



30 марта 2021 г.

# Брусника

## АНАЛИТИЧЕСКИЙ ОБЗОР

Аналитик: Юрий Кравченко  
ukravchenko@veles-capital.ru

## Новый выпуск по вкусной цене

ООО «Брусника. Строительство и девелопмент» (А- от АКРА; ВВВ+ от Эксперт РА) планирует 1 апреля открыть книгу заявок на размещение облигаций объемом 6 млрд руб.

### Основная деятельность, структура и рыночные позиции компании

Девелоперская компания Брусника была основана в 2004 году. Специализацией компании является производство и строительство жилых многоэтажных домов, а также комплексное развитие городских территорий. Осуществляет основную деятельность в пяти крупных городах: Екатеринбурге (штаб-квартира), Новосибирске, Тюмени, Сургуте, Кургане и Московской области (в г. Видное). По данным агентства Эксперт РА, компания занимает лидирующие позиции в большинстве регионов присутствия и входит в топ-5 крупнейших застройщиков. Компания первой среди российских девелоперов приступила к реализации проектов с помощью эскроу-счетов. Включена в перечень системообразующих предприятий РФ.

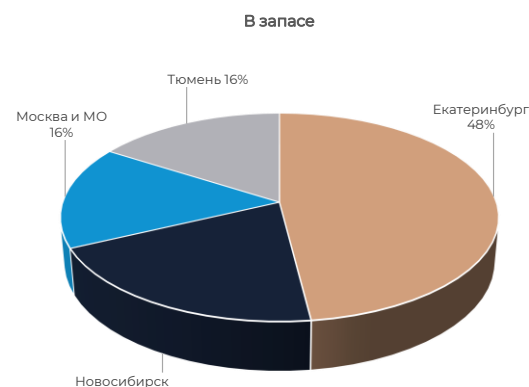
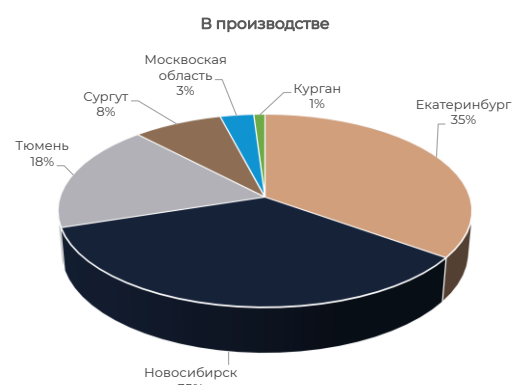
В группу компаний Брусника входит холдинговая компания «Брусника. Строительство и девелопмент», генеральный подрядчик «Брусника. Организатор строительства», застройщики «Кандинский Хаус» и «МПФ «Золотые ключи», а также компания «Брусника. Специализированный застройщик», осуществляющая управление компаниями группы, и строительное подразделение «Брусника. Конвейер производства», занимающееся выполнением крупных пакетов работ.

Бруснике присвоены кредитные рейтинги на уровне А-(RU) и ruBBB+ со стабильными прогнозами от АКРА и Эксперт РА соответственно.

На сегодняшний день компанией введено в эксплуатацию более 2 млн кв. м, в стадии строительства находится еще свыше 900 тыс. кв. м. Портфель компании отличается хорошей диверсификацией, исключая сильную зависимость денежного потока от одного или нескольких крупных проектов. Ежегодный объем продаж компании превышает 400 тыс. кв. м. Одной из главных стратегических задач компании является укрепление позиций на рынке московского региона. В частности, уже были приобретены и частично реализованы проекты в г. Видное Московской области, а на очереди находятся сделки в самой Москве. Долгосрочной стратегией компании предусматривается увеличение рыночной доли в регионах ее деятельности, а также наращивание ежегодного объема продаж до 600 тыс. кв. м.

Конечным бенефициаром группы компаний Брусника в отчетности по МСФО указывается ее директор Алексей Круковский.

### Земельный банк компании Брусника



Источник: данные Компании; оценка: Велес Капитал

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Подробнее



### Повышение кредитного рейтинга

В начале марта текущего года кредитный рейтинг Брусники от АКРА был повышен на одну ступень – до уровня A-(RU). Повышение рейтинга было обусловлено улучшением агентством своих оценок долговой нагрузки и ликвидности компании, диверсификацией структуры основных кредиторов и расширением рыночных позиций в связи с выходом Брусники на рынок Москвы и Московской области. В целом среди факторов, поддерживающих кредитный рейтинг, агентство выделяет сильный бизнес-профиль компании, очень сильную географическую диверсификацию, очень высокие рентабельность и показатель обслуживания долга, а также очень низкую долговую нагрузку и сильную ликвидность.

Отметим, что в целом текущий рейтинг компании ограничен лишь отраслевыми рисками сферы деятельности эмитента. Стоит добавить, что, отмечая сильный бизнес-профиль компании, агентство выделяло диверсифицированные каналы продаж и активно развивающуюся систему онлайн-продаж. Указанные факторы, на наш взгляд, стали важным конкурентным преимуществом компании в пандемийный период.

### Рост операционной эффективности

Компания демонстрирует стабильный рост выручки. По итогам 2020 г. выручка составила 24,4 млрд руб., увеличившись более чем на четверть по сравнению с 2019 г. По итогам 2021 г. Брусника ожидает увеличения выручки еще почти на треть, а в 2023 г. – более чем вдвое (до 55,5 млрд руб.). Рентабельность по EBITDA (EBITDA margin) в 2020 и 2021 гг. составляла 20% и к концу 2023 г. компания планирует вывести показатель на уровень 23%.

Брусника первой среди российских девелоперов перешла к реализации проектов с помощью эскроу-счетов, поэтому в 2019-2020 гг. наблюдался отрицательный операционный денежный поток. Тем не менее уже в 2021 г. компания ожидает выхода показателя в положительную зону, по итогам 2022 г. – роста объема свободного денежного потока до 3,0 млрд руб., а в 2023 г. – до 10 млрд руб.

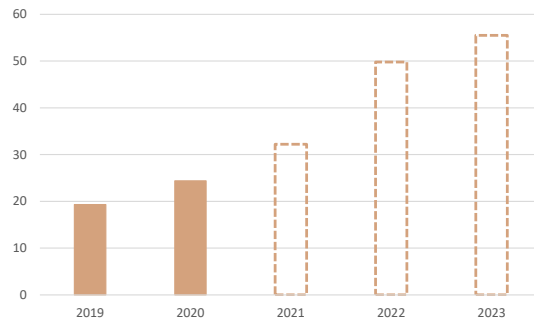
### Комфортная долговая нагрузка

Отношение чистого долга к EBITDA по итогам 2020 г. составило 0,91x, а отношение EBITDA к процентным расходам компании по итогам 2020 г. составило 5,9x. В числе ключевых кредиторов Брусники выступает Сбербанк. В частности, в конце августа 2020 г. банком было предоставлено финансирование общим объемом 6 млрд руб. на строительство жилых домов в Тюмени и Екатеринбурге (общей площадью 110 тыс. кв. м). В апреле 2020 г. сообщалось о предоставлении компании займа на 8 млрд руб. институтом развития ДОМ.РФ для строительства микрорайона в Новосибирске. В то же время в 2020 г. компания существенно сократила зависимость от основного кредитора в лице Сбербанка, доля которого в общекорпоративном долге уменьшилась до 21% (по данным АКРА).

В среднесрочной перспективе компания планирует расширять свой земельный банк, в том числе путем привлечения финансирования на публичном рынке. В связи с этим можно ожидать некоторого усиления долговой нагрузки эмитента, однако в целом она останется вполне комфортной.

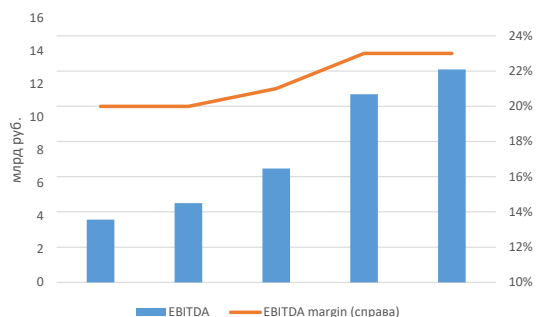
Целью привлечения нового займа в объеме 6 млрд руб. являются пополнение земельного банка и инвестиции в текущие проекты, а также рефинансирование текущих обязательств.

Выручка с прогнозом, млрд руб.



Источник: данные Компании; оценка: Велес Капитал

Рентабельность по EBITDA



Источник: данные Компании; оценка: Велес Капитал



## Позиционирование займа

Ориентир ставки купона по выпуску компании Брусника составляет 9,70-9,90% годовых, периодичность выплаты купона – 91 день. Срок обращения облигаций составит 3 года. Текущий ориентир купона по займу предполагает доходность на уровне 10,06-10,27% годовых. По выпуску предусмотрен ковенантный пакет.

На сегодняшний день в обращении у эмитента находится один выпуск (1P01) на 4 млрд руб., размещенный в марте 2020 г. При модифицированной дюрации около 1,3 года выпуск торгуется с доходностью 9,7% годовых, что предполагает премию к G-кривой на уровне чуть ниже 440 бп. Данному значению соответствует верхняя граница объявленных ориентиров по новому выпуску 1P02.

В то же время даже по нижней границе новый выпуск предлагает интересную премию к облигациям других эмитентов соответствующей отраслевой специализации (строительство и недвижимость). Так, по нашим подсчетам, нижний ориентир доходности по новому выпуску Брусники 1P02 предлагает около 60 бп премии к кривой доходности наиболее ликвидных выпусков эмитентов сегмента строительства и недвижимости. В том числе нижний ориентир по облигациям Брусники предполагает премию более чем в 180 бп к кривой доходности ликвидных займов в сегменте строительства и недвижимости с аналогичным кредитным рейтингом A-(RU)/ruA- (ГК «Самолет», компании «Бизнес-Недвижимость» и «Сэтл Групп»).

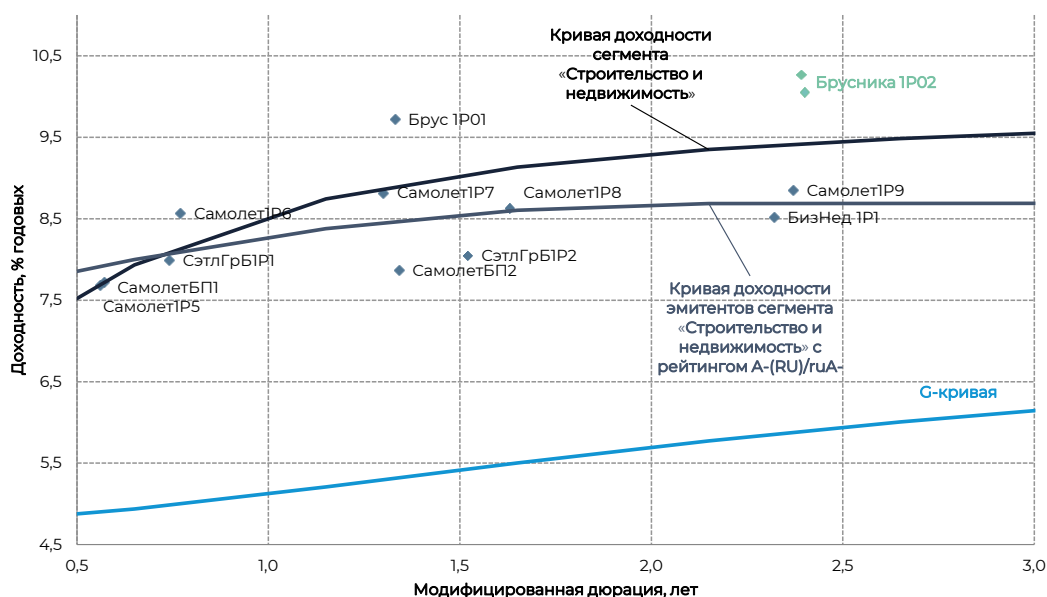
По масштабу бизнеса Брусника заметно уступает крупнейшим застройщикам в лице холдинга «Сэтл Групп» и ГК «Самолет»: оба эмитента в топ-5 ранкинга крупнейших застройщиков ЕРЗ по объему текущего строительства против 23-го места Брусники на 01.03.2021. Однако данный фактор, на наш взгляд, полностью нивелируется низкой долговой нагрузкой и географической диверсификацией бизнеса Брусники в купе с перспективами увеличения ее доли на рынке Москвы и Московской области. В частности, бизнес компаний «Сэтл Групп» и «Самолет» сконцентрирован преимущественно в Северо-Западном регионе и Московской области (а также Новой Москве) соответственно. В свою очередь, Брусника, с одной стороны, будет постепенно наращивать долю присутствия в московском регионе, с другой – сохранит лидерские позиции в «домашних» регионах присутствия. При этом сильные позиции застройщика за пределами московского региона позволят продолжать зарабатывать на госпрограмме льготной ипотеки после ее вероятного сворачивания в Москве и Санкт-Петербурге с середины текущего года.

### Параметры выпуска

Эмитент	ООО «Брусника. Строительство и девелопмент»
Текущие кредитные рейтинги	A-(RU) от АКРА; ruBBB+ от Эксперт РА
Серия выпуска	001P-02
Объем	6 млрд руб.
Срок до погашения	3 года
Купонный период	91 день
Ориентир ставки купона	9,70-9,90%
YTW	10,06-10,27%
Финансовые ковенанты по выпуску	Чистый долг / EBITDA не выше 3,0x

Источник: данные биржи; оценка: Велес Капитал

### Карта рынка





## Раскрытие информации

### Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Информация, представленная в настоящем отчете, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям (ожиданиям). Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является Вашей задачей. ООО «ИК ВЕЛЕС Капитал» не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения.

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика (ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный Аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК

«Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика (ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не должен рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2021 г.

### Принцип определения рекомендаций

Инвестиционные рекомендации выносятся исходя из оценки доходностей акций компаний. Основу при расчете ожидаемой стоимости компании составляет оценка по методу дисконтированных денежных потоков (DCF). В некоторых оценках применяется оценка по методу сравнительных коэффициентов, а также смешанная оценка (методу DCF и по методу сравнительных коэффициентов). Все рекомендации выставляются исходя из определенной нами справедливой стоимости акций в последующие 12 месяцев.

В настоящее время инвестиционная шкала ИК «Велес Капитал» представлена следующим образом:

**ПОКУПАТЬ** — соответствует потенциалу роста акций в последующие 12 месяцев более 10%.

**ДЕРЖАТЬ** — соответствует потенциалу роста (снижения) акций в последующие 12 месяцев от -10% до 10%.

**ПРОДАВАТЬ** — соответствует потенциалу снижения акций в последующие 12 месяцев более 10%.

В некоторых случаях возможны отклонения от указанных выше диапазонов оценки, исходя из которых устанавливаются рекомендации, что связано с высокой волатильностью некоторых бумаг в частности и рынка в целом, а также с индивидуальными характеристиками того или иного эмитента.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в аналитический департамент ИК «Велес Капитал».



## Департамент активных операций

## Аналитический департамент

**Евгений Шиленков**  
Директор департамента  
[EShilenkov@veles-capital.ru](mailto:EShilenkov@veles-capital.ru)

**Екатерина Писаренко**  
Начальник управления по работе с облигациями  
[EPisarenko@veles-capital.ru](mailto:EPisarenko@veles-capital.ru)

**Оксана Теличко**  
Начальник управления по работе с долговыми  
обязательствами  
[OSolonchenko@veles-capital.ru](mailto:OSolonchenko@veles-capital.ru)

**Юлия Дубинина**  
Заместитель начальника управления по работе с долговыми  
обязательствами  
[YShabalina@veles-capital.ru](mailto:YShabalina@veles-capital.ru)

**Антон Павлючук**  
Начальник отдела по работе с облигациями  
[APavlyuchuk@veles-capital.ru](mailto:APavlyuchuk@veles-capital.ru)

**Михаил Мамонов**  
Специалист по работе с облигациями  
[MMamonov@veles-capital.ru](mailto:MMamonov@veles-capital.ru)

**Олег Вязовецков**  
Специалист по работе с облигациями  
[OVyazovetskov@veles-capital.ru](mailto:OVyazovetskov@veles-capital.ru)

**Мурад Султанов**  
Специалист по работе с еврооблигациями  
[MSultanov@veles-capital.ru](mailto:MSultanov@veles-capital.ru)

**Тарас Ковальчук**  
Специалист по работе с еврооблигациями  
[TKovalchuk@veles-capital.ru](mailto:TKovalchuk@veles-capital.ru)

**Сергей Юньков**  
Специалист по работе с векселями  
[SYunkov@veles-capital.ru](mailto:SYunkov@veles-capital.ru)

**Иван Манаенко**  
Директор департамента  
[IManaenko@veles-capital.ru](mailto:IManaenko@veles-capital.ru)

**Юрий Кравченко**  
Банковский сектор, Денежный рынок  
[YKravchenko@veles-capital.ru](mailto:YKravchenko@veles-capital.ru)

**Артем Михайлин**  
Телекоммуникации и IT  
[AMykhailin@veles-capital.ru](mailto:AMykhailin@veles-capital.ru)

**Василий Сучков**  
Глобальные рынки  
[VSuchkov@veles-capital.ru](mailto:VSuchkov@veles-capital.ru)

**Игорь Евсин**  
Транспорт  
[IEvsin@veles-capital.ru](mailto:IEvsin@veles-capital.ru)

Россия, Москва, 123610,  
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18  
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989

[www.veles-capital.ru](http://www.veles-capital.ru)