

29 октября 2020

Ведущие аналитики:

Василий Танурков, директор
+7 (495) 139-0344
vasilii.tanurcov@acra-ratings.ru

Александр Гущин, заместитель
директора
+7 (495) 139-0489
alexander.gushchin@acra-ratings.ru

ООО «Брусника. Строительство и девелопмент»

Компоненты кредитного рейтинга		Вес
Отраслевой риск-профиль	Очень высокий риск	20%
Операционный риск-профиль	a+	34%
Рыночная позиция	Средняя	
Бизнес-профиль	Сильный	
Географическая диверсификация	Сильная	
Корпоративное управление	Высокий уровень	
Финансовый риск-профиль	a+	46%
Размер	Средний	
Рентабельность	Очень высокая	
Долговая нагрузка	Низкая	
Обслуживание долга	Очень высокое покрытие	
Ликвидность	Ниже средней	
Денежный поток	Сильный	
ОСК	bbb+	
Аналитические корректировки	0	
Финальная ОСК	bbb+	
Поддержка	0	
Государственная поддержка	0	
Групповая поддержка	0	
Иностранная поддержка	0	
Кредитный рейтинг	BBB+ (RU)	

Краткая информация
о компании

[ООО «Брусника. Строительство и девелопмент»](#) (далее — Компания, Группа, Брусника) — компания, занимающаяся девелопментом жилых многоэтажных домов массового сегмента в Екатеринбурге, Тюмени, Сургуте, Кургане, Новосибирске, Московской области и планирует к реализации проекты в Москве. Контролирующим бенефициаром Группы является А. Н. Круковский.

Сильные стороны
компании

- продуманная, последовательно реализуемая стратегия, обеспечивающая усиление конкурентных преимуществ Компании;
- очень высокая рентабельность по сравнению со средним уровнем в отрасли;
- очень высокая диверсификация проектов, соблюдение сроков строительства и сбалансированного графика продаж;
- низкая долговая нагрузка и сильный денежный поток (показатели, скорректированные на сумму долга, привлеченного в рамках проектного финансирования, и объем расходов на строительство с использованием счетов эскроу соответственно).

Слабые стороны
компании

- средняя рыночная позиция;
- умеренный размер Компании;
- зависимость от ключевого кредитора.

Факторы возможного изменения прогноза или рейтинга

«Стабильный» прогноз предполагает с наиболее высокой долей вероятности неизменность рейтинга на горизонте 12–18 месяцев.

К позитивному рейтинговому действию могут привести:

- увеличение доли продаж в премиальных регионах (Москва, Московская область и/или Новая Москва, Санкт-Петербург);
- снижение зависимости от единственного кредитора.

К негативному рейтинговому действию могут привести:

- рост скорректированного на проектный долг показателя чистый долг / FFO до чистых процентных платежей до уровня более 2х при одновременном снижении показателя FFO до чистых процентных платежей / чистые процентные платежи ниже 8х;
- снижение цен на первичном рынке жилой недвижимости в регионах присутствия Компании более чем на 15% в прогнозном периоде.

Основные этапы развития и профиль Группы

Компания была основана в 2004 году тюменским холдингом «Партнер» под именем «Партнер Инвест». В 2011 году была приобретена компания ООО «Сибкадемстрой», имеющая чем 50-летний опыт работы на рынке жилищного строительства Новосибирска. В 2015 году Компания провела ребрендинг, включая изменение названия и логотипа. В 2018-м Компания совместно с [ПАО Сбербанк \(AAA\(RU\), прогноз «Стабильный»](#)) начала работать над переходом к системе финансирования с использованием счетов эскроу, став в этой области первой среди российских девелоперов.

Объем текущего строительства Группы на начало марта 2020 года составлял около 770 тыс. кв. м (930 тыс. кв. м по состоянию на сентябрь 2020-го), объем ввода по данным Единого ресурса застройщиков за 2019 год составил 186,5 тыс. кв. м. Брусника заняла 19-е место среди российских застройщиков по объему ввода жилья по результатам 2019 года и 29-е место по объему портфеля текущего строительства по состоянию на начало февраля 2020-го (24-е — по состоянию на сентябрь 2020-го).

Отраслевой риск-профиль

АКРА оценивает базовый риск отрасли «жилищное строительство» как очень высокий в связи с ее выраженной цикличностью, высоким уровнем просроченной задолженности и значительным количеством компаний, допустивших дефолт.

В среднем по России уровень обеспеченности населения жильем отстает от общеевропейских показателей (25,1 кв. м на человека при показателях развитых стран Запада в диапазоне от 39 до 76 кв. м на человека на 2018 год)¹. АКРА ожидает, что данный фактор будет продолжать способствовать росту жилищного строительства в стране. В последние годы дополнительное влияние на динамику спроса на жилье в массовом сегменте оказывали ставки по ипотеке, снижающиеся вслед за сокращением ключевой ставки ЦБ РФ, а также переход темпов прироста реальных доходов населения в положительную зону.

Согласно оценке ЦБ РФ, в структуре строительства многоквартирного жилья по классам качества 44% приходится на экономкласс, 45% — комфорт-класс, 9% — бизнес-класс, 2% — элитная недвижимость. Сохраняется тенденция роста средней стоимости жилья на первичном рынке РФ.

Несмотря на присутствие положительных тенденций на рынке жилищного строительства, АКРА предупреждает о наличии потенциальных рисков для компаний отрасли, связанных с переходом на финансирование с использованием эскроу-счетов, в том числе из-за ожидаемого увеличения себестоимости строительства.

Отраслевой риск-профиль Компании характеризуется очень высоким уровнем риска.

¹ Данные ЦБ РФ.

Рисунок 1. Динамика объемов ввода жилья в России и темпов прироста реальных располагаемых доходов и реального ВВП



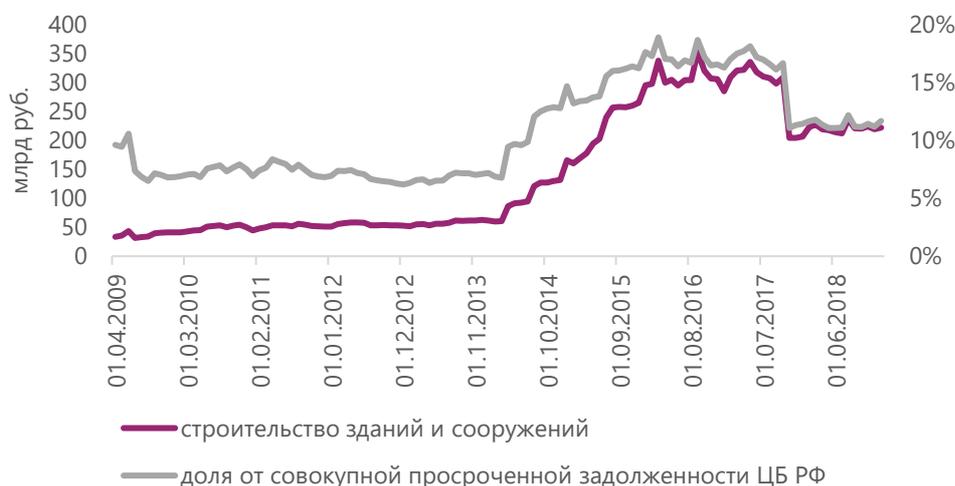
Источник: ЦБ РФ, АО «ДОМ.РФ»

Рисунок 2. Динамика инфляции и реальных располагаемых доходов населения



Источник: Росстат

Рисунок 3. Динамика просроченной задолженности компаний строительной отрасли



Источник: ЦБ РФ

Таблица 1. Распределение отраслей российской экономики по группам риска

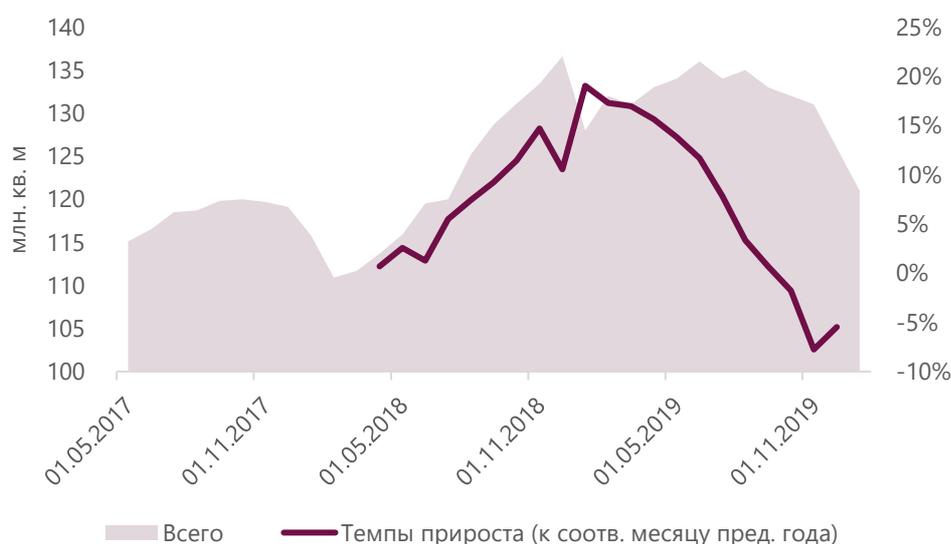
1 группа (вес 10%)	ЖКХ и электроэнергетика: сети	Транспорт: инфраструктура	Телекоммуникации
2 группа (вес 5%)	Нефтегазовая и химическая отрасли	Металлургия	Электроэнергетика: генерация
3 группа (вес 0%)	ВПК	Розничная торговля	Добыча полезных ископаемых (кроме нефти и газа)
	Транспорт: перевозчики	Машиностроение	Сельское хозяйство
	Пищевая промышленность	Здравоохранение	ИТ
4 группа (вес 15%)	Недвижимость	Лесная и деревообрабатывающая промышленность	Нефтесервисные компании
5 группа (вес 20%)	Инфраструктурное строительство	Жилищное строительство	Оптовая торговля

Источник: АКРА

Основные тенденции рынка жилищного строительства

Экономический эффект, связанный с борьбой с распространением коронавируса, может в краткосрочной перспективе оказать влияние на отрасль жилищного строительства, которое в настоящее время точно оценить не представляется возможным. Тем не менее Агентство ожидает, что этот эффект не приведет к существенному изменению долгосрочных тенденций.

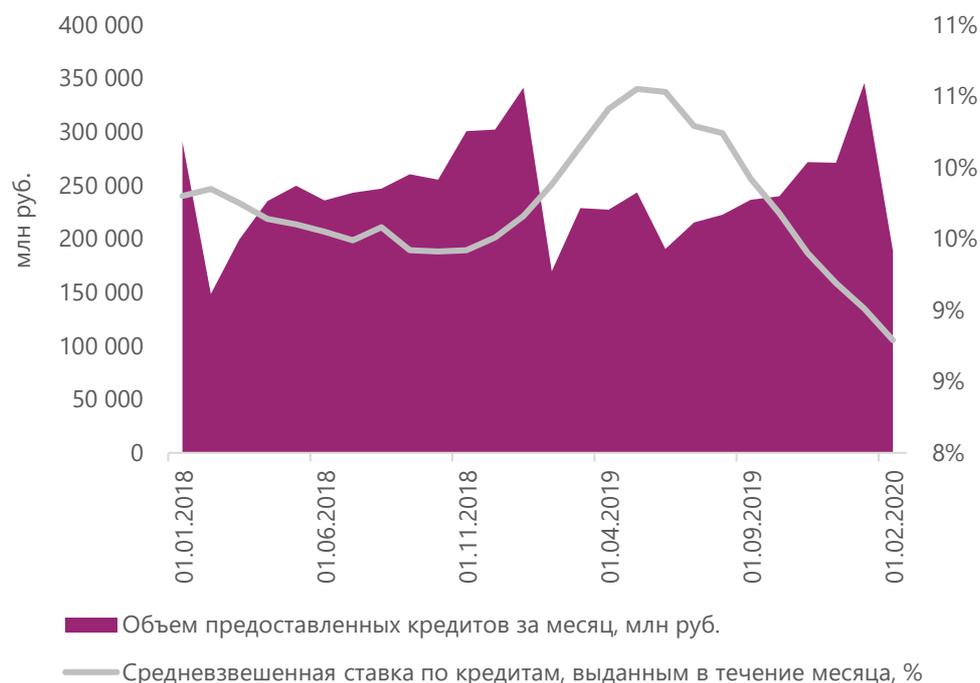
Рисунок 4. Динамика объема текущего строительства



Источник: Единый ресурс застройщиков, АО «ДОМ.РФ»

Рост объемов портфеля текущего строительства в первом полугодии 2019-го и снижение во втором полугодии 2019-го связаны со стремлением застройщиков успеть завершить проекты по старой схеме (без использования проектного финансирования). С учетом возникающего лага возврата средств от продажи ожидается сохранение тенденции к снижению текущего объема портфеля строительства как минимум в течение 2020 года.

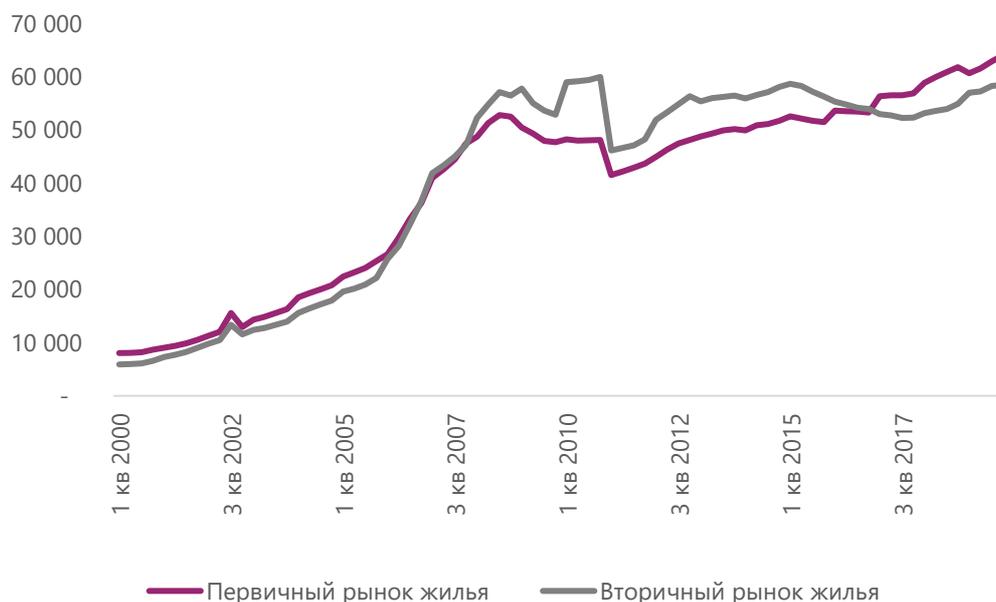
Рисунок 7. Динамика выданных ипотечных кредитов в рублях при изменении средневзвешенной ставки по кредитам



Источник: ЦБ РФ

Средние цены как на первичном, так и на вторичном рынках жилья России продолжают расти. В 2019 году рост цен производителей на строительную продукцию стал опережать рост цен на жилье, что создает дополнительные риски для застройщиков. Ускорению темпов роста цен на жилье на первичном рынке в 2018–2019 годах способствовали также переход на эскроу-счета, повышение НДС и снижение ипотечных ставок.

Рис. 8. Динамика средних цен на российском рынке жилой недвижимости, руб. за кв. м



Источник: Росстат

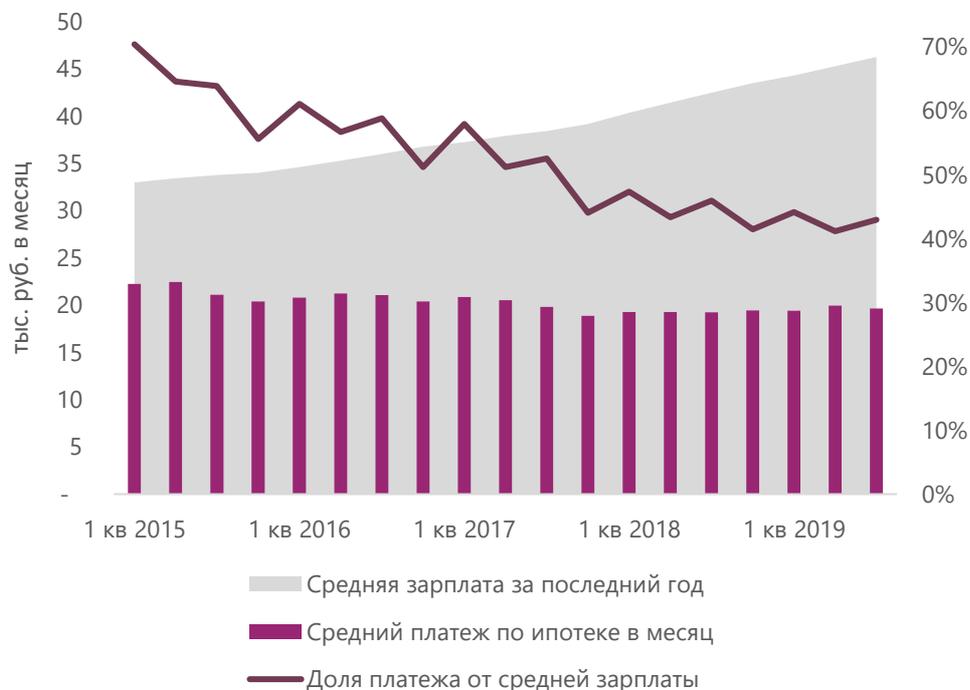
Рисунок 9. Динамика цен на первичном и вторичном рынках и цен производителей на строительную продукцию, год к году, на конец периода



Источник: Росстат, расчеты АКРА

Отношение ежемесячного платежа по ипотеке к заработной плате устойчиво снижается уже более десятилетия. При этом арендные ставки за последние годы не претерпели значительных изменений², что также оказывает поддержку спросу на жилую недвижимость и ипотечные кредиты.

Рисунок 10. Динамика изменения ипотечного платежа (для стандартной однокомнатной квартиры) и средней заработной платы



Источник: Домофонд, ЦБ РФ, расчеты АКРА

² Анализ среднего уровня ставок аренды однокомнатных квартир по России (см. рисунок 11).

Рисунок 11. Динамика арендной ставки в сравнении с изменениями средней ставки по жилищным кредитам, выданным в рублях



Источник: Домофонд, ЦБ РФ, расчеты АКРА (в среднем по России)

Основные тенденции на рынках жилищного строительства ключевых регионов Компании

Среди регионов деятельности Компании наиболее высокое отношение номинальной заработной платы к стоимости одного квадратного метра жилья на первичном рынке наблюдается в Тюменской области (1,44x по итогам 2019 года), наиболее низкое — в Свердловской и Московской областях (0,66x). При этом наиболее высокие темпы роста номинальной заработной платы в 2015–2019 годах были зафиксированы в Новосибирской области (+9,3% в год) против +6,3% в год в Московской, +5,9% в Свердловской и +5% в Тюменской областях.

На протяжении большей части рассматриваемого периода (2015–2019 годы) рост номинальных заработных плат опережал рост стоимости одного квадратного метра жилья на первичном рынке во всех рассматриваемых регионах.

Средние значения ежегодных темпов прироста вводимых жилых площадей в рассматриваемых регионах за последние пять лет были отрицательными (в диапазоне минус 3–4%), главным образом из-за существенного снижения объемов ввода в 2016–2017 годах. В 2019 году рынок стал восстанавливаться — во всех рассматриваемых регионах, кроме Московской области, темпы прироста ввода жилых площадей положительны, а в Тюменской и Свердловской областях роста объема ввода в 2019 году по отношению к предыдущему году составил около 15%.

В ближайшие годы вероятно повторное замедление темпов ввода в большинстве регионов из-за сокращения портфелей текущего строительства и сложностей с финансированием пополнения земельного банка вследствие возникшего лага освобождения оборотного капитала на фоне перехода на эскроу-счета. Поддержку объемам ввода окажет реализация программы реновации.

Рисунок 12. Динамика ввода жилья в разбивке по регионам деятельности Компании



Источник: АО «ДОМ.РФ»

Рисунок 13. Динамика основных показателей на рынке Тюменской области



Источник: АО «ДОМ.РФ», www.fedstat.ru

Рисунок 14. Динамика основных показателей на рынке Свердловской области



Источник: АО «ДОМ.РФ», www.fedstat.ru

Рисунок 15. Динамика основных показателей на рынке Новосибирской области



Источник: АО «ДОМ.РФ», www.fedstat.ru

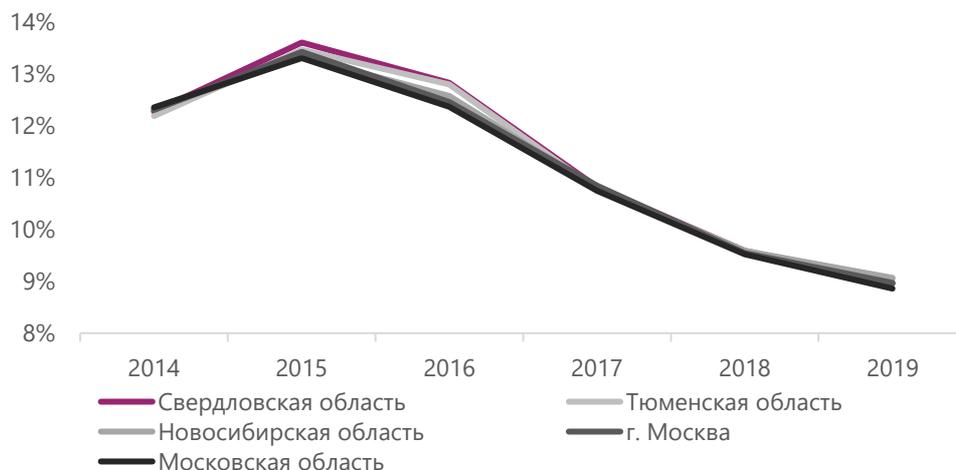
Рисунок 16. Динамика основных показателей на рынке Московской области



Источник: АО «ДОМ.РФ», www.fedstat.ru

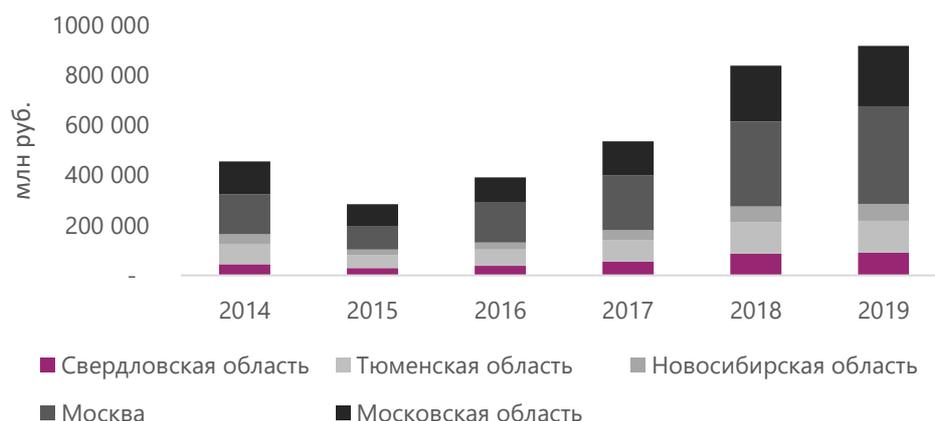
Динамика ипотечных ставок во всех регионах деятельности Компании обусловлена макроэкономической ситуацией в России, при этом уровень ставок по регионам различается незначительно. В 2019 году среди анализируемых регионов наиболее высокие ставки были в Тюменской и Новосибирской областях (9,07% и 9,06% соответственно), тогда как в оставшихся регионах деятельности Группы уровень средневзвешенной ставки опустился ниже 9%.

Рисунок 17. Динамика ипотечных ставок, средневзвешенная ставка по кредитам в рублях, выданным с начала года; данные на конец года



Источник: ЦБ РФ

Рисунок 18. Динамика объемов предоставленных ипотечных кредитов в разбивке по регионам деятельности Компании



Источник: ЦБ РФ, расчеты АКРА

Среди населенных пунктов в составе анализируемых регионов наиболее высокие арендные ставки наблюдаются в Екатеринбурге и Новосибирске.

Рисунок 19. Динамика ставок аренды в некоторых регионах присутствия Компании



Источник: ЦБ РФ, Росстат, Домофонд, расчеты АКРА

В последние годы доля платежа по ипотеке от среднемесячной зарплаты в разбивке по регионам деятельности Компании, как и в среднем по России, снижалась. Это было обусловлено рядом факторов, например увеличением среднего срока по кредиту с 14–15 до 18–19 лет с наиболее заметным изменением в Москве и Московской области. За анализируемый период (см. рисунок 20) наиболее ощутимое снижение платежа по ипотеке в абсолютных значениях отмечалось также в Московской области и Москве.

Рисунок 20. Динамика доли платежа по ипотеке от среднемесячной зарплаты по регионам (для стандартной однокомнатной квартиры)



Источник: ЦБ РФ, Домофонд, Росстат, расчеты АКРА

Операционный риск-профиль

Рыночная позиция и географическая диверсификация

Компания занимает заметное место на рынках Екатеринбурга, Тюмени и Сургута, а также Новосибирска (доли рынка по оценке на 2019 год — 6%, 10% и 6% соответственно). Доля на рынке московской области незначительна. За последние несколько лет конкурентное положение и динамика Компании на рынке регионов присутствия достаточно стабильны — колебания показателей главным образом связаны с особенностями учета объема ввода по годам.

Большая часть текущих проектов Компании приходится на Тюмень и Сургут, Новосибирск и Екатеринбург (около 35%, 21% и 26% соответственно).

Рисунок 21. Динамика доли рынка Компании в разбивке по регионам присутствия

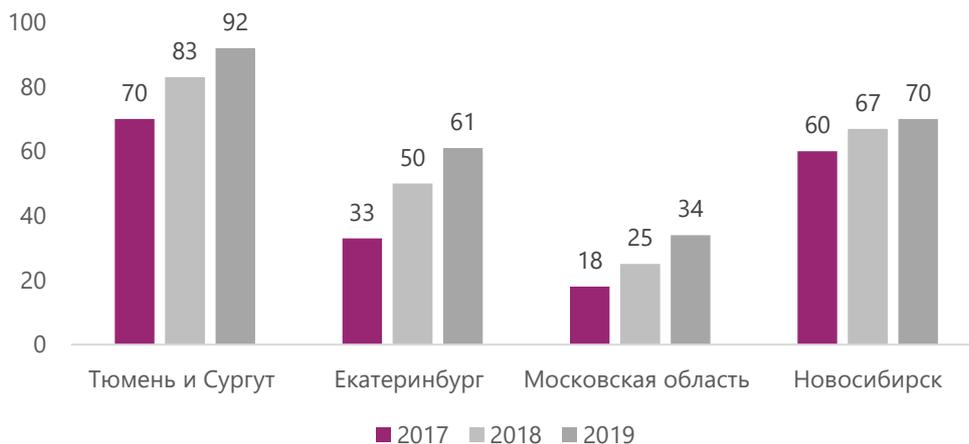


Источник: данные Компании

Рыночная позиция Компании оценивается как средняя.

Географическая диверсификация Компании оценивается как сильная.

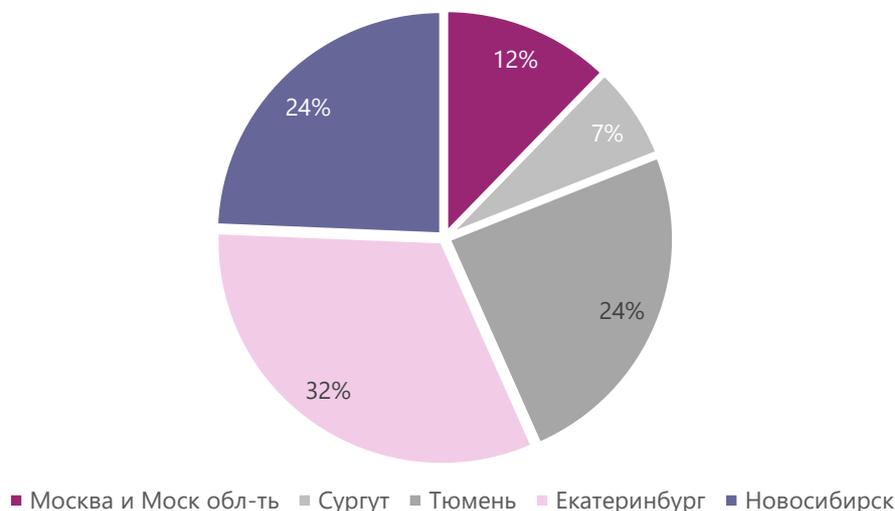
Рисунок 22. Динамика продаж Компании в разбивке по регионам, тыс. кв. м



Источник: Единый ресурс застройщиков, данные Компании

Регионы деятельности Компании характеризуются достаточно высокими показателями экономического развития³ и достаточно высокой емкостью рынка жилья (в связи с высокой численностью населения и наличием платежеспособного спроса). Одна из целей Компании на среднесрочную и долгосрочную перспективу — увеличение портфеля проектов в Москве и Московской области. Согласно методологии АКРА, географическая диверсификация Компании оценивается как сильная.

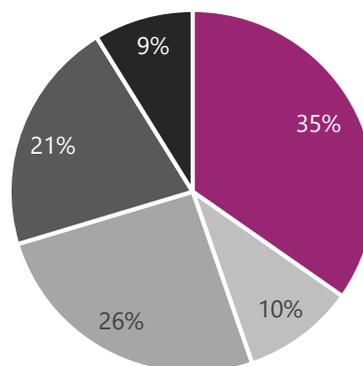
Рисунок 23. Объем продаж Компании в разбивке по регионам присутствия за 2020 год, в % от планируемых (по расчетам АКРА) объемов продаж в млн руб.



Источник: данные Компании

³ Рейтинги регионов деятельности Компании, присвоенные АКРА: [Свердловская область](#) (A+(RU), прогноз «Стабильный»), [Тюменская область](#) (AAA(RU), прогноз «Стабильный»), [Новосибирская область](#) (AA-(RU), прогноз «Стабильный»), [Московская область](#) (AA+(RU), прогноз «Стабильный»).

Рисунок 24. Текущий портфель строительства Компании в разбивке по регионам, в % от общей площади строительства в кв. м



■ Тюмень ■ Сургут ■ Екатеринбург ■ Новосибирск ■ Москва и Моск обл-ть

Источник: данные Компании

Бизнес-профиль

Очень высокая диверсификация проектов

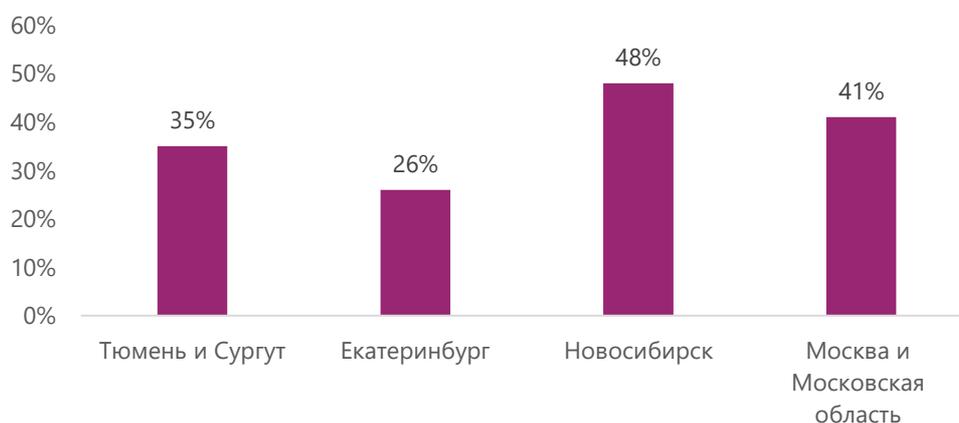
По состоянию на март 2020 года портфель проектов Брусники включал 48 проектов, находящихся на разных стадиях, что значительно превышает средние показатели по рынку и даже для лидеров отрасли. На крупнейший проект приходится менее 15% плановых продаж в ближайшие три года, что в совокупности с количеством проектов способствует большей стабильности финансовых показателей и, согласно методологии АКРА, предполагает максимальную оценку за фактор диверсификации проектов.

Большая часть проектов Компании относится к массовому сегменту, который Компания определила для себя целевым.

Минимальное отклонение от сроков ввода

На текущий момент разница между средней готовностью проектов Компании и средней распроданностью (отношение накопленных продаж к плановой выручке по текущему портфелю проектов) составляет менее 10%, что соответствует очень высокой оценке за обозначенный фактор согласно методологии АКРА.

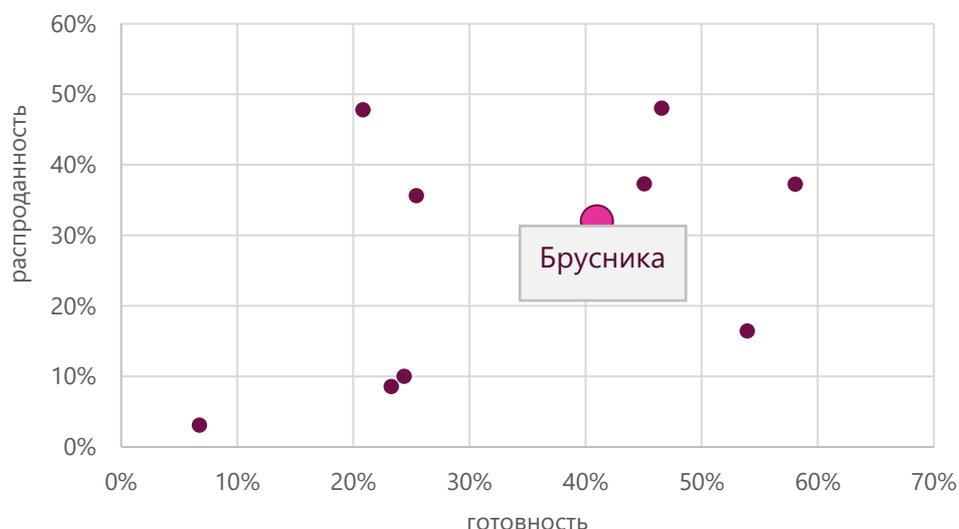
Рисунок 25. Средневзвешенная готовность (с учетом расходов на землю) проектов Компании



Источник: данные Компании, расчеты АКРА

Бизнес-профиль Компании оценивается как сильный.

Рисунок 26. Сопоставление готовности и распроданности по проектам ведущих компаний-застройщиков



Источник: Единый ресурс застройщиков, данные компаний, расчеты АКРА

В сравнении с ведущими компаниями отрасли Брусника демонстрирует крайне высокую дисциплину с точки зрения соблюдения сроков строительства.

Зависимость от материалов и субподряда

В рамках Группы самостоятельно осуществляется значительная часть архитектурных и проектировочных работ, что способствует оптимизации строительного процесса и уменьшению сроков строительства. Компании Группы выполняют функции генерального подрядчика, а также функции управляющей компании в построенных объектах жилой недвижимости. Технический надзор осуществляется через наблюдательный совет генерального подрядчика, в состав которого входят технические директора компаний технического заказчика. Большую часть строительных работ Компания отдает на субподряд. Собственного производства строительных материалов у Брусники не имеется. В планах Компании создание собственной мобильной фабрики по сборке некоторых конструкций для оптимизации процесса строительства (в ближайшие годы планируется запуск пилотного проекта в Новосибирске).

Корпоративное управление

Стратегия управления

Стратегия Компании хорошо формализована. АКРА оценивает реализацию стратегии Брусники как последовательную и успешную, что находит отражение как в росте операционных показателей Компании за последние годы, так и в постоянном улучшении качественных характеристик вводимых объектов, что обеспечивает Компании заметные конкурентные преимущества. В планах Компании рост рыночной доли в регионах ее деятельности и увеличение ежегодного объема продаж до 600 тысяч кв. м к 2030 году, в том числе с обеспечением значительного присутствия в Москве и Московской области. Компания последовательно реализует возможности цифровизации для оптимизации своих производственных процессов. Одной из ключевых стратегических целей является обеспечение высокой рентабельности проектов по сравнению со среднеотраслевым уровнем, что достигается за счет оптимизации себестоимости (в том числе посредством снижения материалоемкости), создания собственной производственной системы конвейерного типа (для ускорения сроков строительства и обеспечения

Уровень корпоративного управления Компании оценивается как высокий.

должного уровня качества), а также использования технологии BIM при проектировании (в целях минимизации ошибок и увеличения операционной эффективности). Оптимизация процессов ценообразования и продаж достигается за счет создания внутренней автоматизированной матрицы определения цен в зависимости от заданных параметров и индивидуальных характеристик объекта.

Одним из пунктов стратегии Брусники является улучшение практик коммуникации с клиентами. Компания предпринимает шаги для развития онлайн-продажи квартир, а также для снижения сроков, связанных с оформлением сделок. Компания предпринимает меры для диверсификации каналов продаж с увеличением доли собственных продаж. Входящая в структуру Группы компания «Брусника.Обмен» обеспечивает продажи новых квартир Брусники с использованием механизма трейд-ин (на текущий момент доля «Брусника.Обмен» в совокупном объеме продаж Компании составляет около 10%). Группа также активно развивает корпоративный канал продаж с использованием партнерской схемы с крупными компаниями-работодателями. На данный момент продажи Компании через каналы самостоятельной реализации составляют около 60%. Достигнутая доля продаж через собственные каналы способствовала росту независимости Компании от услуг агентов, в результате чего удалось добиться существенного снижения ставок комиссии брокеров.

Согласно имеющимся ковенантам, уровень чистого долга (по корпоративному долгу без учета проектного долга под эскроу-счета) Компании по отношению к EBITDA не должен превышать 3х, показатель EBITDA/процентные расходы должен быть на уровне не менее 3х.

Структура управления и структура Группы

Конечной контролирующей стороной для Группы является ее контролирующий бенефициар. Совет директоров Компании находится на стадии формирования. В 2010 году был создан коллегиальный орган на уровне менеджмента. В последующие годы был предпринят ряд мер для перехода от дробной структуры Группы к консолидации всех компаний на уровне единого юридического лица, что было обосновано с точки зрения достижения большей прозрачности и простоты управления, а также оптимизации налоговых выплат. Началась централизация функций генподряда, управляющих компаний и проектирования. При этом в дочерних компаниях создавались наблюдательные советы для поддержания баланса между интересами Группы и интересами отдельных компаний. В марте 2019 года была утверждена новая политика корпоративного управления, предусматривавшая последовательное формирование правления и совета директоров. В соответствии с этой политикой в декабре 2019 года было сформировано правление, которое в настоящее время выполняет часть функционала совета директоров, относящуюся к разработке стратегии.

Управление рисками и финансовая прозрачность

Политика управления рисками находится в процессе формирования и утверждения. По заявлениям Компании, в целях минимизации рисков, связанных с вопросами технического надзора и инжиниринга, в Компании создан собственный генеральный подрядчик. В Группе функционирует наблюдательный совет генерального подрядчика, в состав которого входят технические директора компаний технического заказчика. В рамках наблюдательного совета формируется единая сквозная цепочка управления сроками и качеством. В Компании действуют комитет по управлению проектами и управляющий комитет, в задачи которых входит контроль основных параметров производства, продаж и финансов. Финансовая прозрачность Компании оценивается как адекватная.

В качестве источника прогноза ряда показателей использовалось подготовленное АКРА уточнение прогноза развития экономики России до 2023 года [«Напряженность в мировой торговле может перерасти в экономический спад к концу 2019 года»](#) от 23 июля 2019 года.

Финансовый риск-профиль

Основные предпосылки прогнозирования финансовых показателей и принципы их учета в рейтинговой модели

Текущая модель Компании может быть подвергнута негативной корректировке в зависимости от серьезности и продолжительности текущих неблагоприятных процессов, связанных с общемировым экономическим спадом вследствие пандемии и дополнительно отягченных для российской экономики падением цен на энергоресурсы. Для оценки будущих финансовых показателей Агентство построило модель денежных потоков Компании на горизонте 2020–2022 годов. Предпосылки модели основывались как на определенных данных, предоставленных Компанией (в частности, на пообъектном финансовом плане), так и на ожидаемых Агентством динамике цен на недвижимость, материалы и строительные работы, а также динамике продаж и структуры себестоимости. В своих расчетах АКРА учитывало строящиеся объекты и объекты, планируемые к запуску согласно текущему финансовому плану Брусники. Для целей справедливого учета в рейтинговой модели фактических и прогнозных данных финансовые показатели усреднялись путем взвешивания. Наибольшие веса — по 30% — имели показатели 2019 и 2020 годов; показателям 2018 и 2021 годов были присвоены веса, равные 15%; на показатели 2017 и 2022 годов пришлось по 5%. При расчете коэффициентов ликвидности учитывались только прогнозные показатели 2020-го, 2021-го и 2022-го в соотношении 60%–30%–10% соответственно.

Размер и рентабельность

Размер Компании оценивается как средний.

Размер Компании оценивается как средний как по показателю FFO до чистых процентных платежей и налогов (6,9 млрд руб. по итогам 2018 года), так и по объему портфеля текущего строительства (770 тыс. кв. м по состоянию на март 2020 года). При условии выполнения заявленного Компанией плана продаж FFO до чистых процентных платежей и налогов может вырасти до 13 млрд руб. к 2022 году. Достижению очень высокой рентабельности способствует способность Компании контролировать затраты, в том числе за счет снижения материалоемкости. В 2018-м рентабельность Компании по FFO до чистых процентных платежей и налогов составила 26%. АКРА ожидает, что средний показатель рентабельности по FFO до чистых процентных платежей и налогов останется на текущем уровне с некоторыми отклонениями в отдельные годы.

Рентабельность Компании оценивается как очень высокая.

Рисунок 27. Сравнение валовой рентабельности Компании со средней валовой рентабельностью жилищного строительства в регионах присутствия (по данным управленческой отчетности)



Источник: РБК, данные Компании

Долговая нагрузка и обслуживание долга

Долговая нагрузка Компании оценивается как низкая.

При оценке долговой нагрузки Агентство корректирует общий долг на сумму долга, привлеченного в рамках проектного финансирования и полностью обеспеченного средствами, поступившими на эскроу-счета от покупателей. Показатели покрытия корректируются на процентные платежи по проектному долгу ввиду того, что выплата процентов по такому долгу приурочена к раскрытию эскроу-счетов, в связи с чем проценты по проектному долгу не учитываются в показателях покрытия, но учитываются в составе погашения долга при расчете показателей ликвидности.

Покрытие процентных платежей Компании оценивается как очень высокое.

Отношение чистого долга к FFO до чистых процентных платежей по итогам 2018 года составило 0,08х, средневзвешенное за период с 2017 по 2022 год отношение чистого долга к FFO до чистых процентных платежей оценивается на уровне 0,18х. Скорректированный на процентные платежи по проектному долгу средневзвешенный показатель FFO до чистых процентных платежей / чистые процентные платежи за период с 2017 по 2022 год оценивается на уровне 8,8х. Качественная оценка долговой нагрузки находится на среднем уровне в связи с выраженной зависимостью от ключевого кредитора — ПАО Сбербанк (на момент проведения оценки).

Ликвидность

Ликвидность Компании оценивается ниже среднего уровня.

Оценка ликвидности Компании ниже средней является результатом низкой качественной оценки ликвидности вследствие сильно выраженной зависимости Компании от единственного кредитора, а также средней оценки текущей ликвидности, отражающей планируемое увеличение земельного банка.

Денежный поток

Денежный поток Компании оценивается как сильный.

На денежный поток Брусники, как и большинства других крупных девелоперских компаний, значительное влияние оказывает переход на схему финансирования с использованием эскроу-счетов. При вычислении показателей денежного потока для рейтинговой оценки АКРА корректирует показатель свободного денежного потока Компании на сумму строительных расходов объектов с использованием эскроу-счетов, поскольку при новой схеме финансирования расходы на строительство покрываются банковским кредитованием.

При прогнозировании денежного потока Агентство опиралось на запланированные Компанией темпы продаж и строительства, а также на свой прогноз темпов роста цен на строительные работы и материалы. У Агентства нет оснований полагать, что планы продаж и расходов на строительство будут существенно пересмотрены.

В 2017–2018 годах показатель рентабельности по FCF находился на уровне 6–8%. В связи с ростом оборотного капитала в результате перехода на схему финансирования под эскроу-счета, а также в результате планов пополнения земельного банка, ожидается переход рентабельности по FCF в отрицательную зону в 2019–2020 годах. В дальнейшем, по мере раскрытия эскроу-счетов, рентабельность по FCF вернется к положительным значениям.

Поддержка

Группа

Брусника не является частью идентифицируемой группы по методологии АКРА, при этом Агентство не располагает информацией о других бизнесах акционеров, способных негативно повлиять на кредитоспособность Компании.

Государство

Компания не является организацией с влиянием государства по методологии АКРА.

Компоненты рейтинга

Оценка собственной кредитоспособности (ОСК): bbb+.

Корректировки: отсутствуют.

Рейтинги выпусков

Ключевые характеристики выпуска

Заемщик	ООО «Брусника. Строительство и девелопмент»
Кредитный рейтинг эмитента	BBB+(RU), прогноз «Стабильный»
Фактический эмитент	ООО «Брусника. Строительство и девелопмент»
Тип ценной бумаги	Биржевые облигации бездокументарные процентные неконвертируемые с обязательным централизованным учетом прав серии 001P-01
Объем эмиссии	4 млрд руб.
ISIN / Регистрационный номер	RU000A101HU5 / 4B02-01-00492-R-001P
Дата начала размещения	12.03.2020
Дата погашения	09.03.2023

Обоснование кредитного рейтинга. Эмиссия является старшим необеспеченным долгом Компании. По причине отсутствия структурной и контрактной субординации выпуска АКРА оценивает эти облигации как равные по очередности исполнения другим существующим и будущим необеспеченным и несубординированным обязательствам Компании. В соответствии с методологией АКРА, уровень возмещения по необеспеченному долгу относится к I категории, в связи с чем кредитный рейтинг выпуска приравнивается к кредитному рейтингу Компании — BBB+(RU).

Рейтинговая история

03.03.2020 — BBB+(RU), прогноз «Стабильный».

Ключевые допущения

- соблюдение запланированных сроков строительства и продаж;
- в расчетах АКРА были учтены строящиеся объекты и объекты, планируемые к вводу в эксплуатацию согласно текущей строительной программе Компании.

Регуляторное раскрытие

Кредитный рейтинг ООО «Брусника. Строительство и девелопмент» и выпуска облигаций ООО «Брусника. Строительство и девелопмент» (RU000A101HU5) были присвоены по национальной шкале для Российской Федерации на основе [Методологии присвоения кредитных рейтингов нефинансовым компаниям по национальной шкале для Российской Федерации](#), а также [Основных понятий, используемых Аналитическим Кредитным Рейтинговым Агентством в рейтинговой деятельности](#). При присвоении кредитного рейтинга указанному выпуску также использовалась [Методология присвоения кредитных рейтингов отдельным выпускам финансовых инструментов по национальной шкале для Российской Федерации](#).

Кредитный рейтинг ООО «Брусника. Строительство и девелопмент» и кредитный рейтинг выпуска облигаций ООО «Брусника. Строительство и девелопмент» (RU000A101HU5) были опубликованы впервые 03.03.2020 и 12.03.2020 соответственно. Пересмотр кредитного рейтинга и прогноза по кредитному рейтингу ООО «Брусника. Строительство и девелопмент» и кредитного рейтинга выпуска облигаций ООО «Брусника. Строительство и девелопмент» (RU000A101HU5) ожидается в течение одного года с даты опубликования пресс-релизов по присвоению кредитных рейтингов

Кредитные рейтинги были присвоены на основании данных, предоставленных ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», информации из открытых

источников, а также баз данных АКРА. Кредитные рейтинги являются запрошенными, ООО «Брусника. Строительство и девелопмент» принимало участие в процессе их присвоения.

Факты существенного отклонения информации от данных, зафиксированных в официально опубликованной финансовой отчетности ООО «Брусника. Строительство и девелопмент», не выявлены.

АКРА не оказывало ООО «Брусника. Строительство и девелопмент» дополнительных услуг. Конфликты интересов в рамках процесса присвоения кредитного рейтинга выявлены не были.

Приложение 1. Сравнительный анализ

Для проведения сравнительного анализа использовались другие компании сектора жилищного строительства. Из всей группы рассматриваемых компаний ПАО «ГК «Самолет», ООО «Группа Компаний ФСК» и ООО «Сэтл Групп» характеризуются более высокими оценками операционного риск-профиля, что обусловлено в первую очередь более высокими оценками рыночной позиции. Из всех рассматриваемых компаний только у одной из них бизнес-профиль оценивается на более высоком уровне, чем у Брусники. Помимо Брусники, высокий уровень корпоративного управления демонстрирует ПАО «ГК «Самолет». Что касается географической диверсификации, две компании из группы получили более низкие оценки по этому фактору, чем Брусника, у двух компаний оценки за географическую диверсификацию находятся на более высоком уровне.

Анализ финансовых показателей указывает на то, что Брусника отличается от сопоставимых компаний отрасли очень высокой рентабельностью. Брусника, как и еще две из рассматриваемых компаний, характеризуется очень высоким покрытием платежей по обслуживанию долга. При этом ликвидность Брусники оценивается ниже среднего уровня вследствие негативного влияния зависимости от одного кредитора на качественную оценку ликвидности. Среди приведенных сопоставимых компаний только у ООО «Сэтл Групп» долговая нагрузка находится на очень низком уровне в сравнении с низкой долговой нагрузкой у Брусники (что также связано с негативным влиянием зависимости от одного кредитора на качественную оценку долговой нагрузки Компании). Из рассматриваемых компаний сектора жилищного строительства более сильной оценкой денежного потока характеризуется только одна компания. Из рассматриваемого АКРА портфеля компаний-застройщиков только ООО «Сэтл Групп» относится к компаниям крупного размера, три из компаний имеют малый размер, а оставшиеся три, в том числе Брусника, имеют умеренную оценку по данному фактору.

Таблица 1. Сравнение с сопоставимыми компаниями

Компоненты кредитного рейтинга	Компоненты						
	Брусника	Самолет	PKC-Девелопмент	Кортрос	Джи-групп	Группа Компаний ФСК	Сэтл Групп
Отраслевой риск-профиль	Очень высокий риск						
Операционный риск-профиль	a+	aa	bbb-	bbb+	a+	aa	aa-
Рыночная позиция	Средняя	Сильная	Слабая	Средняя	Сильная	Сильная	Сильная
Бизнес-профиль	Сильный	Сильный	Средний	Средний	Сильный	Очень сильный	Сильный
Географическая диверсификация	Сильная	Сильная	Средняя	Очень сильная	Слабая	Очень сильная	Сильная
Корпоративное управление	Высокий уровень	Высокий уровень	Средний уровень				
Финансовый риск-профиль	a+	a	bbb-	bbb	bbb+	bbb+	aa
Размер	Средний	Средний	Малый	Малый	Малый	Средний	Крупный
Рентабельность	Очень высокая	Высокая	Высокая	Высокая	Высокая	Средняя	Высокая
Долговая нагрузка	Низкая	Низкая	Средняя	Средняя	Низкая	Низкая	Очень низкая
Обслуживание долга	Очень высокое покрытие	Высокое покрытие	Низкое покрытие	Низкое покрытие	Среднее покрытие	Очень высокое покрытие	Очень высокое покрытие
Ликвидность	Ниже средней	Сильная	Сильная	Сильная	Сильная	Средняя	Сильная
Денежный поток	Сильный	Слабый	Сильный	Очень сильный	Средний уровень	Очень слабый	Средний уровень
ОСК	bbb+	bbb+	bb-	bb+	bbb	bbb+	a-
Поддержка	0	0	0	1	0	0	0
Кредитный рейтинг	BBB+(RU)	BBB+(RU)	BB-(RU)	BBB-(RU)	BBB(RU)	BBB+(RU)	A-(RU)

Приложение 2. Фактические финансовые и расчетные показатели

	2017	2018	2019
Продажи и рентабельность, млн руб.			
Выручка	22 692	26 919	19 335
<i>динамика</i>		19%	-28%
Валовая прибыль	8 236	10 378	6 061
<i>рентабельность</i>	36%	39%	31%
Скорр. FFO до чистых процентных платежей и налогов	6 802	6 951	3 894
<i>рентабельность</i>	30%	26%	20%
Чистая прибыль	2 882	4 952	1 979
<i>рентабельность</i>	13%	18%	10%
Баланс, млн руб.			
Общий долг	3 217	2 290	6 059
Корпоративный долг			1 634
Проектный долг			4 425
Капитал	1 156	6 142	7 742
Денежные потоки, млн руб.			
Скорр. FCF	1 386	2 190	-
<i>рентабельность</i>	6%	8%	-9%
FFO	5 840	6 165	3 101
Долговая нагрузка и ликвидность			
Корп. долг / FFO до чистых процентных платежей	0,5	0,3	0,5
FFO до чистых процентных платежей / скорр. процентные платежи	9,5	18,1	9,9

Источник: данные Компании, расчеты АКРА

(С) 2020

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (Акционерное общество), АКРА (АО)
Москва, Садовническая набережная, д. 75
www.acra-ratings.ru

Аналитическое Кредитное Рейтинговое Агентство (АКРА) создано в 2015 году. Акционерами АКРА являются 27 крупнейших компаний России, представляющие финансовый и корпоративный сектора, а уставный капитал составляет более 3 млрд руб. Основная задача АКРА — предоставление качественного рейтингового продукта пользователям российского рейтингового рынка. Методологии и внутренние документы АКРА разрабатываются в соответствии с требованиями российского законодательства и с учетом лучших мировых практик в рейтинговой деятельности.

Представленная информация, включая, помимо прочего, кредитные и некредитные рейтинги, факторы рейтинговой оценки, подробные результаты кредитного анализа, методологии, модели, прогнозы, аналитические обзоры и материалы и иную информацию, размещенную на сайте АКРА (далее — Информация), а также программное обеспечение сайта и иные приложения, предназначены для использования исключительно в ознакомительных целях. Настоящая Информация не может модифицироваться, воспроизводиться, распространяться любым способом и в любой форме ни полностью, ни частично в рекламных материалах, в рамках мероприятий по связям с общественностью, в сводках новостей, в коммерческих материалах или отчетах без предварительного письменного согласия со стороны АКРА и ссылки на источник. Использование Информации в нарушение указанных требований и в незаконных целях запрещено.

Кредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА относительно способности рейтингуемого лица исполнять принятые на себя финансовые обязательства или относительно кредитного риска отдельных финансовых обязательств и инструментов рейтингуемого лица на момент опубликования соответствующей Информации.

Некредитные рейтинги АКРА отражают мнение АКРА о некоторых некредитных рисках, принимаемых на себя заинтересованными лицами при взаимодействии с рейтингуемым лицом.

Присваиваемые кредитные и некредитные рейтинги отражают всю относящуюся к рейтингуемому лицу и находящуюся в распоряжении АКРА существенную информацию (включая информацию, полученную от третьих лиц), качество и достоверность которой АКРА сочло надлежащими. АКРА не несет ответственности за достоверность информации, предоставленной клиентами или связанными третьими сторонами. АКРА не осуществляет аудита или иной проверки представленных данных и не несет ответственности за их точность и полноту. АКРА проводит рейтинговый анализ представленной клиентами информации с использованием собственных методологий. Тексты утвержденных методологий доступны на сайте АКРА по адресу: www.acra-ratings.ru/criteria.

Единственным источником, отражающим актуальную Информацию, в том числе о кредитных и некредитных рейтингах, присваиваемых АКРА, является официальный интернет-сайт АКРА — www.acra-ratings.ru. Информация представляется на условии «как есть».

Информация должна рассматриваться пользователями исключительно как мнение АКРА и не является советом, рекомендацией, предложением покупать, держать или продавать ценные бумаги или любые финансовые инструменты, офертой или рекламой.

АКРА, его работники, а также аффилированные с АКРА лица (далее — Стороны АКРА) не предоставляют никакой выраженной в какой-либо форме или каким-либо образом непосредственной или подразумеваемой гарантии в отношении точности, своевременности, полноты или пригодности Информации для принятия инвестиционных или каких-либо иных решений. АКРА не выполняет функции фидуциария, аудитора, инвестиционного или финансового консультанта. Информация должна расцениваться исключительно как один из факторов, влияющих на инвестиционное или иное бизнес-решение, принимаемое любым лицом, использующим ее. Каждому из таких лиц необходимо провести собственное исследование и дать собственную оценку участнику финансового рынка, а также эмитенту и его долговым обязательствам, которые могут рассматриваться в качестве объекта покупки, продажи или владения. Пользователи Информации должны принимать решения самостоятельно, привлекая собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым.

Стороны АКРА не несут ответственности за любые действия, совершенные пользователями на основе данной Информации. Стороны АКРА ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за любые прямые, косвенные или случайные убытки и издержки, возникшие у пользователей в связи с интерпретациями, выводами, рекомендациями и иными действиями третьих лиц, прямо или косвенно связанными с такой информацией.

Информация, предоставляемая АКРА, актуальна на дату подготовки и опубликования материалов и может изменяться АКРА в дальнейшем. АКРА не обязано обновлять, изменять, дополнять Информацию или уведомлять кого-либо об этом, если это не было зафиксировано отдельно в письменном соглашении или не требуется в соответствии с законодательством Российской Федерации.

АКРА не оказывает консультационных услуг. АКРА может оказывать дополнительные услуги, если это не создает конфликта интересов с рейтинговой деятельностью.

АКРА и его работники предпринимают все разумные меры для защиты всей имеющейся в их распоряжении конфиденциальной и/или иной существенной непубличной информации от мошеннических действий, кражи, неправомерного использования или непреднамеренного раскрытия. АКРА обеспечивает защиту конфиденциальной информации, полученной в процессе деятельности, в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.