о том, что происходит с конкретной компанией.

Насколько велик этот сектор для экономики страны? Строительство обычно занимает порядка нескольких процентов всей добавленной стоимости в экономике, а работают в нём миллионы человек, если считать вместе с проектировщиками, производителями материалов и риелторами. Однако настоящая его роль больше, чем показывают эти доли. Каждая новая квартира тянет за собой заказы цементникам, металлургам, производителям окон, лифтов, кабеля, мебели и бытовой техники, а ипотека даёт работу банкам.

Экономисты называют это мультипликатором: рубль, вложенный в стройку, порождает спрос в десятках смежных отраслей. Именно поэтому государство так внимательно следит за жилищным строительством и так часто его поддерживает, когда экономика замедляется. Для инвестора отсюда следует важный вывод: девелоперы находятся в зоне постоянного внимания властей, и правила игры в отрасли меняются чаще, чем во многих других секторах. О том, как это выглядит на практике, мы поговорим в главах о регулировании, эскроу-счетах и ипотеке.

Есть у строительства и ещё одна особенность, которая делает его барометром экономики. Решение купить квартиру — одно из самых крупных финансовых решений в жизни семьи, и люди принимают его, только когда уверены в своих доходах и могут позволить себе кредит. Когда уверенность падает или кредиты дорожают, продажи новостроек замедляются одними

из первых. Поэтому данные о продажах жилья аналитики используют как ранний сигнал о настроениях населения в целом.

Обратная связь работает так же сильно. Когда продажи новостроек падают, девелоперы откладывают запуск новых домов, через несколько месяцев снижаются заказы на цемент и бетон, затем сокращаются рабочие места на стройках и в смежных отраслях. Поэтому спад в жилищном строительстве редко остаётся локальной проблемой одной отрасли. Для инвестора это означает, что бумаги строительного сектора обычно реагируют на перемены в экономике раньше и сильнее, чем бумаги компаний, которые продают товары повседневного спроса.

Чтобы понять, почему отрасль устроена именно так, полезно бросить короткий взгляд в прошлое. В советское время жильё строило государство, а главными исполнителями были домостроительные комбинаты, которые выпускали панели на заводе и собирали из них дома по типовым проектам. Начиная с конца 1950-х годов такие комбинаты построили большую часть того жилого фонда, в котором страна живёт до сих пор. Квартиры не продавались, а распределялись, поэтому вопрос, сколько стоит метр и кто на нём зарабатывает, просто не возникал.

В 1990-х годах эта система распалась. Государственные заказы почти исчезли, комбинаты были приватизированы, часть из них закрылась, а часть начала искать покупателей сама. Появились первые частные строительные компании, которые возводили дома на деньги будущих жильцов: человек платил за квартиру в доме, которого ещё нет, а компания на эти деньги строила. Банковской ипотеки в массовом виде ещё не было, и покупатели квартир фактически кредитовали застройщиков без процентов и без гарантий.

В 2000-х годах эта схема получила законодательную основу, а в стране появилась ипотека. Цены на жильё росли быстро, и строительство превратилось в один из самых прибыльных бизнесов. Именно тогда сложились многие крупные девелоперы, которые работают и сегодня, в том числе в регионах. Однако у схемы «деньги покупателей вперёд» оказалась тёмная сторона: часть застройщиков не достраивала дома, и тысячи семей оставались без квартир и без денег. Эту историю мы подробно разберём в шестой главе.

В конце 2010-х годов государство перестроило правила, и деньги покупателей стали попадать на специальные банковские счета, откуда застройщик получает их только после сдачи дома. Стройку теперь финансирует банк, а не покупатель. Это изменение перевернуло экономику отрасли: выжили и выросли компании с доступом к банковским кредитам и сильными продажами, а множество мелких застройщиков ушли с рынка. В 2020-х годах на эту новую конструкцию наложилась массовая льготная ипотека, которая разогнала продажи до рекордных уровней, а затем её сворачивание показало, насколько отрасль зависит от дешёвых кредитов.

Если сжать эту историю до одной фразы, она звучит так: российский девелопер прошёл путь от государственного завода по сборке панелей до финансовой компании, которая управляет землёй, кредитами и продажами. Сегодняшний крупный застройщик по своей сути ближе к банку или инвестиционной компании, чем к строителю. Его главные навыки — найти правильную землю, получить дешёвое финансирование и продать квартиры быстрее конкурентов, а сама стройка во многом стала стандартной технологией.

Теперь о том, что из этого доступно на бирже. На Московской бирже обращаются акции лишь нескольких девелоперов, хотя крупных застройщиков в стране десятки. Причины похожи на те, что мешают выходить на биржу компаниям многих других отраслей. Владельцы прибыльного бизнеса не спешат делиться им с миноритариями, раскрытие информации требует расходов и открывает конкурентам детали проектов, а размер многих региональных застройщиков слишком мал, чтобы их акции были интересны крупным покупателям.

Публичные девелоперы пришли на биржу несколькими волнами. Первые размещения прошли ещё в середине 2000-х годов, на фоне быстрого роста цен на жильё и общего интереса к российскому рынку. Следующая заметная волна пришлась на начало 2020-х годов, когда

продажи новостроек росли благодаря льготной ипотеке, а частные инвесторы массово открывали брокерские счета. Именно на этой волне, в 2021 году, разместилась и наша вымышленная «Мологская девелоперская группа», и именно тогда Надежда купила её акции. О том, как устроены размещения и почему покупать на них стоит с осторожностью, подробно рассказывает книга серии об IPO и SPO.

С облигациями застройщиков картина совсем другая. Облигации на бирже выпускают несколько десятков застройщиков, от крупнейших федеральных компаний до небольших региональных фирм, которые строят по два-три дома в одном городе. Для девелопера облигации — способ занять деньги на покупку земли и другие нужды, которые нельзя оплатить проектным кредитом. Для инвестора это возможность получить купон выше, чем у надёжных эмитентов, но вместе с риском, что компания не справится. Облигациям застройщиков посвящена семнадцатая глава.

Стоит иметь в виду и ещё одну особенность публичных девелоперов. Почти у всех них есть крупный основной владелец, который контролирует большую часть акций, а в свободном обращении находится лишь пятая или четвёртая часть капитала. Это значит, что судьба миноритария во многом зависит от решений одного человека или семьи. В шестнадцатой главе мы увидим, как это отражается на дивидендах и на оценке компании.

Теперь пора разобрать самый популярный миф об отрасли. Он звучит так: недвижимость дорожает всегда, значит, и компании, которые её строят, обречены расти. Многие люди, включая Надежду, покупали акции девелоперов именно с этой мыслью. Квадратные метры в их городе за двадцать лет подорожали в разы, и кажется очевидным, что тот, кто производит эти метры, должен богатеть вместе с ними.

Ошибка этого рассуждения состоит в трёх местах. Во-первых, цены на жильё растут не всегда: бывают годы, когда они стоят на месте или снижаются, особенно если учесть инфляцию, и такие периоды могут тянуться долго. Во-вторых, рост цены метра не равен росту прибыли застройщика, потому что одновременно дорожают земля, материалы, работа строителей и кредиты. Если себестоимость растёт быстрее цены продажи, маржа девелопера сжимается, даже когда покупатели жалуются на дорогие квартиры.

В-третьих, даже хорошая прибыль не гарантирует роста акций, если инвесторы заплатили за неё слишком много. Надежда покупала акции «Мологской девелоперской группы» в момент, когда продажи были рекордными, ипотека дешёвой, а рынок верил, что так будет всегда. Компания с тех пор продолжила строить и продавать, её выручка выросла, но цена акций упала больше чем на треть. Причина в том, что изменились условия кредитования и ожидания рынка, а вместе с ними и то, сколько инвесторы готовы платить за каждый рубль прибыли.

Посмотрите на это с другой стороны. Хлебозавод не становится выгодной инвестицией только потому, что хлеб нужен всем и каждый год дорожает. Если мука дорожает быстрее хлеба, а завод в долгах, его владельцы могут годами не видеть прибыли. С девелоперами происходит то же самое, только в ещё более резкой форме, потому что их бизнес построен на долгих проектах и больших кредитах.

Полезнее заменить миф более точной формулой. Девелопер зарабатывает на разнице между ценой продажи и полной себестоимостью метра, умноженной на объём продаж, и эта разница чувствительна к десяткам факторов, от ключевой ставки до правил выдачи разрешений. Рост цен на жильё — лишь один из этих факторов, и далеко не всегда главный. Всю книгу мы будем разбирать эти факторы по одному.

Чтобы разговор был предметным, нам понадобится сквозной пример. Знакомьтесь: «Мологская девелоперская группа», или сокращённо МДГ. Это вымышленная компания, и все её цифры придуманы для иллюстрации, хотя по своему масштабу и устройству она похожа на реальных публичных девелоперов средней величины. Компания основана в 2005 году в Яро-

славле, начинала с двух домов на окраине города и за двадцать лет выросла в группу, которая строит в четырёх регионах: в Ярославле, Нижнем Новгороде, Казани и Подмосковье.

За последний год МДГ продала около шестисот тысяч квадратных метров жилья на сумму примерно 102 млрд рублей. Средняя цена метра в её продажах составила около 170 тыс. рублей: дешевле всего метр стоит в Ярославле, около 150 тыс., дороже всего в Подмосковье, около 210 тыс. рублей. За год компания вводит в эксплуатацию примерно пятьсот пятьдесят тысяч квадратных метров, то есть несколько тысяч квартир. Её земельный банк, то есть участки, на которых она ещё только собирается строить, рассчитан примерно на 4,2 млн квадратных метров будущих квартир.

Финансовые показатели компании по международным стандартам выглядят так. Выручка за год составила 105 млрд рублей, валовая прибыль — около 31,5 млрд, или тридцать процентов выручки. После коммерческих и управленческих расходов прибыль до вычета процентов, налогов и амортизации, которую аналитики называют EBITDA, составила около 25 млрд рублей. Чистая прибыль после процентов и налога на прибыль — около 13,5 млрд рублей.

У компании 200 млн акций, и при цене около 450 рублей за акцию вся компания на бирже стоит примерно 90 млрд рублей. Основателю принадлежит около семидесяти процентов акций, ещё пять процентов — у менеджмента, а в свободном обращении находится около четверти капитала. Компания платит дивиденды: по её политике на них направляется не меньше тридцати процентов чистой прибыли, если долговая нагрузка остаётся умеренной. В прошлом году акционеры получили около 20 рублей на акцию, что при текущей цене даёт доходность чуть больше четырёх процентов.

С долгами у МДГ всё не так просто, как кажется на первый взгляд. Банковские кредиты на строительство конкретных домов составляют около 85 млрд рублей, но на специальных счетах покупателей, которые погасят эти кредиты после сдачи домов, уже лежит около 75 млрд. Кроме того, у группы есть корпоративный долг около 30 млрд рублей, из них 18 млрд в облигациях. Как правильно складывать и вычитать эти цифры, мы научимся в пятнадцатой главе, а пока достаточно понять, что долг девелопера нельзя оценивать простым сложением всех кредитов.

У МДГ будет и свой сквозной проект — жилой комплекс «Волжские террасы» на берегу Волги в Ярославле, где как раз работает Илья. В нём около пятидесяти тысяч квадратных метров квартир, которые компания продаёт в среднем по 150 тыс. рублей за метр. На примере этого комплекса мы разберём жизнь проекта от покупки земли до передачи ключей, посчитаем себестоимость метра и стоимость кредита. Цифры проекта, как и цифры компании, будут совпадать во всех главах книги.

Почему мы выбрали компанию из Ярославля, а не из Москвы? Потому что столичный рынок жилья устроен особым образом: там самые высокие цены, самые дорогие участки и самые крупные игроки. Региональный девелопер, который строит в нескольких крупных городах, лучше показывает типичные проблемы отрасли: зависимость от местного спроса, конкуренцию за участки, разные уровни цен в разных городах. Кроме того, именно такие компании всё чаще появляются на бирже со своими облигациями и акциями.

Теперь посмотрим, кто обычно покупает бумаги строительного сектора. Мы выделим три типичных портрета, и каждый из них по-своему опасно ошибается.

Первый портрет — охотник за купоном. Это человек, который держит деньги во вкладах и облигациях и ищет доходность повыше. Его привлекают облигации застройщиков, купоны которых бывают на несколько процентных пунктов выше, чем у государственных бумаг. Его главный риск — принять высокий купон за подарок и не заметить, что он оплачивает вероятность дефолта. Такому читателю особенно пригодятся главы о долге и об облигациях.

Второй портрет — охотник за циклом. Это инвестор, который знает, что строительство живёт волнами, и хочет купить акции девелоперов на дне, когда все разочарованы, а продать на

пике, когда рынок снова поверил в вечный рост. Стратегия разумная, но она требует понимания, где именно находится отрасль, и терпения пережить период, когда котировки продолжают падать после покупки. Для этого читателя написаны главы о цикле, оценке и долге.

Третий портрет — инсайдер по профессии. Это человек, который работает в отрасли, как Илья или Надежда, и хочет вложиться в то, что, как ему кажется, он хорошо понимает. У него действительно есть преимущество: он видит, как идут продажи, какие проекты задерживаются и как меняются цены у конкурентов. Однако у него есть и опасность: зарплата, премия, а иногда и собственная квартира уже связаны с той же отраслью, и вложение в акции работодателя превращает одну ставку в двойную. Об этом мы подробно поговорим в девятнадцатой главе.

Конечно, в жизни эти портреты смешиваются. Надежда, например, покупала акции МДГ как инсайдер по профессии, а сейчас всё больше думает как охотник за купоном. Илья пока не определился, но склоняется к облигациям. Важно другое: прежде чем покупать бумаги строительной компании, полезно честно ответить себе, какую задачу вы решаете и сколько готовы потерять, если отрасль войдёт в спад.

Остаётся рассказать, как устроена эта книга. Первые главы посвящены механике жилищного девелопмента: жизни одного проекта, экономике квадратного метра, земле, правилам города, эскроу-счетам и проектному финансированию. Дальше мы разберём, откуда берётся спрос: ипотеку, продажи и цены. Затем спустимся на стройплощадку и посмотрим на производителей материалов, а потом выйдем за пределы жилья, к коммерческой недвижимости и инфраструктуре.

Вторая половина книги посвящена инструментам инвестора. Мы научимся читать отчётность девелопера, оценивать его долг, считать справедливую стоимость акций и анализировать облигации застройщиков. Отдельная глава расскажет о строительном цикле и о том, как прошлые кризисы отражались на компаниях. В конце мы соберём всё в портфель и посмотрим, какое место строительный сектор может занять в ваших вложениях.

Несколько глав книги опираются на знания, которые подробно изложены в других книгах серии. Как читать отчётность любой компании и что означают основные мультипликаторы, рассказано в книге о фундаментальном анализе. Как устроена ипотека с точки зрения заёмщика и что выгоднее, гасить кредит досрочно или инвестировать, подробно разобрано в книге «Ипотека или инвестиции». Как анализировать высокодоходные облигации и кредитные спреды, рассказывают отдельные книги серии. Здесь мы будем ссылаться на них одной фразой и сосредоточимся на том, что отличает строительную отрасль от остальных.

Уже сейчас, ещё не открыв ни одного отчёта, вы можете задать себе три вопроса о любой строительной компании. Первый вопрос: к какой из четырёх частей сектора она относится и кто платит ей деньги — семьи, бизнес или государство. Второй вопрос: от чего зависит её выручка в первую очередь — от ипотечных ставок, от бюджетных расходов или от цены сырья. Третий вопрос: что является её главным активом — земля, контракты, производственные мощности или арендаторы. Ответы на эти вопросы сразу подскажут, на какие главы книги стоит обратить особое внимание.

Подведём короткий итог первой главы книги. Строительный сектор состоит из четырёх частей с разными источниками денег и разными циклами: жилья, коммерческой недвижимости, инфраструктуры и стройматериалов. Девелопер похож на продюсера кино: он не строит сам, но собирает землю, деньги и подрядчиков в проект и несёт главный риск. Рост цен на жильё не гарантирует роста прибыли и котировок, потому что себестоимость, кредиты и ожидания рынка меняются вместе с ценами.

Илья и Надежда теперь знают, на какие вопросы им предстоит ответить, и в следующих главах будут возвращаться к ним вместе с вами. Начнём с самого наглядного: возьмём один жилой комплекс и пройдём вместе с ним весь путь от котлована до новоселья. Во второй главе

Илья проведёт Надежду по стройке «Волжских террас» и покажет, на каком этапе проект тратит деньги, а на каком начинает их зарабатывать.

Глава 2. Жизнь одного жилого комплекса

В первую субботу октября Надежда приезжает в Ярославль на выходные, и Илья ведёт её на свою стройку. Они проходят мимо поста охраны, надевают каски и жилеты, и Илья сразу предупреждает, что смотреть придётся под ноги. Жилой комплекс «Волжские террасы» растянулся вдоль реки на несколько сотен метров, и с одной точки видно сразу три совершенно разные картины. Слева стоят два почти готовых дома, где уже вставлены окна и монтируют фасад, в центре поднимаются бетонные этажи следующего корпуса, а справа зияет огромный котлован, в котором экскаваторы ещё только выбирают грунт.

Надежда долго смотрит на эту панораму и говорит, что привыкла видеть жилой комплекс как один объект в рекламном буклете. Покупатели, которых она приводит в офис продаж, тоже думают о проекте как о чём-то цельном: вот красивый двор, вот набережная, вот школа через дорогу. Илья смеётся и отвечает, что для него «Волжские террасы» — это три разных стройки с разными сроками, разными бригадами и даже разными кредитами в банке. Первый дом сдадут весной, а последний только через три года, и всё это время компания будет одновременно тратить и получать деньги.

Этот разговор хорошо показывает, как по-разному видят проект покупатель и девелопер. Покупатель видит готовый результат на картинке, девелопер — длинный процесс, растянутый на годы, где каждый этап требует своих решений, своих денег и несёт свои риски. Инвестору нужна именно вторая картина, потому что прибыль и проблемы компании возникают не в момент продажи квартиры, а на протяжении всей жизни проекта. В этой главе мы пройдём её от начала до конца.

Жизнь любого жилого комплекса можно разделить на пять стадий. Первая стадия — земля: девелопер находит участок, оценивает, что и сколько на нём можно построить, и приобретает права на него. Вторая стадия — проектирование: архитекторы и инженеры создают проект дома, который затем проходит экспертизу, после чего застройщик получает разрешение на строительство. Третья стадия — сама стройка, от котлована до отделки мест общего пользования и благоустройства двора.

Четвёртая стадия — продажи, и она идёт не после стройки, а параллельно с ней. Застройщик начинает продавать квартиры, как только получает разрешение на строительство и публикует проектную декларацию, то есть зачастую ещё до того, как экскаватор выкопает первый кубометр грунта. Пятая стадия — ввод в эксплуатацию: государственная комиссия проверяет готовый дом, застройщик получает разрешение на ввод, передаёт квартиры покупателям и получает деньги, которые всё это время копились на специальных счетах.

Удобно представить эти стадии как свадьбу, которую планируют заранее. Сначала выбирают и бронируют зал, то есть покупают землю. Затем продумывают сценарий, меню и оформление и согласовывают всё с площадкой, это проектирование и разрешения. Потом рассылают приглашения и собирают подтверждения гостей, это продажи.

Параллельно украшают зал и готовят угощение, это стройка. В конце наступает сам праздник, и только тогда становится понятно, удалось ли уложиться в бюджет.

На стадии земли девелопер принимает самое важное решение во всём проекте. Именно здесь определяется, в каком месте будет дом, для кого он будет построен и сколько метров на этом участке можно продать. Ошибка на этом этапе почти не исправляется потом: если участок куплен слишком дорого или в месте, где мало покупателей, никакая хорошая стройка не спасёт проект. Участок под «Волжские террасы» компания купила около четырёх лет назад у бывшего судоремонтного предприятия, и о том, как девелоперы выбирают и оценивают такие участки, мы подробно поговорим в четвёртой главе.

На стадии проектирования рождается сам дом. Архитекторы решают, сколько будет корпусов и этажей, какие квартиры и в какой пропорции: сколько студий, сколько однокомнатных и сколько семейных квартир. Инженеры рассчитывают фундамент, конструкции, инженерные сети и подъезды. Затем проект проходит экспертизу, и после этого застройщик получает разрешение на строительство. Это бюрократическая часть пути, и её сроки часто оказываются для девелопера неприятным сюрпризом, о чём пойдёт речь в пятой главе.

Обратите внимание, что на первых двух стадиях проект только тратит деньги. Земля оплачивается, проектировщики получают гонорары, за экспертизу и согласования платятся пошлины и сборы, а продавать ещё нечего. На этом этапе девелопер рискует исключительно собственным капиталом, потому что банки неохотно кредитуют проект, у которого нет даже разрешения на строительство. Вот почему у девелопера всегда должен быть запас собственных денег или корпоративного долга, о котором мы подробно поговорим в главах о долге и облигациях.

Стадия стройки самая заметная и самая длинная. Для многоэтажного дома в двадцать-двадцать пять этажей она обычно занимает от двух до трёх лет, а иногда и больше. Сначала идёт нулевой цикл: котлован, фундамент, подземная часть здания. Затем возводится коробка, этаж за этажом, потом закрывается контур дома окнами и кровлей, монтируются инженерные системы, фасад, лифты и, наконец, благоустраивается двор.

Стадия продаж начинается, как только у застройщика появляется право заключать договоры с покупателями. Первые квартиры продаются на этапе котлована по самым низким ценам, потому что покупатель берёт на себя риск долгого ожидания. По мере того как дом растёт, цены поднимаются, и последние квартиры в почти готовом доме обычно стоят заметно дороже первых. Как именно устроен этот рост и почему он так важен для прибыли, мы разберём в девятой главе.

Стадия ввода завершает жизнь проекта как стройки, но не как бизнеса. Когда дом готов, застройщик подаёт документы на ввод в эксплуатацию, приглашает комиссию и после её проверки получает разрешение на ввод. С этого момента начинается передача квартир покупателям, а деньги со специальных счетов поступают застройщику и идут в первую очередь на погашение банковского кредита. Именно в этот момент девелопер наконец видит свою прибыль в виде настоящих денег, а не только цифр в отчётности.

Сколько же длится весь путь? Для одного многоэтажного дома от покупки участка до передачи ключей обычно проходит от четырёх до шести лет. Год-полтора уходит на подготовку участка, проектирование и разрешения, два-три года на стройку, ещё несколько месяцев на ввод и передачу квартир. Для большого жилого комплекса из нескольких очередей весь цикл растягивается на семь-десять лет и больше.

Хронология «Волжских террас» хорошо иллюстрирует эти сроки. Участок компания купила около четырёх лет назад, полтора года ушло на расчистку территории, проектирование, экспертизу и получение разрешения на первую очередь. Стройка первой очереди идёт чуть больше двух лет, и её сдача намечена на весну. Вторая очередь стартовала на год позже первой, третья — ещё через год, так что весь комплекс будет закончен примерно через восемь лет после покупки земли.

Между вводом дома и тем моментом, когда последний покупатель получит ключи, тоже проходит время. Сначала нужно получить разрешение на ввод, затем поставить дом на кадастровый учёт, разослать уведомления покупателям и провести сотни приёмок. Обычно это занимает от нескольких недель до нескольких месяцев. Для покупателя это томительное ожидание, а для девелопера — период, когда деньги уже почти доступны, но ещё не пришли на счёт.

Сравните это с бизнесом, к которому мы привыкли в повседневной жизни. Пекарня покупает муку утром и продаёт хлеб вечером, магазин одежды оборачивает товар за несколько месяцев, автозавод собирает машину за несколько дней. У девелопера между первым вложен-

ным рублём и последним полученным проходит несколько лет. За это время успевают смениться ключевая ставка, условия ипотеки, цены на материалы, а иногда и правила игры в отрасли целиком.

Сроки почти всегда растягиваются, и полезно знать, где именно. Первое узкое место — подготовка участка: снос старых зданий, вывоз загрязнённого грунта, переселение арендаторов, оформление прав. На бывших промышленных территориях, где земля дешевле, именно этот этап может занять больше времени, чем планировалось, потому что под землёй находят старые коммуникации или загрязнения. Под «Волжскими террасами», например, обнаружились фундаменты старых цехов, которые пришлось разбирать почти три месяца.

Второе узкое место — согласования и экспертиза. Если эксперты находят ошибки в проекте, его приходится дорабатывать и подавать заново, и каждая итерация добавляет недели. Третье узкое место — подключение к сетям: электричеству, воде, канализации, теплу. Если в районе не хватает мощностей, ресурсоснабжающие организации могут тянуть с техническими условиями, и дом, готовый по стенам, месяцами ждёт подключения.

Четвёртое узкое место — сама стройка. Нехватка рабочих, задержки поставок материалов, плохая погода, проблемы у подрядчика, ошибки в проекте, которые обнаруживаются уже на площадке, — всё это сдвигает график. Наконец, пятое узкое место — ввод в эксплуатацию, когда комиссия находит недочёты и требует их устранить. Каждый из этих сдвигов стоит денег, и о том, сколько именно, мы поговорим в десятой главе.

Теперь вернёмся к тому, что поразило Надежду: почему один жилой комплекс выглядит как три разные стройки. Девелоперы почти никогда не строят большой проект целиком за один раз. Они делят его на очереди, а очереди — на корпуса, и запускают их последовательно, с интервалом в год-полтора. «Волжские террасы» состоят из трёх очередей: в первой два корпуса и около восемнадцати тысяч квадратных метров квартир, во второй и третьей примерно по шестнадцать тысяч метров.

Зачем девелоперу нужно такое дробление проекта? Причин несколько, и все они связаны с деньгами и рисками. Во-первых, на одну очередь нужно меньше банковского кредита, и банк охотнее его выдаёт. Во-вторых, девелопер может проверить спрос: если первая очередь продаётся хорошо, вторую запускают раньше и с более высокими ценами, если плохо — откладывают и меняют концепцию. В-третьих, деньги от сдачи первой очереди могут пойти на финансирование следующих, и девелоперу нужно меньше собственного капитала.

Есть и ещё одна причина, менее очевидная. Когда первые жители въезжают в готовые дома, район оживает: открываются магазины, кафе, детская площадка, появляется ощущение обжитого места. Покупатели следующих очередей видят не рекламную картинку, а реальный двор, и готовы платить больше. Девелоперы сознательно используют этот эффект, поэтому первую очередь часто делают самой красивой и вкладывают в её благоустройство больше, чем требуется.

У дробления на очереди есть и обратная сторона. Жители первых домов несколько лет живут рядом со стройкой: шум, пыль, грузовики, закрытые проезды. Если девелопер обещал школу или парк в составе проекта, а построил их только к последней очереди, первые покупатели чувствуют себя обманутыми, и репутация проекта страдает. Кроме того, если рынок развернётся вниз, последние очереди могут быть заморожены на годы, и обещанная картинка жилого комплекса так и не будет нарисована до конца.

Такие истории происходили в каждом кризисе. Девелопер сдаёт первую очередь, а вторую откладывает до лучших времён, потому что продажи упали, а кредит подорожал. Участок второй очереди годами стоит огороженным пустырём, жители первых домов пишут жалобы, а в отчётности компании этот участок числится как земельный банк. Для инвестора такая заморозка — не всегда плохо: девелопер, который вовремя остановился, сохраняет деньги, тогда как тот, кто упрямо строит без спроса, рискует остаться с непроданными квартирами.

Перейдём к самому важному для инвестора вопросу: когда девелопер тратит деньги и когда их получает. Если нарисовать график денежных потоков одного корпуса, он будет похож на глубокую яму, которая постепенно выравнивается. Сначала деньги уходят на землю, проектирование и подготовку участка, и всё это из собственных средств группы. Затем подключается банк, и стройку финансирует кредит. Деньги покупателей всё это время лежат на специальных счетах и недоступны застройщику до сдачи дома.

В результате на протяжении нескольких лет проект только поглощает деньги. В «Волжских террасах» группа ещё до начала стройки вложила около шестисот миллионов рублей в участок и около полутора сотен миллионов в проектирование, экспертизу и подготовку площадки. Всего на пике собственные вложения группы в проект, с учётом обязательного собственного взноса по требованию банка, достигают примерно 750 млн рублей. Как устроена эта конструкция и сколько стоит банковский кредит, мы подробно посчитаем в седьмой главе.

Деньги возвращаются девелоперу в момент ввода каждой очереди. Когда первая очередь «Волжских террас» будет сдана, деньги покупателей её квартир поступят застройщику, банк получит погашение своей части кредита, а остаток станет прибылью и возвратом собственного капитала группы. Если дом полностью продан до ввода, этот момент приносит сразу большую сумму. Если нет, часть квартир придётся продавать уже в готовом доме, и деньги будут приходить постепенно.

Такая схема делает денежный поток девелопера рваным и труднопредсказуемым. В год, когда компания сдаёт много домов, она получает огромные суммы, а в год, когда она в основном запускает новые проекты, может быть в глубоком минусе по деньгам. Аналитики называют это отрицательным операционным денежным потоком, и для растущего девелопера он может быть совершенно нормальным явлением. Как отличать здоровый минус от опасного, мы научимся в четырнадцатой главе.

Любопытно, что прибыль в отчётности девелопера появляется совсем не тогда, когда приходят деньги. По международным стандартам выручку от проданных квартир признают постепенно, по мере того как дом строится, а не в момент ввода. Поэтому компания может годами показывать прибыль по проекту, деньги от которого ещё не получены, и это одна из главных ловушек для начинающего читателя отчётов. Механику такого признания мы подробно разберём в четырнадцатой главе, а здесь важно понять сам принцип: бухгалтерская прибыль и живые деньги у девелопера движутся по разным графикам.

Для покупателя квартиры эта разница незаметна, но для инвестора она решает многое. Компания, которая показывает рекордную прибыль, может одновременно испытывать нехватку денег, если её проекты ещё далеки от ввода. Обратная ситуация тоже возможна: год крупных сдач приносит много денег, хотя прибыль по этим домам уже была показана раньше. Поэтому в каждом отчёте девелопера полезно смотреть на прибыль и на денежный поток вместе.

Чтобы понимать, насколько успешно идёт проект, девелоперы и банки следят за двумя графиками одновременно. Первый график показывает строительную готовность: какой процент работ уже выполнен в денежном выражении. Второй график показывает распроданность: какая доля квартир уже продана, в метрах или в деньгах. В идеальном проекте второй график идёт выше первого, то есть продажи опережают стройку.

Почему так важно, чтобы продажи опережали стройку? Представьте корпус, который построен на шестьдесят процентов, но продан только на двадцать. Это значит, что девелопер вложил много денег в бетон и материалы, а будущая выручка ещё не обеспечена покупателями. Если рынок в этот момент ухудшится, компании придётся снижать цены на оставшиеся восемьдесят процентов квартир, и маржа проекта может исчезнуть.

Обратная ситуация тоже бывает, хотя и реже. Корпус построен на тридцать процентов, а продан на семьдесят. Казалось бы, отличная новость, но она может означать, что девело-

пер продавал слишком дёшево и отдал покупателям часть прибыли, которую мог бы получить позже, когда дом подрос бы и подорожал. Опытные девелоперы стараются держать распроданность чуть выше готовности, без большого отставания и без большого забега вперёд.

Илья видит эти два графика на ежемесячных совещаниях. Первая очередь «Волжских террас» сейчас построена примерно на девяносто процентов и продана на восемьдесят пять. Вторая очередь построена на сорок процентов и продана на сорок пять. Третья очередь только начала продаваться, и в ней продано около десяти процентов квартир при почти нулевой готовности. Илья объясняет Надежде, что это хороший баланс, и Надежда кивает: она и сама видит, что квартиры во второй очереди идут бодро.

Для инвестора эти два показателя важны не только в отдельном проекте, но и в целом по компании. Многие девелоперы раскрывают в своих операционных отчётах долю распроданности проектов в стадии стройки, и если эта доля заметно падает от квартала к кварталу, это ранний сигнал о проблемах со спросом. Подробно о том, как читать операционный отчёт, мы поговорим в девятой главе.

Когда дом введён в эксплуатацию, начинается передача квартир. Застройщик рассылает покупателям уведомления о готовности дома и приглашает их на осмотр. Покупатель приходит в квартиру вместе с представителем застройщика, проверяет стены, окна, двери, сантехнику, электрику, иногда приглашает независимого специалиста. Если всё в порядке, стороны подписывают акт приёма-передачи, и с этого момента квартира переходит под ответственность покупателя.

Если покупатель находит недостатки, их записывают в акт осмотра, и застройщик обязан устранить их в разумный срок. На практике в новом доме почти всегда находятся мелкие замечания: неровно уложенная плитка в санузле, царапина на стеклопакете, плохо работающая дверь балкона. Илья рассказывает, что на первой очереди «Волжских террас» его отдел заранее прошёл все квартиры и устранил большую часть дефектов до приёмки, потому что каждый спорный акт затягивает передачу и портит репутацию проекта.

Бывает, что покупатель не приходит на приёмку или отказывается подписывать акт без серьёзных оснований. Закон о долевом строительстве даёт застройщику право через определённый срок составить односторонний акт передачи квартиры. Однако серьёзные девелоперы стараются этим правом не злоупотреблять, потому что недовольные покупатели быстро распространяют свои отзывы, и следующие очереди продаются хуже. Ответственность застройщика за качество не заканчивается с подписанием акта, а продолжается годами, и о финансовой стороне этих обязательств мы поговорим в десятой главе.

После передачи квартир у дома появляется новая жизнь, и в ней участвует управляющая компания. Она отвечает за обслуживание общего имущества: лифтов, подъездов, инженерных систем, кровли, двора. Сразу после сдачи дома управляющую компанию обычно назначает застройщик, а затем жители на общем собрании могут выбрать другую. Многие девелоперы держат собственные управляющие компании и стараются сохранить дома под своим обслуживанием.

С момента подписания акта покупатель начинает платить за содержание квартиры и коммунальные услуги. До этого за пустые квартиры платит застройщик, и для него это заметная статья расходов в период передачи. Если часть квартир осталась непроданной или покупатели долго не приходят на приёмку, девелопер месяцами оплачивает отопление и обслуживание чужих, по сути, квартир. Это ещё одна причина, по которой компании стараются распродать дом до ввода и провести передачу быстро.

Для девелопера управляющая компания интересна по нескольким причинам. Во-первых, она приносит небольшую, но стабильную выручку, которая не зависит от продаж квартир. Во-вторых, она помогает поддерживать репутацию: если дома компании хорошо обслуживаются, жители рекомендуют её проекты друзьям и родственникам, и это снижает затраты на рекламу.

В-третьих, она позволяет девелоперу продавать жителям дополнительные услуги, от охраны и уборки до ремонта и обслуживания паркинга.

С точки зрения инвестора выручка управляющих компаний обычно составляет малую долю доходов девелопера, и на оценку компании она влияет слабо. Однако качество управления домами — хороший индикатор отношения компании к своим клиентам. Если о её управляющей компании пишут много жалоб, стоит задуматься, не экономит ли девелопер и на других вещах, например на качестве строительства. Надежда говорит, что в Нижнем Новгороде покупатели всё чаще спрашивают, кто будет обслуживать дом, и некоторые отказываются от покупки, узнав название управляющей компании.

Теперь отойдём от одного проекта и посмотрим на девелопера целиком. У крупной компании одновременно находятся в работе десятки проектов и сотни корпусов на разных стадиях. У «Мологской девелоперской группы» сейчас около тридцати пяти жилых комплексов в четырёх регионах, и в них одновременно строится больше ста корпусов. Одни только получают разрешение на строительство, другие поднимаются над землёй, третьи сдаются, четвёртые ещё лежат в земельном банке в виде участков.

Если разложить портфель МДГ по стадиям, получится такая картина. В стадии строительства находится около ста десяти корпусов, в которых около 2,4 млн квадратных метров квартир. Ещё около дюжины проектов проходят проектирование и согласования и должны выйти в продажу в ближайшие полтора года. Остальная часть земельного банка — это участки, на которых работы начнутся через несколько лет. Каждый год компания сдаёт около двадцати корпусов и примерно столько же запускает.

Такая структура означает, что большая часть будущей выручки МДГ на ближайшие два-три года уже «в бетоне»: дома строятся, значительная часть квартир в них продана, деньги лежат на специальных счетах. Неопределённость касается в основном того, по каким ценам будут проданы оставшиеся квартиры и как быстро компания сможет запускать новые проекты. Для инвестора это важное различие: часть стоимости девелопера уже почти гарантирована, а часть зависит от будущего рынка.

Зачем девелоперу столько проектов одновременно? Первая причина такого подхода — стабильность денежного потока. Если бы компания строила один большой проект, её выручка и денежный поток прыгали бы от нуля до пиковых значений раз в несколько лет. Когда же проектов много и они находятся на разных стадиях, сдача одних компенсирует запуск других, и общий поток становится более ровным. Это похоже на сад, где деревья посажены в разные годы: каждый сезон какие-то из них плодоносят.

Вторая причина связана с диверсификацией рисков. Если один проект столкнулся с проблемой, например с задержкой подключения к сетям или со слабым спросом в конкретном районе, это не обрушит всю компанию. Девелопер, работающий в нескольких городах, к тому же меньше зависит от состояния одного местного рынка. Третья причина — масштаб: большой девелопер может держать собственные проектные и строительные подразделения, дешевле покупать материалы и лучше договариваться с банками.

У многопроектного портфеля есть и свои сложности. Чем больше проектов, тем сложнее за ними следить, и тем легче пропустить проблему в одном из них, пока она не стала большой. Кроме того, растущий девелопер постоянно запускает новые проекты, а каждый новый проект требует собственного капитала на землю и проектирование. Если рынок развернётся, у компании может оказаться слишком много начатых проектов и слишком мало денег, чтобы их поддерживать.

Для инвестора отсюда следует важный практический вывод. Оценивая девелопера, полезно смотреть не только на общие цифры, но и на структуру портфеля проектов: сколько из них в стадии стройки, сколько готовится к запуску, в каких городах и каких классах. Компания, у которой большинство проектов в стадии продаж и стройки, ближе к получению денег,

чем компания, у которой большинство проектов ещё на бумаге. Если же почти весь портфель в одном городе, риск местного спада становится риском для всей компании.

Остаётся научиться определять, на какой стадии находится конкретный проект, не выходя из дома. Самый надёжный источник — проектная декларация, которую застройщик обязан публиковать и обновлять. В ней указаны сроки строительства, количество квартир, сведения о разрешении на строительство и о банке, финансирующем проект. Как её читать и где её найти, мы подробно поговорим в шестой главе.

Второй источник — фотографии хода строительства, которые многие застройщики ежемесячно выкладывают на своих сайтах, а государственная информационная система жилищного строительства публикует для каждого дома. По ним видно, движется ли стройка, сколько этажей уже построено, есть ли люди и техника на площадке. Если фотографии несколько месяцев подряд показывают одну и ту же картину, это тревожный признак.

Третий источник — сравнение заявленных сроков с реальностью. Если проект обещал ввод в определённом квартале, а затем срок в декларации несколько раз переносился, стоит выяснить причину. Один перенос на квартал-два случается часто и не всегда говорит о проблемах, но систематические переносы по многим проектам компании — серьёзный повод для беспокойства. Надежда признаётся, что раньше никогда не смотрела на историю переносов, хотя именно её клиенты первыми узнают о них.

Полезно смотреть и на то, как меняется отношение банка к проекту. Если в декларации указан банк, открывший кредитную линию, значит, проект прошёл его проверку и финансируется. Если же дом давно продаётся, а сведений о кредите нет или кредитная линия так и не открыта, стоит задуматься, на какие деньги застройщик собирается строить. Для небольших региональных компаний такой вопрос бывает ключевым, и к нему мы вернёмся в главе о проектном финансировании.

Наконец, четвёртый источник — презентации и отчёты девелопера для инвесторов. Публичные компании обычно показывают в них карту своих проектов с указанием стадии, планируемого ввода и распроданности. Эту информацию полезно сверять с данными государственной системы и с собственными наблюдениями. Если вы живёте в городе, где строит компания, ничто не мешает вам просто пройти мимо её стройки и посмотреть, кипит ли там работа.

Типичная ошибка новичка состоит в том, чтобы оценивать девелопера по самым ярким проектам из его рекламы. Красивые визуализации, набережные и парки привлекают внимание, но говорят мало о том, как компания зарабатывает. Гораздо важнее понимать, сколько проектов находится на каждой стадии, как распроданность соотносится с готовностью и насколько часто компания переносит сроки. Именно эти скучные цифры отличают успешного девелопера от того, кто только хорошо рассказывает о себе.

Ещё одна распространённая ошибка — путать позицию покупателя квартиры на котловане и позицию инвестора в акции девелопера. Покупатель на котловане тоже несёт риск проекта, но его вложение защищено специальным счётом, и в худшем случае он получит деньги обратно. Акционер же получает долю во всех проектах компании сразу, со всеми их долгами и рисками, и никакой специальной защиты у него нет. Хорошие отзывы покупателей о конкретном доме ничего не говорят о том, насколько выгодно владеть акциями.

Вторая ошибка — считать, что сданный дом означает конец всех рисков. После ввода у застройщика остаются нераспроданные квартиры, гарантийные обязательства, споры с покупателями и долги перед подрядчиками. Иногда именно на этом этапе выясняется, что проект обошёлся дороже, чем показывала отчётность. Поэтому полезно смотреть не только на ввод, но и на то, что происходит с проектами через год-два после него.

Подведём короткий итог второй главы. Жизнь жилого комплекса состоит из пяти стадий: земля, проектирование, стройка, продажи и ввод, причём продажи идут параллельно со стройкой. Весь цикл занимает от четырёх до шести лет для одного дома и больше для большого

комплекса, и сроки почти всегда растягиваются на этапах подготовки участка, согласований, подключения к сетям и самой стройки. Большие проекты дробят на очереди, чтобы снизить потребность в капитале и проверить спрос.

Денежный поток проекта похож на глубокую яму: годы вложений сменяются крупными поступлениями при вводе каждой очереди. Здоровый проект продаётся чуть быстрее, чем строится, а крупный девелопер держит десятки проектов на разных стадиях, чтобы сгладить эти колебания. Проверить стадию проекта можно по проектной декларации, фотографиям хода строительства, истории переносов сроков и отчётам компании.

Вечером того же дня Надежда сидит у Ильи на кухне и задаёт вопрос, который давно её мучает: сколько же на самом деле зарабатывает застройщик на одной квартире, которую она продаёт? Илья не может ответить сразу, и они решают посчитать вместе. В третьей главе мы разложим квадратный метр «Волжских террас» на составные части и увидим, куда уходят деньги покупателя.

Глава 3. Экономика квадратного метра

Вечером после прогулки по стройке Надежда сидит у Ильи на кухне, перед ней лежит блокнот, а на столе остывает чай. Она вспоминает сделку, которую закрыла месяц назад: молодая пара купила в «Волжских террасах» двухкомнатную квартиру площадью пятьдесят пять квадратных метров за 8,25 млн рублей, то есть по 150 тыс. рублей за метр. Пара приехала из Нижнего Новгорода, где у них остались родители, и Надежда помогала им с выбором и оформлением, а застройщик заплатил её агентству комиссию. Теперь ей интересно, какая часть этих восьми с лишним миллионов досталась застройщику в виде прибыли.

Надежда признаётся, что в разговорах с покупателями часто слышит одну и ту же фразу: «застройщики наживаются на нас, метр стоит копейки, а продают по сто пятьдесят тысяч». Она и сама в глубине души так думала, пока не начала разбираться. Илья предлагает не спорить, а посчитать, и они берут лист бумаги. У Ильи есть доступ к бюджету проекта на уровне своих работ, у Надежды — понимание цен и расходов на продажи, а остальное они достраивают по открытым данным и здравому смыслу.

Это упражнение полезно проделать каждому, кто собирается инвестировать в девелоперов. Квадратный метр для застройщика — то же самое, что тарелка супа для ресторана или литр бензина для заправки: базовая единица, из которой складывается весь бизнес. Если вы понимаете, сколько стоит произвести метр и сколько за него платит покупатель, вы понимаете главное в экономике компании. Всё остальное — масштаб, сроки, долги и умение продавать.

Прежде чем считать себестоимость, нужно договориться, какой именно метр мы считаем. В строительстве есть несколько разных площадей, и путаница между ними порождает много ошибок. Общая площадь здания включает всё, что находится внутри наружных стен: квартиры, лестницы, лифтовые холлы, коридоры, технические помещения, подвалы, иногда подземный паркинг. Продаваемая площадь — это только то, что застройщик может продать: квартиры, коммерческие помещения на первых этажах, кладовые и машино-места.

Соотношение продаваемой и общей площади девелоперы называют коэффициентом полезной площади, и для многоэтажного жилого дома он обычно составляет от шестидесяти пяти до семидесяти пяти процентов. В «Волжских террасах» общая наземная площадь всех корпусов около семидесяти двух тысяч квадратных метров, а продаваемая — около пятидесяти тысяч, то есть коэффициент около семидесяти процентов. Остальные тридцать процентов составляют стены, лестницы, лифтовые шахты, коридоры, технические этажи и прочие пространства, которые строить нужно, а продать нельзя.

Почему это различие так важно для расчётов? Потому что строитель считает затраты на квадратный метр общей площади, а покупатель платит за квадратный метр продаваемой площади. Если стоимость возведения одного метра общей площади составляет, условно говоря, сорок девять тысяч рублей, то на метр продаваемой площади приходится уже семьдесят тысяч, потому что каждый проданный метр несёт на себе долю непроданных коридоров и лестниц. Удачная планировка, в которой меньше места уходит на коридоры, напрямую повышает прибыль девелопера.

Именно поэтому архитекторы девелоперских компаний так много внимания уделяют коэффициенту полезной площади. Разница между шестьюдесятью пятью и семьюдесятью пятью процентами на большом проекте означает тысячи квадратных метров, которые можно продать или нельзя. В последние годы этот показатель стал предметом негласного соревнования между компаниями, и иногда ради него жертвуют удобством: делают узкие коридоры, маленькие лифтовые холлы и минимум общих пространств. Для покупателя это минус, для девелопера плюс, и инвестору полезно понимать эту механику.

С продаваемой площадью связаны и машино-места, и кладовые, и коммерческие помещения. Подземный паркинг стоит очень дорого в строительстве, иногда дороже, чем квартиры над ним, а продаётся место за сумму, которая часто не окупает затраты. Девелоперы строят паркинги, потому что этого требуют городские нормы и покупатели, но нередко считают их неизбежной нагрузкой на проект. Коммерческие помещения на первых этажах, напротив, обычно продаются дороже квартир за метр, и о них мы подробно поговорим в двенадцатой главе.

Посмотрим на паркинг в цифрах. Допустим, одно машино-место в подземном паркинге вместе с проездами и рампами требует около тридцати пяти квадратных метров площади, а строительство подземного метра обходится дороже наземного из-за котлована, гидроизоляции и вентиляции. В итоге одно место может стоить девелоперу полтора-два миллиона рублей, а продаётся в региональном городе за миллион или чуть дороже. Разницу девелопер закладывает в цену квартир, поэтому покупатель, который никогда не будет ставить машину в паркинг, тоже частично оплачивает его строительство.

Кладовые на технических этажах — противоположный пример. Это небольшие помещения в подвалах и на технических этажах, которые всё равно пришлось бы построить, и девелоперы научились продавать их по цене, близкой к цене квартир за метр. Для проекта это почти чистая прибыль, потому что затраты на эти пространства уже учтены в общей стоимости здания. В последние годы кладовые стали заметной статьёй дохода у многих застройщиков.

Теперь можно разложить себестоимость метра на части. Илья и Надежда, используя доступные им данные и общеизвестные пропорции, собрали для «Волжских террас» такую структуру затрат на один квадратный метр продаваемой площади. Земля обошлась примерно в двенадцать тысяч рублей на метр, строительно-монтажные работы — примерно в семьдесят тысяч. Подключение к сетям и технологическое присоединение стоит около шести тысяч, социальная нагрузка и благоустройство — около пяти тысяч, проектирование, экспертиза и услуги технического заказчика — около четырёх тысяч рублей.

К этим прямым затратам на строительство добавляются расходы, которые несёт не стройка, а сам девелопер. Маркетинг и продажи, включая рекламу, офис продаж и комиссии агентам, обходятся примерно в четыре с половиной тысячи рублей на метр. Управленческие расходы, то есть доля затрат на центральный офис компании, приходящаяся на проект, — около пяти тысяч. Проценты по проектному кредиту — около восьми тысяч рублей на метр.

Если сложить все эти статьи, получится около 114,5 тыс. рублей полной себестоимости одного квадратного метра. Это три четверти цены, по которой застройщик продаёт метр покупателю. Надежда удивляется, что одна только земля и стройка «съедают» больше половины цены, а остальные статьи, о которых покупатели обычно даже не думают, вместе дают больше двадцати тысяч рублей на каждый метр.

Есть одна налоговая особенность, которую полезно знать. Продажа жилья в России не облагается налогом на добавленную стоимость, поэтому застройщик не может вернуть себе налог, который заплатил подрядчикам и поставщикам материалов. Этот входящий налог становится частью себестоимости. Коммерческие помещения продаются уже с налогом на добавленную стоимость, и их экономика поэтому считается иначе. Как и все налоговые нормы, это правило может меняться, и сверяться стоит с актуальной редакцией Налогового кодекса.

Откуда же берётся популярное представление, что метр «стоит копейки»? Обычно его источник — статистика средней стоимости строительства одного квадратного метра, которую публикуют государственные органы. В ней учитываются только прямые затраты на возведение здания в расчёте на общую площадь, без земли, сетей, социальных объектов, продаж, управления, процентов и налогов. Сравнивать такую цифру с ценой продажи квартиры — то же самое, что сравнивать стоимость муки с ценой торта в кондитерской.

Мука действительно стоит недорого, но торт продаётся вместе с работой кондитера, арендой помещения, электричеством, упаковкой, кассой и налогами. Более того, по нашему расчёту

для «Волжских террас» сама стройка в пересчёте на общую площадь стоит около сорока девяти тысяч рублей за метр, а полная себестоимость проданного метра оказывается в два с лишним раза выше. Надежда записывает эту пропорцию, чтобы в следующий раз спокойно отвечать покупателям, уверенным, что застройщик зарабатывает на каждом метре по сто тысяч рублей.

Посмотрим на каждую статью внимательнее, начиная с земли. Двенадцать тысяч рублей на метр в «Волжских террасах» получились так: группа заплатила за участок около шестисот миллионов рублей, а построить на нём можно пятьдесят тысяч метров продаваемой площади. Делим одно на другое и получаем стоимость земли в пересчёте на метр будущего жилья. Девелоперы всегда считают землю именно так, а не за гектар или сотку, потому что их интересует не площадь участка, а то, сколько на нём можно продать.

Доля земли в цене метра сильно зависит от места. В «Волжских террасах», на бывшей промзоне на окраине исторического центра, земля составляет около восьми процентов цены метра. На окраинах крупных городов и в небольших городах эта доля может опускаться до пяти процентов и ниже. В центре Москвы и Санкт-Петербурга, где участки стоят огромных денег, на землю может приходиться треть и даже больше цены метра.

Отсюда следует простой, но важный вывод. Чем дороже земля в структуре цены, тем сильнее прибыль девелопера зависит от удачной покупки участка. Если в спальном районе девелопер переплатил за землю тридцать процентов, его себестоимость вырастет примерно на три процента, и это неприятно, но не смертельно. Если же он переплатил тридцать процентов за участок в центре, где земля составляет треть цены, себестоимость вырастет больше чем на десять процентов, и прибыль проекта может исчезнуть.

У стоимости земли есть ещё одна особенность: её платят в самом начале проекта, задолго до продаж. Если между покупкой участка и стартом продаж проходит два года, стоимость денег за это время тоже нужно учесть. При ставке по долгу в двадцать процентов годовых два года ожидания добавляют к стоимости земли почти половину. Вот почему девелоперы так не любят держать участки без движения и стараются как можно быстрее довести их до продаж.

Перейдём к главной статье — строительно-монтажным работам. Семьдесят тысяч рублей на метр — это почти половина цены продажи и больше шестидесяти процентов полной себестоимости. В эту сумму входит всё, что физически превращается в дом: бетон и арматура каркаса, кладка стен, фасад, окна, кровля, лифты, инженерные системы отопления, водоснабжения, канализации, вентиляции и электричества, отделка мест общего пользования.

Если разложить строительно-монтажные работы ещё на части, примерно половину составляют материалы и оборудование, около трети — оплата труда рабочих и инженеров подрядчиков, остальное — аренда техники, накладные расходы и прибыль подрядчиков. В типичном монолитном доме самая крупная часть затрат приходится на каркас, то есть фундамент, стены и перекрытия из железобетона. Следом идут инженерные системы, фасад и окна. О том, как разные технологии строительства влияют на эти пропорции, мы подробно поговорим в десятой главе.

Важная деталь касается отделки квартир. В «Волжских террасах» квартиры продаются с так называемой предчистовой отделкой: стены выровнены, стяжка залита, разводка сделана, но обоев, ламината и сантехники нет. Если бы девелопер продавал квартиры с полной отделкой, к строительным затратам добавилось бы ещё порядка двадцати тысяч рублей на метр, а цена продажи выросла бы на большую сумму. Многие девелоперы в последние годы перешли к отделке «под ключ», потому что покупатели готовы за неё доплачивать, а ипотека позволяет включить отделку в сумму кредита.

Для инвестора строительно-монтажные работы — главный источник риска себестоимости. Цены на материалы и оплату труда могут вырасти за время стройки, и если договор с подрядчиком не фиксирует цену, девелопер принимает этот рост на себя. Если же цена фиксирована, рост ложится на подрядчика, и тот может не справиться и уйти с объекта. Оба сце-

нария бьют по прибыли проекта, и о том, как девелоперы их избегают, мы поговорим в главе о стройплощадке.

Следующие статьи — сети и социальная нагрузка — заслуживают отдельного внимания, потому что покупатели о них почти не знают. Подключение к электричеству, воде, теплу и канализации стоит заметных денег, а если в районе не хватает мощностей, девелоперу приходится строить или реконструировать сети за свой счёт. Кроме того, город часто требует от застройщика построить или профинансировать школу, детский сад, дорогу или поликлинику. В «Волжских террасах» эти статьи вместе дают около одиннадцати тысяч рублей на метр, и о механике обоих видов обязательств мы подробно расскажем в пятой главе.

Проектирование, экспертиза и услуги технического заказчика составляют относительно небольшую часть затрат, около трёх процентов цены. Однако от качества этой работы зависят все остальные статьи. Хороший проект экономит бетон и арматуру, повышает коэффициент полезной площади и делает квартиры привлекательнее для покупателей. Плохой проект, напротив, приводит к переделкам на стройке, которые стоят в разы дороже сэкономленных на проектировании денег.

Теперь перейдём к расходам, которые несёт не стройка, а сам девелопер. Первая из них — маркетинг и продажи, около четырёх с половиной тысяч рублей на метр, или три процента цены. Сюда входят реклама, содержание офисов продаж и шоурумов, оплата сотрудников отдела продаж и комиссии агентствам недвижимости. Надежда с улыбкой замечает, что её агентство получило от застройщика за ту самую двухкомнатную квартиру около двух с половиной процентов её цены, то есть примерно двести тысяч рублей, и это как раз часть этой статьи.

Доля расходов на продажи сильно зависит от рынка. Когда спрос высокий и квартиры раскупают на котловане, девелопер может почти не тратиться на рекламу и не платить агентам. Когда спрос падает, расходы на продажи растут: нужно больше рекламы, выше комиссии агентам, а иногда и прямые доплаты банкам, чтобы те снизили ставку по ипотеке для покупателей. О последнем инструменте и его скрытой цене мы поговорим в восьмой главе.

Управленческие расходы — пять тысяч рублей на метр — это доля затрат центрального офиса компании: зарплаты руководства, юристов, финансистов, аналитиков, расходы на информационные системы и аренду офиса. В отчётности девелопера эти расходы показываются отдельной строкой, а не в составе себестоимости проектов. Для крупной компании они составляют несколько процентов выручки, и одним из преимуществ масштаба как раз является то, что центральный офис обходится дешевле в расчёте на каждый проданный метр.

Последняя статья — проценты по проектному кредиту, около восьми тысяч рублей на метр. Это стоимость денег, которые банк дал застройщику на строительство. Её величина зависит от уровня процентных ставок в экономике и от того, как быстро застройщик продаёт квартиры, потому что ставка по кредиту снижается по мере наполнения специальных счетов покупателей. Эта связь настолько важна, что ей посвящена вся седьмая глава, а здесь отметим лишь, что проценты — самая изменчивая статья в структуре себестоимости.

Теперь у нас есть все кусочки, и можно посчитать маржу квадратного метра. Цена продажи — 150 тыс. рублей, полная себестоимость — 114,5 тыс. рублей. Разница составляет 35,5 тыс. рублей на метр, или около 23,7 процента цены. Это прибыль до налога на прибыль, и после налога по ставке двадцать пять процентов у девелопера остаётся около 26,6 тыс. рублей с каждого проданного метра, или примерно 17,75 процента цены.

Перенесём это на квартиру, которую продала Надежда. Двухкомнатная квартира в пятьдесят пять метров принесла застройщику 8,25 млн рублей выручки. Из этой суммы около 6,3 млн ушло на землю, стройку, сети, проектирование, продажи, управление и проценты, а около 1,95 млн стало прибылью до налога. После налога у компании осталось около 1,46 млн рублей.

Если умножить маржу метра на всю продаваемую площадь «Волжских террас», получится масштаб проекта. Пятьдесят тысяч метров по 150 тыс. рублей дают 7,5 млрд рублей

выручки. Полная себестоимость составит около 5,7 млрд, а прибыль до налога — около 1,8 млрд рублей. После налога на прибыль группе останется около 1,3 млрд рублей, и всё это при условии, что все квартиры будут проданы по запланированной средней цене.

Надежда долго смотрит на эти цифры и говорит, что ожидала другого. С одной стороны, прибыль в 1,8 млрд рублей на одном жилом комплексе выглядит внушительно. С другой стороны, двадцать с небольшим процентов маржи — совсем не то «наживание», о котором говорят покупатели. Если цены на квартиры упадут на пятнадцать-двадцать процентов, эта маржа почти исчезнет, а проект растянется на восемь лет и потребует сотен миллионов собственных денег группы.

Есть ещё одно различие, которое полезно понимать, читая отчётность. Валовая маржа, которую девелопер показывает в отчёте о прибылях и убытках, обычно не включает коммерческие и управленческие расходы, потому что они отражаются отдельными строками. Если убрать из нашего расчёта маркетинг и управленческие расходы, себестоимость метра составит 105 тыс. рублей, а валовая маржа — 45 тыс. рублей, или тридцать процентов цены. Именно такую валовую маржу и показывает «Мологская девелоперская группа» в своей отчётности по всем проектам.

Интересно сравнить экономику метра в разных городах, где работает «Мологская девелоперская группа». Стоимость строительно-монтажных работ от города к городу различается не так сильно, как цены продажи: бетон, арматура и лифты стоят примерно одинаково, а зарплаты рабочих различаются на десятки процентов, но не в разы. Если в Ярославле метр продаётся по 150 тыс. рублей, а в Подмосковье по 210 тыс., то при близкой стоимости стройки маржа подмосковного проекта может быть заметно выше, даже с учётом более дорогой земли.

Именно поэтому крупные девелоперы так стремятся в Москву и её окрестности, а также в крупнейшие города-миллионники с высокими ценами. В малых городах стройка стоит почти столько же, а цена метра ниже, и маржа получается тоньше. Иногда цена метра в небольшом городе едва покрывает себестоимость, и строить там выгодно только с государственной поддержкой или на очень дешёвой земле. О различиях региональных рынков мы подробнее поговорим в девятой главе.

Теперь посмотрим, как экономика метра меняется в зависимости от класса жилья. Девелоперы обычно делят жильё на четыре класса: эконом, комфорт, бизнес и премиум. Граница между ними условна и определяется сочетанием местоположения, качества строительства, архитектуры, размера квартир, благоустройства и, конечно, цены. «Волжские террасы» — типичный комфорт-класс: хороший район, качественные материалы, ухоженный двор, но без дизайнерских изысков.

Экономкласс — самое доступное жильё, обычно на окраинах или в пригородах, с простыми фасадами, небольшими квартирами и минимальным благоустройством. Цена метра здесь ниже, но и себестоимость ниже ненамного, потому что бетон и арматура стоят одинаково для всех классов. Условно говоря, если метр в экономклассе продаётся за 110 тыс. рублей, а обходится в 95 тыс., маржа составляет около четырнадцати процентов. Это самый массовый сегмент и самый зависимый от ипотеки, потому что покупатели здесь почти всегда берут кредит.

Комфорт-класс, как в нашем сквозном примере, — основной сегмент рынка большинства крупных городов. Он даёт маржу порядка двадцати-двадцати пяти процентов и широкую аудиторию покупателей. Большинство публичных девелоперов работают именно в этом классе, иногда добавляя к нему отдельные проекты бизнес-класса.

Бизнес-класс строится в более дорогих районах, с лучшими материалами, подземными паркингами, закрытыми дворами и консьерж-сервисом. Здесь доля земли в себестоимости выше, а цена метра в крупных городах может в два-три раза превышать комфорт-класс. Условно, при цене 400 тыс. рублей за метр в Москве и себестоимости 290 тыс. маржа достигает

около двадцати семи процентов. Покупатели здесь реже берут ипотеку и больше смотрят на качество, поэтому сегмент меньше зависит от кредитных условий.

Премиальный сегмент — элитные дома в лучших местах столиц, с уникальной архитектурой и огромными квартирами. Цены здесь могут достигать миллиона рублей за метр и выше, и маржа в процентах самая высокая, условно около тридцати пяти процентов. Однако продажи идут медленно, покупателей мало, и проект может годами ждать, пока будут проданы последние квартиры. Высокая маржа здесь отчасти оплачивает этот долгий срок ожидания и концентрированный риск.

Для инвестора отсюда следует вывод, который часто упускают. Компания, работающая в экономклассе, может иметь меньшую маржу, но зато быстрее продаёт и быстрее оборачивает капитал. Компания премиум-класса может показывать красивые проценты маржи, но годами держать деньги в непроданных квартирах. Сравнивать девелоперов только по марже без учёта скорости оборота — то же самое, что сравнивать ювелирный магазин и супермаркет по наценке на товар.

Теперь самое интересное: что происходит с прибылью, если цена метра меняется. Вернёмся к «Волжским террасам» и предположим, что рынок охладился и девелоперу пришлось снизить цену на десять процентов, со 150 до 135 тыс. рублей за метр. Себестоимость при этом не изменилась и осталась на уровне 114,5 тыс. Маржа метра упадёт с 35,5 тыс. до 20,5 тыс. рублей, то есть на сорок два процента.

Обратный сценарий выглядит так же резко. Если рынок разогрелся и девелопер поднял цену на десять процентов, до 165 тыс. рублей за метр, маржа вырастет до 50,5 тыс. рублей, то есть на те же сорок два процента. Изменение цены на десять процентов меняет прибыль больше чем на сорок процентов в любую сторону. Это и есть ценовой рычаг девелопера: поскольку себестоимость составляет три четверти цены, любое изменение цены многократно усиливается в прибыли.

Похожий эффект возникает и со стороны затрат. Если все статьи себестоимости вырастут на десять процентов, полная себестоимость составит около 126 тыс. рублей, а маржа сократится до 24 тыс., то есть примерно на треть. Если подорожают только строительно-монтажные работы на десять процентов, себестоимость вырастет на семь тысяч рублей, а маржа упадёт до 28,5 тыс., то есть на пятую часть.

Самый неприятный сценарий для девелопера — когда цены падают, а затраты растут одновременно. Если цена снизится на десять процентов, а строительство подорожает на десять процентов, маржа метра составит 135 тыс. минус 121,5 тыс., то есть всего 13,5 тыс. рублей, примерно в два с половиной раза меньше исходной. Такое сочетание случалось в истории отрасли не раз, обычно во время резкой девальвации рубля, когда материалы дорожают, а покупатели беднеют. О таких эпизодах мы поговорим в восемнадцатой главе.

Этот расчёт объясняет, почему акции девелоперов так резко реагируют на новости о ценах на жильё и на ставки по ипотеке. Если аналитики ожидают, что цены на новостройки снизятся на пять процентов, это означает снижение прибыли не на пять, а примерно на двадцать процентов. Соответственно, акции падают сильнее, чем можно было бы ожидать, глядя на заголовок новости. Надежда признаётся, что именно этого рычага она не понимала, когда покупала акции на пике рынка.

У ценового рычага есть и обратная сторона, которую важно учитывать. Девелопер, который продаёт часть квартир на ранних стадиях, фиксирует их цену заранее. Если рынок потом вырос, он упустил часть прибыли, но если рынок упал, проданные квартиры защищают его маржу. Поэтому высокая распроданность строящихся домов работает как страховка: проданная квартира уже не участвует в ценовом рычаге, и падение цен затрагивает только непроданную часть.

Отдельно стоит сказать о том, как прибыль проекта превращается в прибыль компании. Сумма маржи всех проектов ещё не равна прибыли девелопера, потому что у компании есть расходы, которые не относятся ни к одному дому. Это затраты на поиск и подготовку будущих участков, на проектирование проектов, которые так и не будут построены, на содержание земельного банка и обслуживание корпоративного долга. Поэтому чистая маржа всей компании обычно ниже, чем маржа её лучших проектов, и это нормально.

Как же инвестору оценить маржу проектов, если девелопер не публикует бюджет каждого дома? Первый и главный показатель — валовая маржа в отчётности, то есть отношение валовой прибыли к выручке. У «Мологской девелоперской группы» она составляет около тридцати процентов, и это неплохой уровень для девелопера комфорт-класса. Полезно смотреть не на одно значение, а на динамику за несколько лет и сравнивать её с конкурентами того же класса.

Второй способ — сопоставить среднюю цену продаж из операционного отчёта со средней себестоимостью метра, которую можно оценить по отчётности. Если компания раскрывает объём введённых метров и себестоимость реализованной продукции, можно хотя бы грубо посчитать, во что ей обходится метр. Расхождение между ценой и себестоимостью, которое систематически сужается, — повод задуматься, не теряет ли компания рентабельность.

Третий способ — обращать внимание на то, какие проекты сейчас формируют выручку. Если большая часть выручки приходится на проекты, начатые несколько лет назад, когда земля и стройка были дешевле, маржа может быть завышенной по сравнению с тем, что ждёт компанию на новых проектах. Многие девелоперы рассказывают в презентациях о марже на новых запусках, и эту цифру стоит сравнивать с текущей валовой маржой.

Четвёртый способ касается деталей учёта. Часть процентов по проектным кредитам девелоперы включают в себестоимость, а не показывают отдельной строкой, и это меняет валовую маржу. Кроме того, иногда в валовую прибыль попадают разовые эффекты, например продажа участка или переоценка. Как в этом разобраться и на какие примечания отчётности смотреть, мы расскажем в четырнадцатой главе.

Типичная ошибка новичка состоит в том, чтобы оценивать прибыльность девелопера по цене метра в рекламе. Высокие цены в объявлениях ещё не означают высокой маржи: если земля была куплена дорого, а стройка обходится дорого, прибыли может не быть совсем. Вторая ошибка — переносить маржу одного удачного года на будущее, не учитывая, что новые проекты строятся по новым ценам на землю, материалы и кредиты.

Третья ошибка — забывать о налоге и стоимости денег. Маржа в двадцать три процента до налога выглядит солидно, но после налога остаётся меньше восемнадцати, а если вспомнить, что эти деньги девелопер получает только через несколько лет после первых вложений, годовая доходность проекта на вложенный капитал может оказаться совсем не такой впечатляющей. Как правильно её считать, мы разберём в седьмой главе.

Наконец, полезно помнить, что все наши цифры — это плановая экономика проекта на момент расчёта. За восемь лет жизни «Волжских террас» каждая статья ещё не раз изменится: подорожают материалы, сдвинутся сроки, ставка по кредиту пойдёт вверх или вниз, часть квартир уйдёт со скидкой. Девелопер, который умеет держать фактическую себестоимость близко к плановой, зарабатывает стабильно, а тот, у кого бюджет каждый раз «уплывает», постоянно разочаровывает акционеров.

Подведём короткий итог третьей главы. Квадратный метр — базовая единица девелоперского бизнеса, и считать его нужно по продаваемой площади, которая обычно составляет от шестидесяти пяти до семидесяти пяти процентов общей площади здания. Полная себестоимость метра в нашем примере составляет около трёх четвертей цены продажи: почти половину цены забирает стройка, заметную долю — земля, сети, социальная нагрузка, продажи, управление и проценты.

Маржа метра до налога в комфорт-классе составляет порядка двадцати с небольшим процентов, и она очень чувствительна к цене: снижение цены на десять процентов сокращает прибыль больше чем на сорок процентов. Разные классы жилья дают разную маржу и разную скорость продаж, и сравнивать их нужно с учётом обоих факторов. Оценить маржу компании инвестор может по валовой марже в отчётности, сравнению цен и себестоимости и маржинальности новых запусков.

Надежда закрывает блокнот и говорит, что теперь понимает, почему застройщик так дорого платит за землю и так внимательно её выбирает. Земля в нашем расчёте занимает всего восемь процентов цены, но именно она определяет, сколько метров можно построить и по какой цене их продать. В четвёртой главе Илья попадёт на заседание инвестиционного комитета, где решается судьба нового участка, и мы увидим, как девелоперы собирают свой земельный банк.

Глава 4. Земельный банк

В понедельник утром Илье неожиданно звонит начальник отдела и просит к двум часам подъехать в головной офис группы. Обсуждают новый участок, и инвестиционному комитету нужен человек, который знает площадку бывшего механического завода на правом берегу Которосли: Илья два года назад проверял там соседний объект и помнит, что творится под землёй. В переговорной за длинным столом сидят генеральный директор, финансовый директор Григорий Павлович, руководитель земельного департамента Виктор Аркадьевич и несколько аналитиков. На экране висит спутниковый снимок: девять гектаров старых цехов, ржавые крыши, железнодорожная ветка и узкая полоса берега.

Виктор Аркадьевич рассказывает, что собственник завода готов продать участок за 2,4 млрд рублей. По предварительной концепции на нём можно построить около ста двадцати тысяч квадратных метров продаваемой площади, то есть в два с лишним раза больше, чем в «Волжских террасах». Аналитики показывают расчёт: если поделить цену на будущие метры, получится двадцать тысяч рублей на метр, а с учётом сноса цехов и очистки грунта около двадцати двух с половиной тысяч. Это почти вдвое дороже, чем стоила земля под «Волжскими террасами».

Григорий Павлович сразу задаёт главный вопрос: оправдает ли место такую цену? Участок ближе к центру, из окон будет вид на реку и купола, и аналитики считают, что продавать здесь можно по 175 тыс. рублей за метр, а не по 150. Илья, когда до него доходит очередь, рассказывает о старых фундаментах, о железнодорожной ветке, которую придётся переносить, и о том, что часть участка, скорее всего, окажется в зоне охраны исторической застройки. После его слов на экране появляется уточнённая цифра продаваемой площади, уже не сто двадцать, а около ста десяти тысяч метров.

Заседание длится три часа, и Илья впервые видит, как решается судьба будущего жилого комплекса задолго до того, как на площадку выедет первый экскаватор. Вечером он пишет Надежде, что понял, почему в отчётах компании так много говорят о земельном банке. Земля — это не просто сырьё для стройки, а главная ставка девелопера на будущее, и ошибка при её покупке потом годами отражается на прибыли. В этой главе мы разберём, как устроен земельный банк, откуда берутся участки и как инвестору оценивать то, что девелопер называет своим главным активом.

Начнём с точного определения этого понятия. Земельным банком девелоперы называют совокупность участков, права на которые компания уже получила или надёжно закрепила за собой, но строительство на которых ещё не началось или не завершилось. Это запас будущих проектов, из которого компания будет черпать новые запуски в ближайшие годы. По своей роли земельный банк похож на запас семян у фермера: сколько семян, столько и будущего урожая, а качество семян определяет, каким этот урожай будет.

Земельный банк девелоперы почти никогда не измеряют в гектарах. Его измеряют в квадратных метрах будущей продаваемой площади, то есть в том, сколько квартир, кладовых и коммерческих помещений можно на этих участках построить и продать. Причина понятна: гектар в центре Москвы и гектар в поле под Ярославлем несопоставимы, а метры будущего жилья, хотя и разной цены, хотя бы измеряют один и тот же продукт. Земельный банк «Мологской девелоперской группы» составляет около 4,2 млн квадратных метров продаваемой площади.

Иногда в презентациях можно встретить и более широкое понятие — потенциальный земельный банк. В него девелоперы включают участки, по которым подписаны лишь соглашения о намерениях, ведутся переговоры или поданы заявки на участие в программах развития территорий. Такие метры ещё не принадлежат компании и могут никогда ей не достаться.

Полезно всегда проверять, о каком именно земельном банке идёт речь, и не складывать твёрдые права с надеждами.

Внутри этой цифры полезно различать несколько слоёв. Первый слой — участки, по которым уже есть все разрешительные документы и которые готовы к запуску в ближайший год. Второй слой — участки, по которым идёт проектирование и согласования. Третий слой — участки, права на которые есть, но концепция ещё не утверждена или требует изменения градостроительной документации. Чем больше доля первого слоя, тем быстрее земельный банк превращается в продажи и деньги.

Есть и ещё одна тонкость: какая доля земельного банка принадлежит компании целиком, а какая находится в совместных проектах с партнёрами. Если девелопер владеет половиной совместного проекта, но показывает его земельный банк полностью, его реальная доля в будущих метрах вдвое меньше. Аккуратные компании раскрывают земельный банк в двух вариантах: в полном объёме и в доле группы. У МДГ около десяти процентов земельного банка находится в совместных проектах, и в доле группы он составляет около четырёх миллионов метров.

Откуда же девелоперы берут землю для новых проектов? Первый источник — торги на государственные и муниципальные участки. Регион или город выставляет участок на аукцион, и его получает тот, кто предложит наибольшую цену или наибольшую арендную плату. Торги прозрачны, но обычно приводят к высокой цене, потому что за хорошие участки борются несколько застройщиков. Кроме того, свободных городских участков, пригодных для многоэтажного строительства, в крупных городах осталось немного.

Второй источник — покупка участков у частных владельцев. Чаще всего это бывшие промышленные предприятия, которые закрылись или переехали за город, склады, автобазы, гаражные кооперативы, иногда земли сельскохозяйственного назначения на границе города, которые после изменения документации можно застроить. Участок под «Волжскими террасами» как раз был куплен у бывшего судоремонтного предприятия, а новый участок, который обсуждал инвестиционный комитет, принадлежит бывшему механическому заводу.

Бывшие промзоны — главный резерв земли для жилья в крупных городах. Многие заводы, построенные в советское время на окраинах, со временем оказались почти в центре разросшихся городов. Их территории хорошо расположены, уже имеют подъезды и часто подключены к сетям, но требуют сноса старых зданий, очистки грунта и изменения разрешённого использования. Девелоперы называют перестройку таких территорий редевелопментом и ценят её за то, что она даёт землю там, где больше никакой земли нет.

У редевелопмента есть свои сложности, и Илья рассказал о них на комитете. Под старыми цехами часто лежат фундаменты, коммуникации и загрязнения, о которых никто не помнит. Перенос железнодорожных веток, кабелей и трубопроводов требует согласований с их владельцами. Иногда на территории оказываются здания, которые признаны памятниками или находятся в охранной зоне, и их нельзя снести. Всё это увеличивает сроки и затраты, и опытные девелоперы закладывают на такие сюрпризы отдельный резерв.

Третий источник — покупка компаний, которые уже владеют землёй. Иногда проще купить фирму, на балансе которой находится участок, чем покупать сам участок. Так девелоперы приобретают проекты других застройщиков, которые не справились с финансированием, или компании-землевладельцы, созданные под конкретный участок. Такие сделки быстрее, но требуют тщательной проверки: вместе с компанией покупатель получает её долги, судебные споры и обязательства.

Четвёртый источник, особенно важный в последние годы, — комплексное развитие территорий. Это механизм, при котором город отдаёт девелоперу большую территорию с ветхим жильём или неэффективными промышленными объектами, а девелопер обязуется расселить жителей, построить новое жильё, дороги и социальные объекты. Юридическую сторону этого

механизма мы подробно разберём в пятой главе, а здесь отметим, что он стал одним из главных источников крупных участков для девелоперов в 2020-х годах.

Пятый источник — совместные проекты с землевладельцами, и о нём стоит поговорить подробнее. Часто у владельца участка нет ни опыта, ни денег, чтобы строить самому, а продавать землю целиком он не хочет или хочет слишком дорого. Тогда девелопер предлагает ему партнёрство: владелец вносит участок в проект, девелопер строит, а затем владелец получает свою долю результата. Эта доля может выражаться в квартирах, в деньгах от продажи части квартир или в доле прибыли проекта.

Самая распространённая форма — оплата квартирами. Владелец участка получает после завершения строительства определённую долю продаваемой площади, обычно от десяти до двадцати пяти процентов в зависимости от места и стоимости земли. Девелоперу не нужно платить за землю в начале проекта, что сильно снижает потребность в собственном капитале. Владелец же получает квартиры, которые стоят больше, чем ему предложили бы за пустой участок, но ждёт их несколько лет и делит с девелопером риск проекта.

Вернёмся к заседанию инвестиционного комитета. Когда Григорий Павлович услышал цену в 2,4 млрд рублей, он попросил аналитиков посчитать альтернативу: предложить владельцу завода совместный проект, при котором тот получит пятнадцать процентов квартир. При ста десяти тысячах метров продаваемой площади это около шестнадцати с половиной тысяч метров, которые при цене 175 тыс. рублей стоят примерно 2,9 млрд рублей. Казалось бы, отдать квартир на 2,9 млрд дороже, чем заплатить 2,4 млрд деньгами.

Однако здесь в игру вступает время. Деньги за участок нужно заплатить сейчас, а квартиры владелец получит только через пять-шесть лет, когда дома будут построены. Если стоимость денег для группы составляет около двадцати процентов годовых, то 2,4 млрд рублей сегодня через пять лет превращаются примерно в шесть миллиардов. С этой точки зрения отдать квартиры на 2,9 млрд в будущем выгоднее, чем заплатить 2,4 млрд сейчас.

При низкой стоимости денег расчёт меняется. Если бы группа могла занимать под десять процентов годовых, 2,4 млрд рублей через пять лет превратились бы примерно в 3,9 млрд, и совместный проект оставался бы выгоднее, но уже не так очевидно. Кроме того, у совместного проекта есть ещё одно преимущество: если цены на жильё упадут, доля владельца участка тоже подешевеет, и часть риска ляжет на него. Комитет в итоге решил предложить владельцу выбор: полтора миллиарда деньгами сразу или пятнадцать процентов квартир после стройки.

Совместные проекты имеют и обратную сторону. Владелец участка становится партнёром, у которого есть свои интересы: он может требовать определённые квартиры, спорить о сроках и концепции, вмешиваться в продажи. Если отношения испортятся, проект может застрять в судах. Поэтому девелоперы стараются тщательно прописывать договоры и предпочитают партнёров, которые не будут вмешиваться в управление.

Земельный банк можно не только пополнять, но и продавать. Иногда девелопер, которому срочно нужны деньги или который решил уйти из какого-то города, продаёт часть участков другим застройщикам. Такая продажа может быть разумным управленческим решением, если участок не вписывается в стратегию, но может быть и признаком трудностей. В отчётности подобные сделки обычно видны как разовая прибыль или убыток от выбытия активов, и их стоит отделять от основной деятельности.

Теперь о праве на землю. Девелопер может владеть участком на праве собственности или арендовать его, обычно у государства или муниципалитета. Собственность надёжнее: она не истекает, её нельзя потерять из-за нарушения условий договора, её можно заложить в банке. Однако выкуп участка в собственность стоит дороже, и для государственной земли он возможен далеко не всегда.

Аренда государственной или муниципальной земли для строительства — распространённая практика. Договор аренды заключается на срок, достаточный для строительства, а арендная

плата часто рассчитывается от кадастровой стоимости участка. Для девелопера аренда удобна тем, что не требует больших вложений в начале проекта. Риск аренды в том, что при нарушении сроков или условий договора арендодатель может отказаться продлевать договор или даже расторгнуть его, и тогда проект окажется под угрозой.

Важная особенность жилищного строительства состоит в том, что земля под многоквартирным домом после его сдачи переходит в общую долевую собственность жильцов. Девелопер не сохраняет землю за собой: участок вместе с домом становится частью общего имущества собственников квартир. Поэтому для жилого девелопера земля — это не долгосрочный актив, как для владельца торгового центра, а сырьё, которое расходуется при каждом проекте и которое нужно постоянно пополнять.

Отсюда следует ключевой вопрос, который задают все аналитики: на сколько лет продаж хватит земельного банка? Чтобы ответить на него, нужно разделить земельный банк на годовой объём продаж. У «Мологской девелоперской группы» 4,2 млн квадратных метров земельного банка и около шестисот тысяч метров продаж в год, значит, земли хватит примерно на семь лет при нынешних темпах.

Сколько это — много или мало? Если земельного банка хватает меньше чем на три-четыре года, девелоперу приходится постоянно и спешно покупать новые участки, а спешка приводит к переплатам. Если земли хватает на пятнадцать лет и больше, это значит, что в участках заморожено много капитала, который не работает. Кроме того, часть такой земли может так никогда и не быть застроена: планы города меняются, район оказывается менее привлекательным, чем казалось при покупке.

У запаса земли есть и вполне осязаемая цена хранения. За участки в собственности нужно платить земельный налог, за арендованные — арендную плату, а капитал, вложенный в землю, мог бы приносить доход в другом месте. Если у МДГ в земле заморожено, условно говоря, около тридцати шести миллиардов рублей по балансовой стоимости, то при стоимости денег в пятнадцать процентов годовых только альтернативная стоимость этого капитала составляет больше пяти миллиардов рублей в год. Это одна из причин, по которой большие запасы земли не всегда хороши для акционеров.

С другой стороны, земельный банк даёт девелоперу то, что финансисты называют гибкостью. Имея запас участков, компания может ускорить запуски, когда спрос растёт, и притормозить, когда он падает, не завися от того, что предлагают на торгах в конкретный момент. Это похоже на запас дров на зиму: хранить их хлопотно и дорого, но в мороз не приходится покупать их у соседа втридорога.

Разумным считается запас примерно на пять-восемь лет продаж, хотя всё зависит от бизнес-модели компании. Девелопер, который планирует быстрый рост, может держать больше земли, чтобы обеспечить будущие запуски. Девелопер, работающий в центре крупного города, где новых участков почти нет, тоже вынужден запасаться впрок. Девелопер в небольшом городе, где земли много и она дешёвая, может держать запас всего на два-три года и покупать участки по мере необходимости.

При расчёте полезно учитывать и планы компании. Если девелопер обещает инвесторам рост продаж на двадцать процентов в год, земельный банк будет исчерпываться быстрее, чем показывает простое деление. При росте продаж с шестисот тысяч метров на двадцать процентов в год земли МДГ хватит уже не на семь, а примерно на пять лет. Поэтому в презентациях роста всегда стоит искать ответ на вопрос, где компания возьмёт землю для этого роста и сколько за неё заплатит.

Теперь поговорим о качестве участков. Два земельных банка одинакового размера могут стоить очень по-разному. Первое и главное в этом ряду — местоположение. Участок в хорошем районе с развитой инфраструктурой, рядом с метро или транспортными магистралями, школами и парками позволяет продавать квартиры дороже и быстрее. Участок в чистом поле

на окраине может быть большим и дешёвым, но спрос на квартиры там будет слабее, а затраты на дороги и социальные объекты выше.

Второй фактор качества — транспортная доступность, особенно в крупных городах. Покупатели готовы платить заметную премию за квартиру в нескольких минутах ходьбы от станции метро или электрички. Девелоперы внимательно следят за планами строительства новых станций и дорог и стараются покупать землю заранее, до того как эти планы станут общеизвестными. Иногда такие ставки выигрывают, иногда строительство станции откладывается на годы, и участок долго остаётся неудобным.

Третий фактор качества — инженерная подготовленность участка. Есть ли рядом сети электроснабжения, водопровода, канализации и теплоснабжения с достаточным запасом мощности? Если нет, девелоперу придётся строить их за свой счёт, и это может стоить сотни миллионов рублей. Участок, к которому уже подведены сети, стоит дороже, но и обходится в итоге дешевле.

Четвёртый фактор — обременения и ограничения. Через участок может проходить линия электропередачи, газопровод или магистральный водовод с охранной зоной, где строить нельзя. Рядом может находиться предприятие с санитарно-защитной зоной, в которой запрещено жильё. Часть участка может попасть в охранную зону объекта культурного наследия, как это выяснилось на участке механического завода. Каждое такое ограничение уменьшает продаваемую площадь или требует дорогостоящих решений.

Пятый фактор качества — юридическая чистота прав. Есть ли споры о правах на участок, претензии бывших владельцев или арендаторов, не оспаривается ли сделка, по которой участок был приобретён? В истории отрасли немало случаев, когда проекты годами стояли из-за судебных споров о земле. Крупные девелоперы держат целые юридические отделы, которые проверяют каждый участок перед покупкой.

Полезно знать и о том, что цены на землю тоже ходят циклами, причём даже резче, чем цены на квартиры. Когда продажи растут и девелоперы уверены в будущем, они соревнуются за участки и поднимают цены. Когда рынок охлаждается, многие застройщики перестают покупать землю, а владельцы, нуждающиеся в деньгах, становятся сговорчивее. Девелоперы с запасом денег и терпением стараются пополнять земельный банк именно в такие периоды, и подобные покупки потом годами дают им преимущество в себестоимости.

Теперь посмотрим, как земля выглядит в отчётности девелопера. По международным стандартам земельные участки под жилищное строительство обычно учитываются в составе запасов, а не основных средств, потому что девелопер собирается их застроить и продать вместе с квартирами. Запасы отражаются по стоимости приобретения, к которой добавляются затраты на подготовку участка. Если рыночная стоимость упала ниже этой суммы, запасы нужно списать до так называемой чистой стоимости реализации.

Из этого следует важная асимметрия. Если девелопер купил участок дёшево много лет назад, а затем район подорожал, в отчётности земля продолжает числиться по старой низкой цене. Реальная стоимость земельного банка оказывается выше балансовой, и этот скрытый резерв не виден в отчёте о прибылях и убытках до тех пор, пока на участке не будут построены и проданы квартиры. Если же девелопер переплатил за участок на пике рынка, ему, наоборот, может потребоваться списание, которое ударит по прибыли.

Насколько велик скрытый резерв у МДГ? Компания покупала землю в разные годы, и в среднем её земельный банк обошёлся примерно в девять тысяч рублей на метр будущей продаваемой площади. При текущих ценах похожие участки в тех же городах стоят, по оценкам самой компании, около пятнадцати тысяч рублей на метр. При четырёх миллионах метров в доле группы разница составляет около двадцати четырёх миллиардов рублей, и это больше четверти рыночной стоимости всей компании.

Надежда, прочитав эту часть отчёта МДГ, сразу спросила, почему же тогда акции стоят так дёшево, если в одной только земле спрятано больше четверти капитализации. Илья честно ответил, что не знает, и это хороший вопрос, к которому мы вернёмся при расчёте справедливой цены компании. Пока отметим, что рынок редко верит скрытым резервам полностью: он хочет видеть, как земля превращается в продажи и деньги, а не в цифры оценщиков.

Однако к таким оценкам стоит относиться осторожно. Рыночная стоимость земли — величина условная, ведь у каждого участка свой набор достоинств и ограничений, а сделок с похожими участками немного. Девелоперы, которые раскрывают независимую оценку своего земельного банка, обычно привлекают для этого профессиональных оценщиков, но даже их оценки содержат много допущений. Как использовать такую оценку при расчёте стоимости компании, мы подробно разберём в шестнадцатой главе.

Есть в отчётности и ещё одна строка, связанная с землёй, которую новички часто пропускают. Девелоперы нередко покупают участки в рассрочку, договариваясь с продавцом об оплате частями на протяжении нескольких лет. Отложенные платежи за землю — это по сути долг, хотя он и не называется кредитом. Если компания приобрела много участков с отсрочкой платежа, её реальная долговая нагрузка выше, чем показывает строка «кредиты и займы». На эту деталь стоит обращать внимание при анализе долга, о котором пойдёт речь в пятнадцатой главе.

Теперь о главной ошибке, которую делают начинающие инвесторы при оценке земельного банка. Её можно сформулировать так: у кого больше участков, тот и сильнее. Девелоперы охотно поддерживают это заблуждение, крупными буквами указывая размер земельного банка в презентациях и сравнивая себя с конкурентами. Однако размер сам по себе говорит мало, и иногда большой земельный банк скорее слабость, чем сила.

Представьте себе двух девелоперов с разными земельными банками. У первого земельный банк восемь миллионов метров, но семьдесят процентов участков не имеют утверждённой документации, многие находятся в городах со слабым спросом, а часть куплена на пике цен в рассрочку. У второго всего три миллиона метров, но почти все участки в крупных городах с хорошим спросом, с документацией и подведёнными сетями, а земля полностью оплачена. Второй девелопер может стоить дороже первого, хотя земли у него втрое меньше.

Большой земельный банк может скрывать и другие проблемы. Если компания годами не может запустить проекты на своих участках, она несёт затраты на их содержание, арендную плату и налоги, а капитал простаивает. Кроме того, слишком большой запас земли может говорить о том, что руководство склонно к агрессивной экспансии и не умеет вовремя остановиться. В кризис именно такие компании первыми сталкиваются с проблемами, потому что их участки трудно продать, а долги за них нужно обслуживать.

Есть и противоположная ошибка: считать, что маленький земельный банк обязательно плох. Компания, которая покупает землю по мере необходимости и быстро превращает её в проекты, может работать очень эффективно, особенно в небольших городах. Главный вопрос не в размере земельного банка, а в том, сколько стоит компании каждый метр этой земли, насколько быстро он превращается в продажи и насколько надёжны права на неё.

Надежда, читая сообщение Ильи, вспоминает, как в 2021 году выбирала акции МДГ. В презентации к размещению компания с гордостью показывала растущий земельный банк, и Надежда восприняла это как признак силы. Теперь она понимает, что не задала ни одного вопроса о качестве этих участков, о том, сколько из них готово к запуску и сколько компания за них заплатила.

Простой и полезный показатель, который можно посчитать самостоятельно, — отношение средней стоимости земли на метр к средней цене продажи. У МДГ земля в среднем обошлась в девять тысяч рублей на метр при средней цене продаж около ста семидесяти тысяч, то есть около пяти процентов цены. Если у конкурента этот показатель вдвое выше при похожих

ценах, его маржа при прочих равных будет ниже. Конечно, такой расчёт грубый, но он помогает быстро сравнить компании.

Какие же вопросы стоит задавать при чтении отчёта или презентации девелопера? Первый вопрос: в каких единицах измерен земельный банк — в продаваемой или в общей площади, в полном объёме или в доле группы. Второй вопрос: сколько лет продаж он обеспечивает при текущих темпах и при тех темпах роста, которые обещает компания. Третий вопрос: какая доля участков уже имеет разрешительную документацию, а какая требует изменения градостроительных документов.

Четвёртый вопрос: на каком праве компания владеет участками — в собственности, в аренде или на основе договоров о совместной реализации. Пятый вопрос: в каких городах и районах находятся участки и насколько там силён спрос. Шестой вопрос: сколько в среднем компания заплатила за метр земли и как это соотносится с ценами продаж в тех же городах.

Седьмой вопрос: есть ли у компании отложенные платежи за землю и какую сумму ей предстоит заплатить в ближайшие годы. Восьмой вопрос: когда компания планирует запустить проекты на этих участках, и насколько эти планы реалистичны с учётом её финансовых возможностей. Ответы на эти восемь вопросов не всегда можно найти напрямую, но даже частичные ответы дают гораздо больше, чем одна большая цифра на слайде.

Где искать ответы на эти вопросы? Основные сведения о земельном банке публичные девелоперы приводят в годовых отчётах, презентациях для инвесторов и проспектах облигаций, а детали по отдельным участкам можно найти в публичной кадастровой карте и в градостроительной документации города. Для небольших застройщиков, которые раскрывают мало, такая самостоятельная проверка иногда оказывается единственным способом понять, что на самом деле стоит за цифрами.

Полезно и сравнение во времени. Если земельный банк компании быстро растёт, а продажи стоят на месте, это значит, что компания закупает землю впрок, и важно понять, на какие деньги и по каким ценам. Если земельный банк сокращается, а новых покупок нет, компания либо экономит деньги в ожидании лучших времён, либо испытывает трудности с финансированием. Оба сценария требуют внимания, и ответ обычно можно найти в комментариях руководства к отчёту.

Наконец, полезно посмотреть, как компания пополняет земельный банк. Девелопер, который покупает землю на торгах по высоким ценам, работает иначе, чем девелопер, который специализируется на сложных промзонах или совместных проектах. Первый платит дороже, но получает участки быстро и с ясными правами. Второй платит дешевле, но берёт на себя риск долгой подготовки. Ни одна из стратегий не лучше другой сама по себе, но инвестору полезно понимать, какую из них выбрала компания и насколько хорошо она с ней справляется.

Через неделю Виктор Аркадьевич сообщает, что владелец механического завода выбрал совместный проект: он получит пятнадцать процентов квартир, а группа освобождена от платежа за землю. Теперь участок войдёт в земельный банк МДГ как сто десять тысяч метров в полном объёме и около девяноста трёх с половиной тысяч метров в доле группы. Илья с удовольствием отмечает, что его рассказ о фундаментах и железнодорожной ветке сэкономил компании несколько сотен миллионов рублей, ведь концепцию поправили до сделки, а не после.

Для Ильи этот эпизод стал уроком, который он потом пересказывал Надежде. Он впервые увидел, что стоимость компании создаётся не только на стройке, но и в переговорной, где решается, какую землю купить и на каких условиях. Хорошая стройка может добавить к марже проекта несколько процентов, а удачная покупка участка — десятки. Поэтому, оценивая девелопера, полезно смотреть на историю его земельных сделок не меньше, чем на качество его домов.

Подведём короткий итог четвёртой главы. Земельный банк — запас будущих проектов девелопера, и его измеряют в квадратных метрах продаваемой площади. Землю девелоперы

получают на торгах, покупают у частных владельцев и в виде компаний, развивают бывшие промзоны и территории в рамках комплексного развития, а также заключают совместные проекты, в которых владелец получает долю квартир. Выбор между оплатой деньгами и квартирами во многом зависит от стоимости денег для девелопера.

Хороший земельный банк обеспечивает несколько лет продаж, состоит из участков в местах с хорошим спросом, с надёжными правами, подготовленными сетями и минимальными ограничениями. В отчётности земля учитывается по цене покупки, поэтому её реальная стоимость может быть заметно выше или ниже балансовой, а отложенные платежи за участки фактически являются долгом. Размер земельного банка сам по себе мало что говорит, гораздо важнее его качество и цена.

Купить участок — лишь половина дела. Чтобы на нём появился дом, девелоперу нужно пройти долгий путь согласований с городом, и на этом пути проект может задержаться на годы. В пятой главе Илья будет ждать заключения экспертизы по второй очереди «Волжских террас», а мы разберёмся, какие правила устанавливает город и как они влияют на стоимость девелопера.

Глава 5. Правила города

В середине ноября котлован третьей очереди «Волжских террас» готов, а бетонщики простаивают. Илья третий день подряд звонит в отдел технического заказчика и слышит одно и то же: заключения экспертизы по изменённому проекту ещё нет. Летом компания решила переделать планировки третьей очереди, чтобы добавить больше маленьких квартир, на которые вырос спрос, и вместе с этим немного изменила конструкции. Такие изменения требуют повторной экспертизы и внесения изменений в разрешение на строительство, и пока бумаги не получены, заливать фундамент по новому проекту нельзя.

Каждый день простоя стоит денег. Подрядчик держит на площадке технику и людей, проценты по кредиту продолжают начисляться, а отдел продаж уже продал часть квартир в новых планировках и пообещал покупателям определённый срок сдачи. Илья подсчитывает, что месяц задержки обходится проекту в несколько десятков миллионов рублей, и впервые всерьёз задумывается, насколько сильно бизнес его компании зависит от людей, которые никогда не были на этой площадке. Вечером он пишет Надежде, что строительство — это наполовину бетон и наполовину бумаги.

Надежда отвечает, что знает это с другой стороны. Её клиенты часто спрашивают, почему в одном районе строят только девятиэтажки, а в соседнем двадцатипятиэтажные башни, почему рядом с новым комплексом нет школы и почему застройщик обещал парк, а построил парковку. Ответы на все эти вопросы лежат в правилах, которые устанавливает город. В этой главе мы разберёмся, как устроены эти правила, через какие согласования проходит каждый проект и как всё это влияет на стоимость девелопера.

Удобно представить себе город как огромный дом с жильцами, а его правила — как устав жилищного кооператива. Каждый жилец может делать ремонт в своей квартире, но не может снести несущую стену, пристроить балкон или поставить на крыше рекламный щит без согласия остальных. Девелопер — это жилец, который хочет построить новую квартиру, и устав определяет, где, сколько и на каких условиях он может это сделать. Если устав строгий, строить сложно и дорого, если мягкий — легче, но может пострадать качество жизни остальных жильцов.

Основа правил — генеральный план города. Это документ, который определяет, как город будет развиваться на десятилетия вперёд: где будут жилые районы, где промышленные зоны, где парки, где пройдут новые дороги и линии транспорта. Генеральный план не говорит, какой именно дом можно построить на конкретном участке, но задаёт общее направление: здесь жильё, здесь производство, здесь зелень. Если участок в генеральном плане отнесён к промышленной зоне, построить на нём жилой дом без изменения плана нельзя.

Следующий уровень — правила землепользования и застройки. Этот документ делит территорию города на зоны и для каждой зоны устанавливает, что на ней можно строить и с какими параметрами. Для жилой зоны правила указывают, например, предельную этажность, максимальный процент застройки участка, минимальные отступы от границ, требования к парковкам. Именно правила землепользования объясняют, почему в одном районе разрешены башни, а в соседнем только малоэтажная застройка.

Для девелопера правила землепользования — это главный ограничитель того, сколько метров можно построить на участке. Чем выше разрешённая этажность и плотность, тем больше продаваемой площади и тем дешевле обходится земля в расчёте на метр. Поэтому вокруг правил землепользования всегда идёт борьба: девелоперы хотят большей плотности, жители соседних домов — меньшей, а город пытается найти баланс между доходами бюджета, потребностями в жилье и качеством городской среды.

Посмотрим, как это работает на участке бывшего механического завода, который обсуждал инвестиционный комитет. Правила землепользования для этой территории, если её переведут в жилую зону, позволяют построить около восемнадцати тысяч квадратных метров общей площади на каждом гектаре. На девяти гектарах получается около ста шестидесяти двух тысяч метров общей площади, а при коэффициенте полезной площади около семидесяти процентов — примерно сто тринадцать тысяч метров продаваемой. За вычетом охранной зоны остаётся около ста десяти тысяч метров, та самая цифра, которую аналитики показали после выступления Ильи.

Если бы город установил для этой зоны плотность не восемнадцать, а пятнадцать тысяч метров на гектар, продаваемая площадь сократилась бы примерно на шестую часть. При той же цене земли стоимость участка в пересчёте на метр выросла бы на пятую часть. Так одна цифра в правилах землепользования, о которой покупатели квартир даже не подозревают, определяет экономику проекта стоимостью в десятки миллиардов рублей.

Изменить правила землепользования для конкретного участка можно, но это долгий процесс с публичными обсуждениями, в которых участвуют жители. Девелоперы нередко покупают участки с расчётом на такое изменение, например промышленную территорию, которую предстоит перевести в жилую зону. Это рискованная ставка: если изменение не будет одобрено или будет одобрено с меньшей плотностью, чем рассчитывал девелопер, экономика проекта рушится. Именно поэтому в предыдущей главе мы советовали обращать внимание на долю земельного банка, которая требует изменения документации.

Публичные обсуждения — та часть процесса, где интересы девелопера сталкиваются с интересами жителей напрямую. Люди, живущие рядом, редко радуются новым башням под окнами: они опасаются пробок, нехватки мест в школах, потери вида и солнечного света. Иногда их протесты приводят к тому, что город снижает этажность или отказывает в изменении правил. Для девелопера это означает, что даже купленный участок с разумными планами не гарантирует нужного объёма строительства.

Когда девелопер определился с участком, он получает градостроительный план земельного участка. Это документ, который собирает в одном месте все требования к конкретному участку: в какой зоне он находится, какие виды использования разрешены, какие предельные параметры застройки установлены, какие ограничения действуют, где проходят сети и как к ним подключиться. Градостроительный план — своего рода паспорт участка, без которого нельзя начать проектирование.

Особое значение имеет вид разрешённого использования участка. Этот термин означает, для чего можно использовать землю: для многоэтажной жилой застройки, для индивидуального жилищного строительства, для складов, для торговли, для производства. Если участок предназначен для складов, построить на нём жилой дом без изменения вида разрешённого использования нельзя. Смена вида использования требует соответствия правилам землепользования, а иногда и отдельных процедур с обсуждениями.

В этом месте прячется одна из самых интересных возможностей девелоперского бизнеса и один из самых серьёзных рисков. Участок, купленный как промышленный, после смены вида разрешённого использования на жилой может подорожать в несколько раз. Девелопер, который сумел провести эту процедуру, создаёт стоимость буквально из бумаги. Девелопер, у которого процедура застряла, остаётся с дорогим участком, на котором можно построить только склад.

Следующий этап — проектирование и экспертиза. Когда проект дома готов, его проектная документация вместе с результатами инженерных изысканий направляется на экспертизу. Эксперты проверяют, соответствует ли проект строительным нормам, требованиям безопасности, пожарным, санитарным и экологическим правилам, выдержит ли здание расчётные нагрузки и не навредит ли окружающим постройкам. Без положительного заключения экспертизы разрешение на строительство многоквартирного дома не выдаётся.

Экспертиза бывает государственной и негосударственной. Государственную проводят специальные учреждения, подведомственные государственным органам, а негосударственную — аккредитованные частные организации. Для многих жилых домов, которые строятся не на бюджетные деньги, закон позволяет выбрать любой из двух вариантов. Негосударственная экспертиза обычно быстрее и гибче в общении, но отвечает за свои выводы так же, как государственная.

Кроме прочности и безопасности, эксперты проверяют и множество других требований: энергетическую эффективность здания, доступность для людей с ограниченными возможностями, инсоляцию квартир, то есть достаточность солнечного света, защиту от шума, пожарные проезды. Каждое требование влияет на планировки и стоимость. Например, нормы инсоляции могут запретить размещать квартиры на нижних этажах с определённой стороны здания, и девелоперу приходится отводить эти площади под коммерческие помещения или кладовые.

Сроки экспертизы установлены законом, и формально они составляют полтора-два месяца. На практике процесс почти всегда длиннее, потому что эксперты находят замечания, проектировщики их исправляют, и документация проходит несколько кругов. Для сложных проектов, особенно с подземными паркингами, высотными зданиями или нестандартными конструкциями, экспертиза может занять полгода и больше. Каждый такой круг сдвигает график проекта, как это случилось с третьей очередью «Волжских террас».

Важно понимать, что экспертиза нужна не только для первоначального проекта. Любые существенные изменения, затрагивающие конструкции или безопасность здания, требуют повторной экспертизы. Девелоперы часто меняют проекты по ходу дела: чтобы подстроиться под спрос, заменить материалы, добавить этажи или изменить планировки. Каждое такое изменение — это новый круг согласований, и опытные компании стараются собрать все изменения в один пакет, чтобы не проходить экспертизу несколько раз.

После положительного заключения экспертизы застройщик получает разрешение на строительство. Это основной документ, который даёт право начинать работы на площадке и, что очень важно для девелопера, открывает возможность заключать договоры с покупателями квартир. Разрешение выдаёт обычно местная администрация или региональный орган, и по закону срок его выдачи составляет всего несколько рабочих дней после подачи полного пакета документов.

В разрешении на строительство указываются основные параметры объекта: площадь, этажность, количество квартир, срок действия разрешения. Если по ходу стройки параметры меняются, в разрешение вносят изменения. Если стройка затягивается дольше срока действия разрешения, его нужно продлевать. Для инвестора дата получения разрешения на строительство важна потому, что с неё фактически начинается коммерческая жизнь проекта.

Государственный строительный надзор появляется на площадке не только в конце. Инспекторы проверяют стройку и по ходу работ, особенно на ключевых этапах: при устройстве фундамента, возведении несущих конструкций, монтаже инженерных систем. Если они находят нарушения, они выдают предписания, а в серьёзных случаях могут добиваться приостановки работ. Для девелопера, у которого собственный строительный контроль работает хорошо, такие проверки обычно проходят спокойно, но для компании, экономящей на качестве, они становятся постоянным источником задержек.

Когда дом построен, начинается последний этап согласований — ввод в эксплуатацию. Сначала орган государственного строительного надзора проверяет, что дом построен в соответствии с проектом, и выдаёт заключение о соответствии. Затем застройщик подаёт документы на разрешение на ввод, прикладывая к ним акты о подключении к сетям, технический план здания и другие документы. После получения разрешения на ввод дом ставится на кадастровый учёт, и начинается передача квартир.

На этом этапе тоже возможны задержки, и иногда очень болезненные. Если при проверке выясняется, что какие-то работы выполнены не по проекту, застройщику приходится их переделывать. Если ресурсоснабжающие организации не подписывают акты о подключении, разрешение на ввод не выдают, даже если дом полностью готов. Для девелопера задержка ввода особенно дорога, ведь именно в этот момент он должен получить деньги покупателей и погасить банковский кредит.

Отдельно стоит поговорить о механизме, который в последние годы изменил рынок земли в крупных городах. Речь о комплексном развитии территорий. Закон, определивший современные правила этого механизма, был принят в конце 2020 года, и с тех пор многие регионы начали активно его использовать. Суть в том, что город выбирает территорию, которая используется неэффективно, и передаёт её девелоперу для комплексного обновления, а девелопер берёт на себя обязательства по строительству и расселению.

Комплексное развитие бывает нескольких видов. Первый вид касается территорий с ветхим и аварийным жильём: девелопер получает право снести старые дома, расселить жителей в новые квартиры и построить на освободившейся земле новый жилой квартал. Второй вид касается нежилой застройки: заброшенных промзон, старых складов, гаражных массивов, которые можно превратить в жилые или общественные пространства. Третий вид касается незастроенных территорий, которые город хочет освоить целиком, с дорогами, школами и парками.

Для девелопера комплексное развитие территорий привлекательно тем, что даёт большие участки в хороших местах, которые иначе было бы невозможно собрать. Город берёт на себя часть административной работы, а девелопер получает понятные правила игры на годы вперёд. Взамен девелопер принимает на себя обширные обязательства: расселить жителей ветхих домов, построить социальные объекты и дороги, а часть построенного передать городу.

У этого механизма есть и риски. Расселение жителей — сложный и долгий процесс, в котором неизбежны споры и суды. Обязательства девелопера могут оказаться дороже, чем казалось при подписании договора. Если рынок охладится, а обязательства останутся, проект может стать убыточным, но выйти из него будет трудно. Для инвестора доля проектов комплексного развития в портфеле девелопера — показатель, который требует отдельного анализа: такие проекты дают масштаб, но и связывают компанию на долгие годы.

Теперь о социальной нагрузке, которая беспокоит покупателей Надежды. Когда в районе появляются тысячи новых жителей, им нужны школы, детские сады, поликлиники, дороги и общественный транспорт. Города устанавливают нормативы, сколько мест в школах и детских садах должно приходиться на определённое число жителей. Если существующих учреждений не хватает, кто-то должен построить новые, и всё чаще эту обязанность возлагают на девелопера.

Формы социальной нагрузки бывают разными. В одних случаях девелопер сам строит школу или детский сад и безвозмездно передаёт их городу. В других случаях он строит их, а город выкупает объект по заранее оговорённой цене, иногда ниже затрат. В третьих случаях девелопер финансирует строительство дорог или реконструкцию существующих объектов. В «Волжских террасах» группа построила детский сад на двести мест и благоустроила участок набережной, и вместе с благоустройством двора эти расходы составили около пяти тысяч рублей на квадратный метр продаваемой площади.

Для девелопера социальная нагрузка — это расход, который не приносит прямой выручки, но позволяет получить разрешение и повышает привлекательность проекта для покупателей. Квартиры в комплексе со своей школой и детским садом продаются быстрее и дороже. Однако если нагрузка слишком велика, она может съесть заметную часть маржи. В некоторых проектах крупных городов расходы на социальные объекты и дороги достигают десяти и более процентов себестоимости.

Покупателю важно понимать, что обещания застройщика о социальных объектах не всегда сбываются в срок. Девелопер может построить школу последней, после сдачи всех жилых домов, или затянуть строительство, если продажи идут плохо. Для инвестора это важно потому, что невыполненные социальные обязательства могут привести к конфликтам с городом, а в худшем случае к проблемам с получением разрешений на следующие проекты.

Следующая тема — сети и техническое присоединение. Каждый новый дом нужно подключить к электричеству, водопроводу, канализации, теплоснабжению, а иногда и к газу. Подключение выполняют ресурсоснабжающие организации, и девелопер платит им за это плату, которая во многих случаях регулируется государственными тарифами. Если в районе есть свободные мощности, подключение обходится относительно недорого. Если мощностей нет, ресурсоснабжающей организации нужно построить новую подстанцию, водозабор или очистные сооружения, и часть этих затрат ложится на девелопера.

В «Волжских террасах» сети и техническое присоединение обошлись примерно в шесть тысяч рублей на метр, или около трёхсот миллионов рублей на весь проект. Это относительно скромная цифра, потому что участок на бывшей промзоне уже имел часть подключений. На новых территориях за городом, где сетей нет вовсе, эта статья может быть в разы больше, а сроки подключения — растянуться на годы.

Плату за подключение во многих случаях устанавливает регулятор, и она привязана к мощности или объёму, который нужен дому. Для электричества это плата за каждый киловатт присоединяемой мощности, для воды и канализации — за каждый кубометр в сутки, для тепла — за гигакалорию в час. Если дом проектируется с электрическими плитами, ему нужна большая мощность, чем дому с газовыми плитами, и подключение обходится дороже. Поэтому инженерные решения в проекте напрямую влияют на сумму, которую девелопер заплатит сетевым компаниям.

Иногда девелоперу выгоднее не ждать, а построить часть сетевой инфраструктуры самостоятельно и затем передать её ресурсоснабжающей организации. Так поступают на крупных проектах, где новые подстанции или котельные нужны для целого района. Это требует больших вложений в начале проекта, но избавляет от зависимости от чужих графиков. В отчётности такие расходы распределяются на все очереди проекта и увеличивают себестоимость каждого метра.

Сети — одно из самых непредсказуемых звеньев проекта. Девелопер может построить дом точно в срок, но если ресурсоснабжающая организация не успеет подготовить подключение, дом будет стоять без воды и света. Покупатели не могут въехать, деньги с эскроу-счетов не поступают, а проценты по кредиту продолжают начисляться. Опытные девелоперы закладывают в график запас времени на подключение и стараются получать технические условия как можно раньше.

Отдельный блок ограничений связан с природой и историей. Участки у рек и водоёмов попадают в водоохранные зоны, где строительство допускается только с особыми мерами защиты воды. «Волжские террасы» стоят на берегу Волги, и группе пришлось построить ливневую канализацию с очистными сооружениями, чтобы дождевая вода с территории не попадала в реку напрямую. На территориях с объектами культурного наследия требуется отдельная историко-культурная экспертиза, а высота и облик новых зданий согласуются с охранными органами.

К этим ограничениям добавляются нормы о парковках. Многие города требуют, чтобы на определённое число квартир приходилось определённое число машино-мест, а размещать их на земле в плотной застройке негде. Девелоперу приходится строить подземный паркинг, который, как мы видели в третьей главе, обычно не окупается продажами мест. В некоторых городах нормы парковок в последние годы смягчали, чтобы удешевить жильё, и девелоперы в таких городах получили заметное преимущество в себестоимости.

Правила игры заметно различаются от региона к региону. В одних регионах власти активно привлекают девелоперов: ускоряют выдачу разрешений, предлагают участки на понятных условиях, помогают с подключением к сетям. В других регионах процедуры тянутся годами, требования к социальной нагрузке выше, а правила землепользования меняются без предупреждения. Для девелопера, который работает в нескольких регионах, эти различия напрямую отражаются на прибыльности проектов.

В последние годы заметную роль стала играть цифровизация согласований. Во многих регионах заявления на градостроительный план, разрешение на строительство и ввод подаются в электронном виде, а сведения об участках и документации собраны в региональных информационных системах. Там, где такие системы работают хорошо, сроки согласований заметно сократились, а произвол отдельных чиновников уменьшился. Девелоперы охотно рассказывают инвесторам о регионах с удобными электронными сервисами, потому что это прямо влияет на скорость оборота капитала.

Иногда регионы и города вводят специальные ограничения. Некоторые города ограничивают высотность застройки в исторических районах или вводят временные запреты на новые разрешения в перегруженных районах. Некоторые регионы требуют обязательного строительства социальных объектов в определённой пропорции к жилью. Бывают и обратные меры: региональные программы поддержки строительства, налоговые льготы, бесплатное предоставление участков под определённые проекты.

Есть и ещё один фактор, который трудно измерить, но легко почувствовать. Качество отношений девелопера с местной властью влияет на всё: на скорость согласований, на условия комплексного развития, на размер социальной нагрузки. Крупный местный девелопер, который годами работает в одном городе и выполняет обязательства, обычно получает более предсказуемые условия, чем новичок. Однако эта же близость к власти может стать риском при смене руководства региона, когда старые договорённости пересматриваются.

«Мологская девелоперская группа» работает в четырёх регионах, и Илья знает, что условия в них очень разные. В Ярославле компания местная, давно знакома властям и проходит согласования относительно быстро. В Нижнем Новгороде и Казани она сравнительно новый игрок, и сроки там длиннее. В Подмосковье правила строже, социальная нагрузка выше, но и цены продаж самые высокие. Эта разница — одна из причин, почему маржа проектов группы в разных регионах различается.

Теперь соберём всё вместе и посмотрим, как регуляторный риск отражается на стоимости девелопера. Первый канал влияния — это время. Каждый месяц задержки согласований увеличивает затраты на проценты, содержание площадки и управление проектом, а также откладывает получение денег. Для проекта, где деньги на пике вложены на сумму в несколько миллиардов рублей, месяц задержки при стоимости денег около пятнадцати-двадцати процентов годовых обходится в десятки миллионов рублей.

Посчитаем на примере третьей очереди «Волжских террас». Предположим, что на момент задержки в неё уже вложено около восьмисот миллионов рублей собственных и заёмных денег. При стоимости денег в восемнадцать процентов годовых каждый месяц простоя стоит около двенадцати миллионов рублей только в виде процентов. Добавим простой подрядчика, содержание охраны и техники и увеличение расходов на продажи, и получим около двадцати-двадцати пяти миллионов рублей в месяц. Три месяца задержки обойдутся примерно в семьдесят миллионов рублей, а это около двенадцати процентов прибыли очереди.

Второй канал влияния — изменение правил. Если город ужесточает требования к социальной нагрузке, парковкам или этажности, будущие проекты становятся дороже или меньше. Особенно больно это бьёт по земельному банку, купленному в расчёте на старые правила. Участок, на котором раньше можно было построить сто тысяч метров, после изменения правил

может вместить только восемьдесят, и стоимость земли в пересчёте на метр вырастет на четверть.

Третий канал влияния — риск отказа. Иногда девелопер не получает разрешения или получает его на невыгодных условиях, а иногда разрешение отзывается уже после начала работ из-за протестов жителей или выявленных нарушений. Это редкие события, но для компании с концентрированным портфелем одна такая история может стоить заметной части прибыли. Девелопер, у которого много проектов в разных городах, переносит такие удары легче.

Четвёртый канал — обязательства, которые не видны в отчётности как долг. Девелопер, взявший на себя строительство школ, дорог и расселение ветхого жилья в рамках комплексного развития, фактически имеет будущие расходы, которые нужно будет понести независимо от того, как пойдут продажи. Эти обязательства обычно раскрываются в примечаниях к отчётности, и их стоит изучать, чтобы понимать реальную нагрузку на будущие проекты.

Есть и пятый канал, более тонкий: рынок закладывает регуляторный риск в требуемую доходность. Инвесторы, опасающиеся непредсказуемых изменений правил, требуют за акции девелоперов более высокой премии за риск, чем за акции компаний из более стабильных отраслей. Это значит, что при одинаковой прибыли девелопер будет стоить дешевле, и разница может быть существенной. Когда правила игры стабилизируются, эта премия снижается, и акции отрасли могут вырасти даже без улучшения финансовых результатов.

Представьте двух девелоперов с одинаковой прибылью в десять миллиардов рублей. Первый работает в регионах с понятными правилами и десятилетней историей соблюдения сроков, и рынок оценивает его в восемь годовых прибылей, то есть в восемьдесят миллиардов. Второй работает в регионах, где правила часто меняются, а его проекты регулярно задерживаются, и рынок готов платить за него только пять годовых прибылей, то есть пятьдесят миллиардов. Разница в тридцать миллиардов рублей — это цена регуляторного риска в глазах рынка.

Как инвестору учитывать регуляторный риск на практике? Первое, на что стоит смотреть, — история соблюдения сроков. Компания, которая годами сдаёт проекты вовремя, скорее всего, умеет работать с согласованиями. Компания, у которой регулярно переносятся сроки получения разрешений и ввода, либо работает в сложных регионах, либо плохо управляет процессом. В любом случае стоит закладывать задержки в свои ожидания.

Второе, на что стоит смотреть, — география и концентрация проектов. Девелопер, у которого девяносто процентов проектов в одном городе, полностью зависит от местных правил и отношений с местной властью. Девелопер, работающий в нескольких регионах, диверсифицирует этот риск, хотя и сталкивается с более высокими затратами на освоение новых рынков.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.