+7 (495) 150 08 90
info@ivolgacap.com
ivolgacap.ru
г. Москва, Пресненская набережная, д. 12,
Башня Федерация, 23-й этаж

1-ое полугодие 2022 года

ДЕВЕЛОПЕРЫ

отраслевое сравнение

АВТОРЫ:

Марк Савиченко
savichenko@ivolgacap.com

Дмитрий Александров
aleksandrov@ivolgacap.com

Надежда Толстикова
tolstikova@ivolgacap.com

СОСТОЯНИЕ ОТРАСЛИ

Отрасль жилищного строительства столкнулась со значительными трудностями во 2 квартале текущего года: рост неопределенности и заградительные ставки по ипотеке привели к снижению продаж. При этом наличие института проектного финансирования позволило компаниям продолжать ввод текущих проектов и начинать новые.

Банк России в обзоре по итогам 2 квартала 2022 года приводит статистику по основным отраслевым показателям:

- В первом полугодии построено почти 20 млн м^2 многоквартирного жилья (+22% к аналогичному периоду прошлого года), из них 8,7 млн м^2 – в 2кв 2022 г. (+7% к 2кв. 2021 г.). Объем запуска новых проектов в 2к22 (~9,6 млн м^2) – несколько выше, чем в 1кв. 2022г. (8,9 млн м^2), и опережает объем ввода в эксплуатацию завершенных проектов.

- Портфель проектного финансирования банков в 2кв. 2022 г. вырос на 530 млрд до 3,6 трлн рублей (+17% с 1кв. 2021 г.). Проектное финансирование становится все более значимым сегментом корпоративного портфеля. Его доля за квартал увеличилась на 1,6 п.п. до 7,2%, на фоне сокращения общего объема корпоративного портфеля на 0,2%.

- Снижение выдачи ипотеки и продаж жилья в апреле – мае в целом сказалось на объеме поступлений средств на счета эскроу: за 2кв. 2022 г. он сократился в 1,6 раза (584 млрд против 985 млрд в 1кв. 2022 г.).

Обзор рынка от ДОМ.РФ подтверждает данные Банка России:

- В 2кв. 2022 г. застройщики запустили 9,7 м^2 новых проектов– на 37% больше, чем объем введенных в эксплуатацию домов.

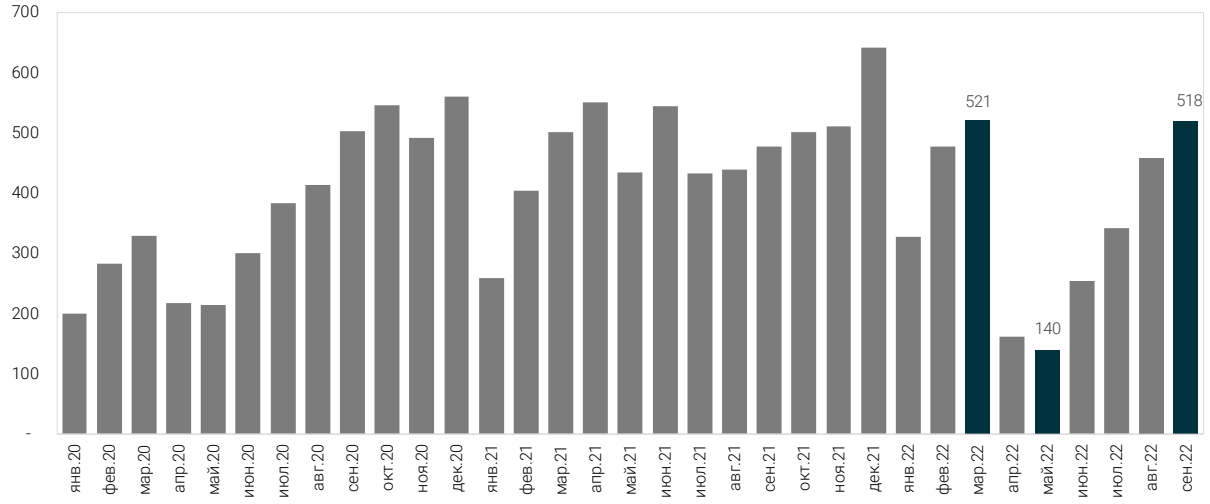
- Спрос на жилую недвижимость снизился: в 2кв. 2022 г. населением зарегистрировано 97 тыс. ДДУ на жилые помещения (-52% к 1кв. 2022 г. и -48% к 2кв. 2021 г.). Продажи жилья сократились как по сделкам с ипотекой, так и за счет собственных средств населения.

- Банки возобновили активное кредитование застройщиков после временного замедления в марте-апреле. На 01.07.2022 г. текущая задолженность застройщиков достигла 3,6 трлн руб. (+17% к 1кв. 2022 г.), размер кредитных лимитов увеличился до 8,9 трлн руб. (+12% к 1кв. 2022 г.).

СОСТОЯНИЕ ОТРАСЛИ

Со стороны спроса основным драйвером рынка остаётся ипотека. За первые 2 квартала 2022 года населением зарегистрировано 299 тыс. ДДУ на жилые помещения в новостройках, из которых 195 тыс. шт. (65%) это ипотека. Снижение продаж во 2 квартале составило 48%, к 2кв. 2021 г., 52% к 1кв. 2022 г.

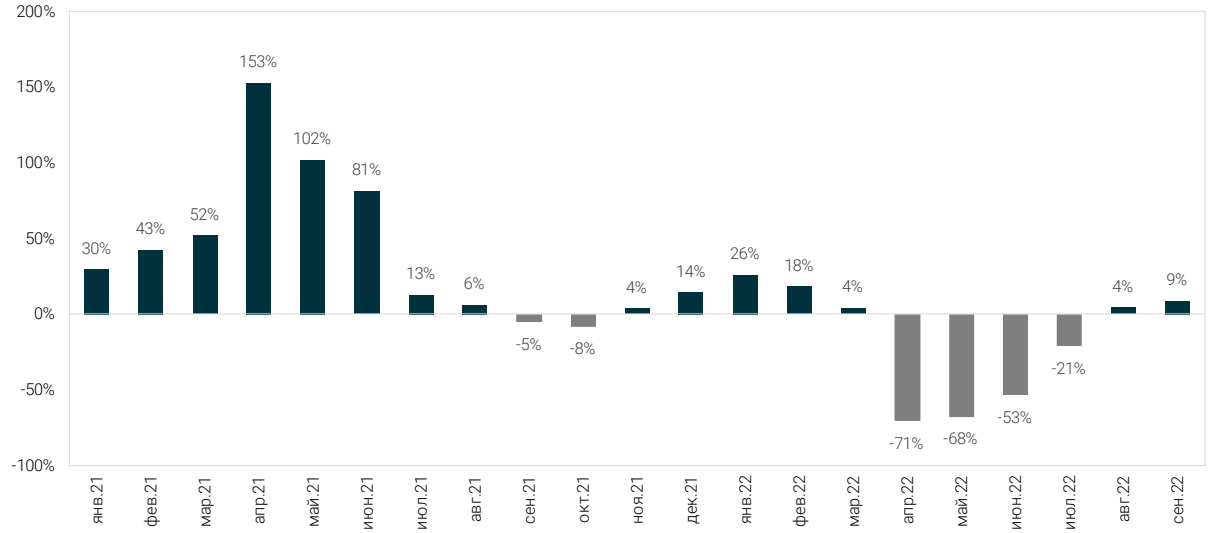
Объем предоставленных ипотечных кредитов за месяц, млрд руб.



Источник: Банк России

Основное снижение выдачи ипотеки пришлось на апрель-май и было обусловлено приостановкой выдачи рыночных кредитов из-за роста ипотечных ставок до запретительного уровня (~20%), а также повышенной выдачей ипотеки в марте, в результате чего был частично поглощен спрос будущих периодов.

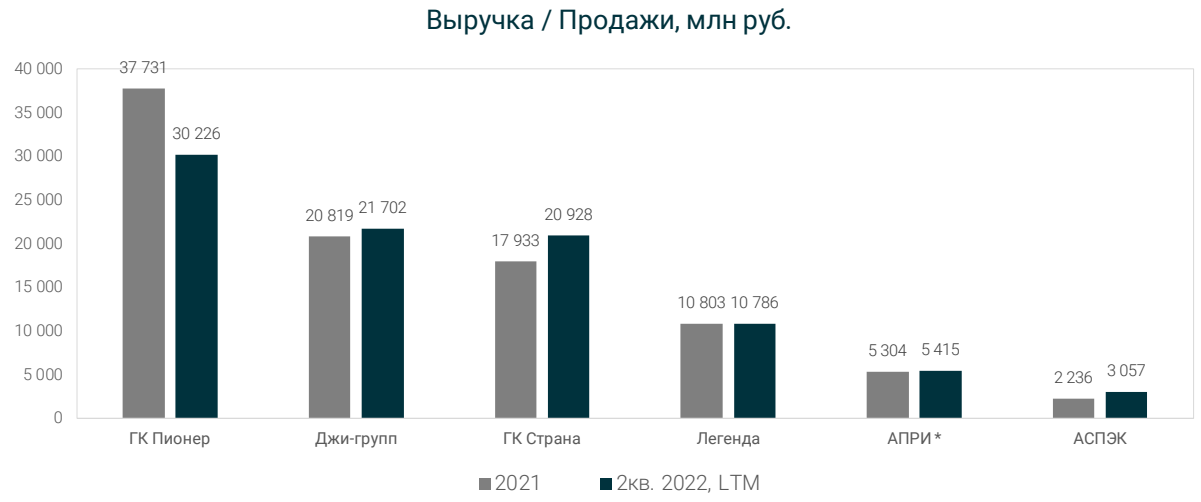
Объём предоставленных ипотечных кредитов г/г, %



ФИНАНСОВЫЕ ИТОГИ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ

У девелоперов в силу структуры бизнеса имеет смысл анализировать только консолидированную отчётность[1]. Большинство эмитентов уже опубликовали МСФО по итогам первого полугодия[2].

Несмотря на сложности 2 квартала большинство компаний из выборки увеличили LTM выручку в сравнении с 2021 годом. Единственной компанией, показавшей существенное снижение выручки, стала ГК Пионер. Лидерами по росту выручки стали АСПЭК (+37%) и Страна Девелопмент (+17%).

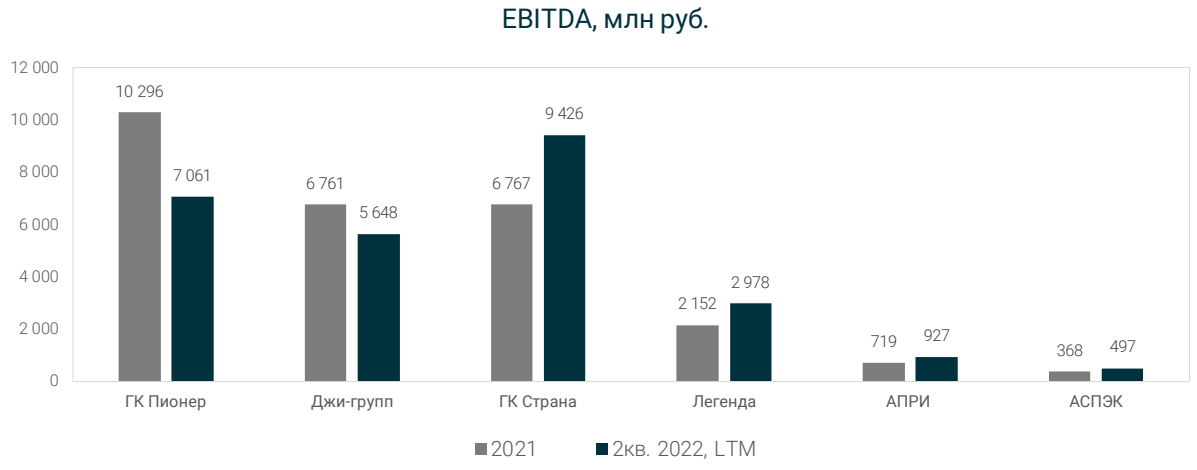


* По АО АПРИ Флай Плэнинг указаны данные продаж

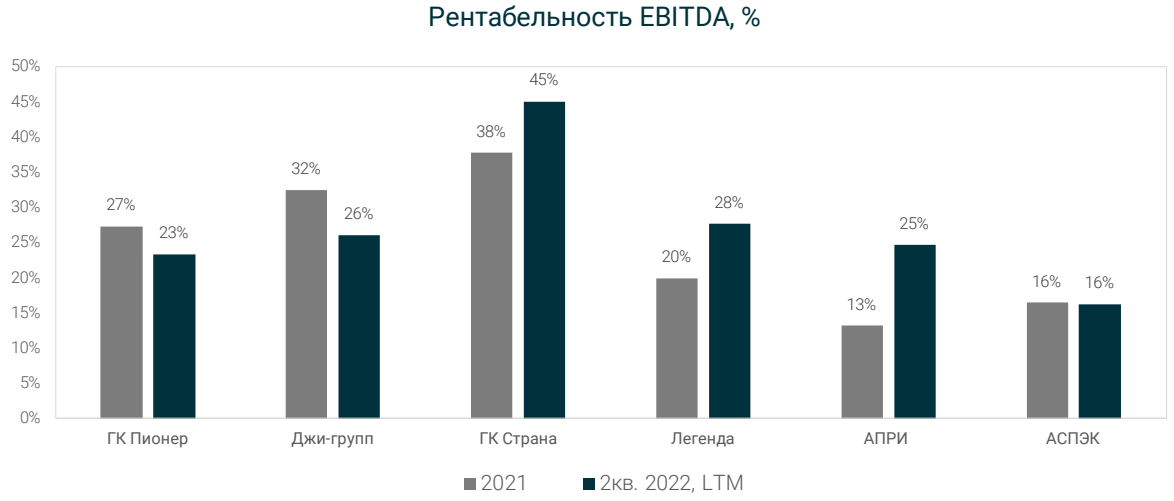
Аналогичная ситуация с EBITDA и прибылью. В первую очередь выделяется снижение показателей ГК Пионер. Также стоит выделить значительный, до 445 млн. (+106%) рост прибыли АПРИ.

1. Из-за отсутствия полугодовой МСФО в сравнении не участвуют ГК Талан, РКС Девелопмент, Охта Групп и AAG.
2. В МСФО ГК Брусника не предоставляются данные за 1 полугодие 2021, что не позволяет использовать отчётность для анализа отчёта о финансовых результатах.

ФИНАНСОВЫЕ ИТОГИ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ



При этом рентабельность всех компаний остаётся на достаточно высоком уровне.

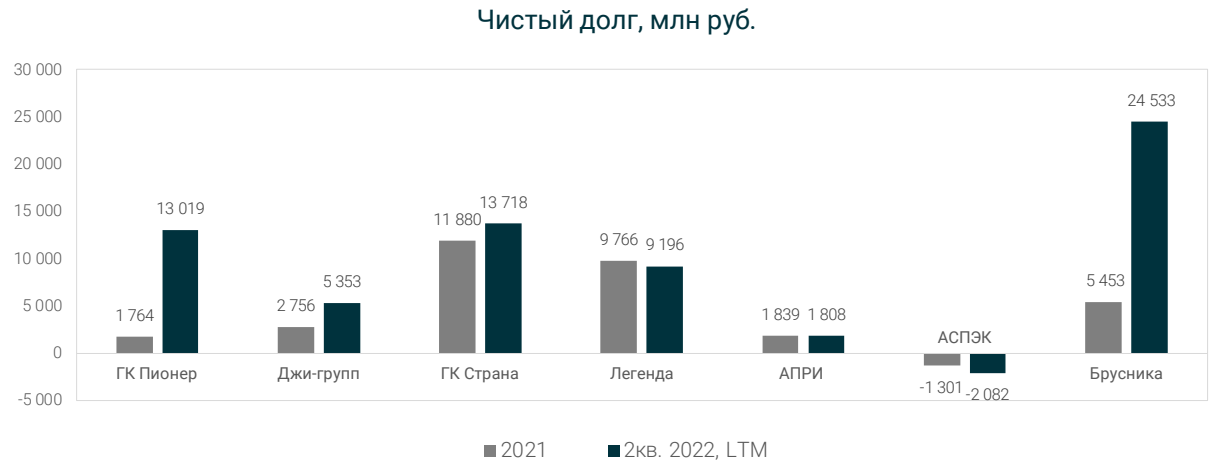


Уровень долга большинства компаний вырос в течение первого полугодия 2022. Существеннее всего чистый долг вырос у ГК Пионер (+638%) и Брусники (+349%). Но причины роста чистого долга у эмитентов разные. На показатели ГК Пионер повлияло прежде всего значительное снижение остатков на эскроу несмотря на то, что кредиты и займы за пол года снизились на 12,6%, снижение остатков на эскроу на 36,7% привели к значительному росту показателя чистого долга. В случае Брусники на величину чистого долга прежде всего повлиял рост кредитов и займов на 51% в течении 2022 года.

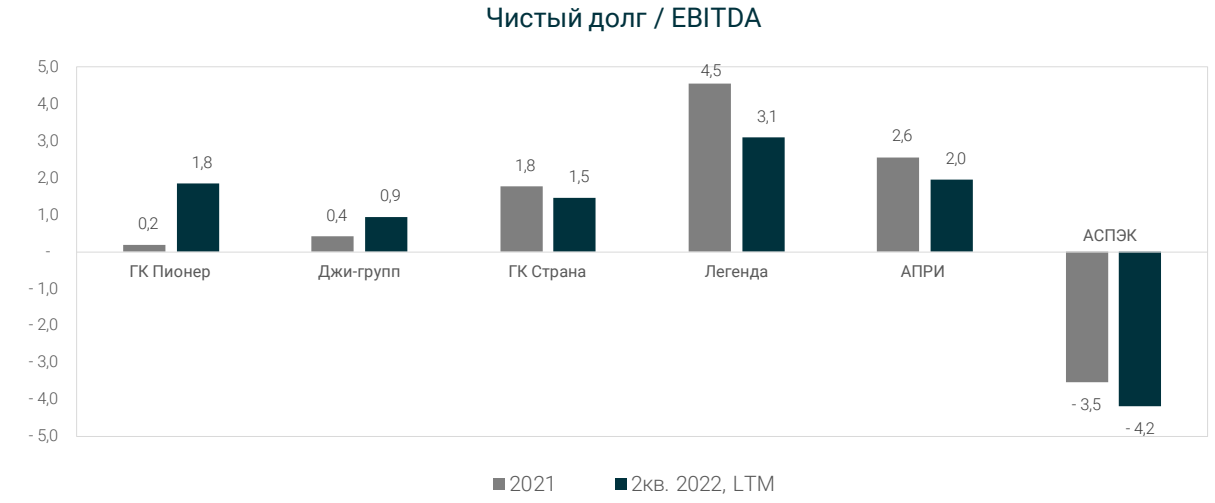
ФИНАНСОВЫЕ ИТОГИ ПЕРВОГО ПОЛУГОДИЯ

У Легенды и АПРИ размер чистого долга снизился на 5,8% и 1,7% соответственно.

Также стоит выделить АСПЭК, единственную компанию из выборки с отрицательным размером чистого долга. Размер кредитов и займов за рассматриваемый период практически не изменился, а рост остатков на эскроу на 39% привёл к ещё большему снижению чистого долга.



Долговая нагрузка всех эмитентов, по которым есть актуальная отчётность, в терминах Чистый долг / EBITDA находится в рамках допустимых значений.



КРЕДИТНЫЕ РЕЙТИНГИ

Несмотря на сложный второй квартал мы не наблюдаем снижения рейтингов, хотя рейтинговые агентства и продолжают оценивать отраслевой риск, как высокий. С начала весны было подтверждено 8 рейтингов и присвоен один новый рейтинг (BB-.ru АПРИ от НКР).

Джи-Групп при подтверждении рейтинга на уровне BBB+(RU) получила позитивный прогноз на следующий период. С позитивного на стабильный был изменен прогноз ГК Пионер от НРА.

Единственным эмитентом, которому повысили рейтинг, стал Талан. Рейтинг был повышен на одну ступень до ruBB+

Компания	Рейтинг	Агентство	Дата	Пресс-релиз
Пионер	A-(RU)	АКРА	28.10.2022	acra-ratings.ru/press-releases/3574
	ruA-	Эксперт РА	11.11.2021	raexpert.ru/releases/nov11a
	A-|ru|	НРА	10.10.2022	ra-national.ru/ru/press_release/54514
Брусника	A-(RU)	АКРА	02.03.2022	acra-ratings.ru/press-releases/3191
Джи Групп	BBB+(RU)	АКРА	29.09.2022	acra-ratings.ru/press-releases/3527
	ruBBB+	Эксперт РА	17.05.2022	raexpert.ru/releases/may17a
ЭлитСтрой	ruBBB	Эксперт РА	14.12.2021	raexpert.ru/releases/dec14c
ААГ	BBB-(RU)	АКРА	15.12.2021	acra-ratings.ru/press-releases/3075
Легенда	ruBBB-	Эксперт РА	29.07.2022	raexpert.ru/releases/jul29b
РКС Девелопмент	BBB-.ru	НКР	31.10.2022	ratings.ru/ratings/press-releases/RKS-Dev-RA-311022
Талан	ruBB+	Эксперт РА	26.10.2022	raexpert.ru/releases/oct26c
Охта	BB(RU)	АКРА	30.08.2022	acra-ratings.ru/press-releases/3466
АПРИ	ruB	Эксперт РА	03.11.2021	raexpert.ru/releases/nov03
	BB-.ru	НКР	09.08.2022	ratings.ru/ratings/press-releases/Flyplaning-RA-090822
АСПЭК	ruB	Эксперт РА	23.08.2022	raexpert.ru/releases/aug23

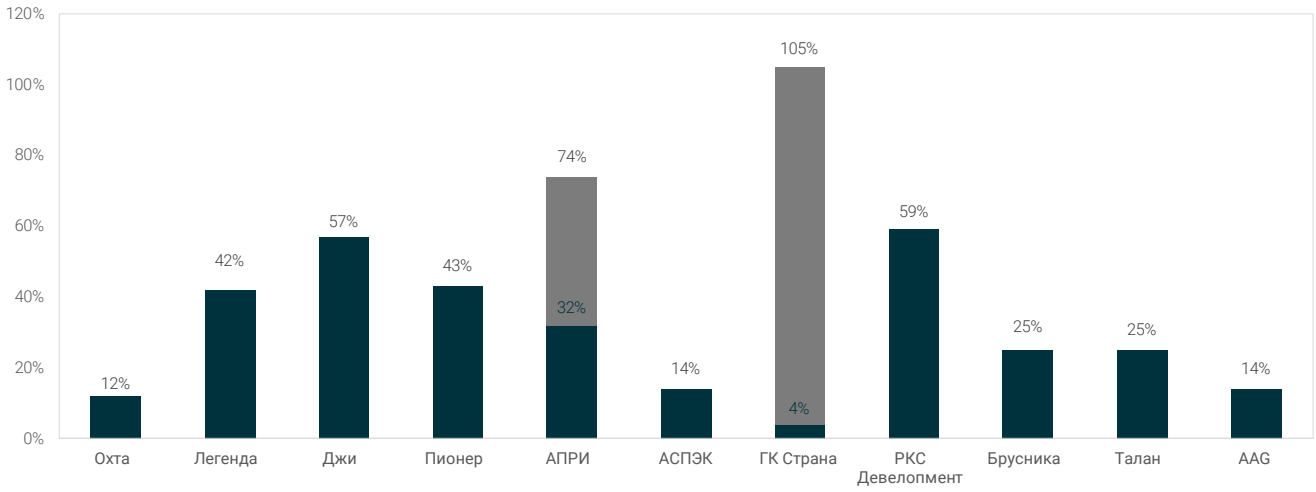
ПОГАШЕНИЯ

В ближайшие 12 месяцев компаниям из выборки предстоит выплатить купонами, амортизациями и погашениями (с учётом оферт) более 16 млрд. руб.

Наибольшая доля погашений, если предположить 100% подачу на оферту, у Страны Девелопмент (105%) и АПРИ (74%). Без оферт доля погашений у данных эмитентов составит 5% и 43% соответственно. Также значительные погашения предстоят РКС (59%), Джи-Групп (57%), Легенде (42%) и Пионеру 43%. В абсолютном значении больше всего должны заплатить Пионер и Брусника 5,3 и 3,3 млрд соответственно. Меньше всего выплат у АСПЭК и AAG чуть больше 40 млн у обоих.

	Охта	Легенда	Джи-Групп	Пионер	АПРИ	АСПЭК	ГК Страна	РКС	Брусника	Талан	AAG
10.22	-	99 240 000	-	-	-	-	9 860 000	-	143 580 000	-	10 364 007
11.22	29 407 125	40 392 000	79 290 000	-	103 552 000	-	9 860 000	19 331 968	-	32 410 000	-
12.22	8 976 000	337 560 000	164 020 000	1 143 720 000	62 330 000	10 648 814	9 860 000	15 580 000	1 209 925 000	13 090 000	-
01.23	-	99 240 000	-	-	-	-	9 860 000	-	143 580 000	-	10 364 007
02.23	29 407 125	40 392 000	379 290 000	-	-	-	1 009 860 000*	19 331 968	-	32 410 000	-
03.23	8 976 000	328 780 000	159 350 000	1 122 120 000	187 330 000	10 648 814	-	15 580 000	1 182 525 000	13 090 000	-
04.23	-	99 240 000	-	-	-	-	-	-	143 580 000	-	10 364 007
05.23	29 407 125	40 392 000	521 340 000	-	-	-	-	519 331 968	-	32 410 000	-
06.23	8 976 000	-	154 670 000	1 100 520 000	683 280 000**	10 648 814	-	15 580 000	155 085 000	13 090 000	-
07.23	-	99 240 000	-	-	-	-	-	-	143 580 000	-	10 364 007
08.23	29 407 125	1 240 392 000	509 460 000	-	-	-	-	1 881 968	-	32 410 000	-
09.23	8 976 000	-	-	1 903 920 000	149 310 000	10 648 814	-	15 580 000	155 085 000	213 090 000	-
ИТОГО	153 532 501	2 424 868 000	1 967 420 000	5 270 280 000	1 185 802 000	42 595 256	1 049 300 000	622 197 872	3 276 940 000	382 000 000	41 456 027

Отношение всех выплат к объёму облигаций в обращении

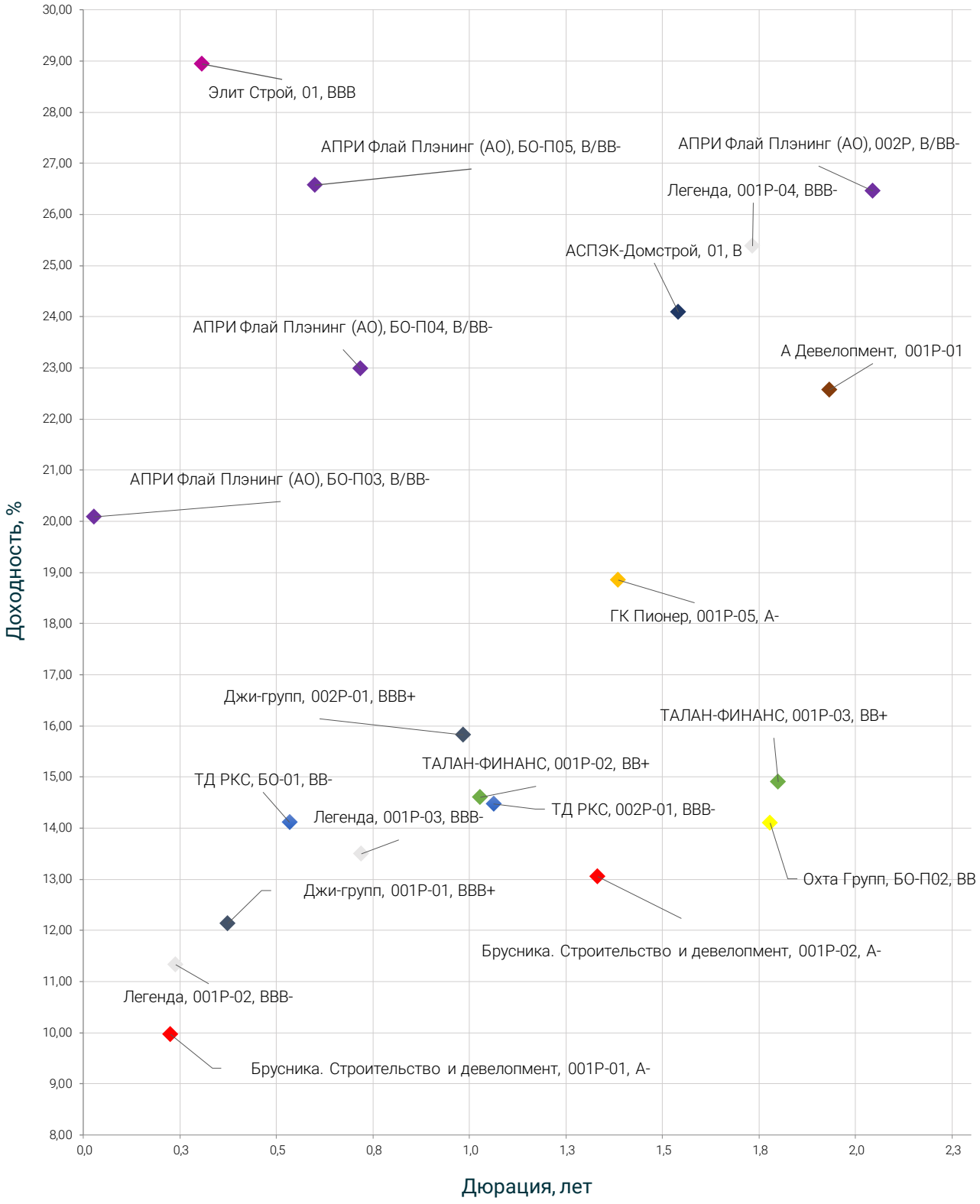


* Оферта на 1 000 000 000 рублей
** Оферта на 500 000 000 рублей

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК ДЕВЕЛОПЕРОВ ВДО

Активность девелоперов на рынке ВДО в 2022 году кратно уменьшилась в сравнении с 2021 годом. С начала года началось три размещения, основные условия представлены в таблице. Размещения выпуска РКС2Р2 продолжается.

Эмитент	Бумага	Рейтинг	Начало размещения	Погашение (Оферта)	Срок	Купон	Объём	Организатор
AAG	AAG-01	BBB-(RU)	27.01.2022	23.01.2025	3 года	13,85%	300 145 000	Иволга Капитал
ТД РКС	РКС2Р2	BBB-.ru	22.02.2022	18.02.2025	3 года	15,00%	52 059 000	Септем Капитал
АПРИ Флай Плэнинг	АПРИФП БП5	BB-.ru / ruB	23.06.2022	19.06.2025 (29.06.2023 PUT)	3 года	24,00%	500 000 000	Иволга Капитал

Также на сегодняшний день анонсирован новый выпуск облигаций АПРИ Флай Плэнинг. Условия по выпуску аналогичны предыдущему: объём 500 млн рублей, ставка 24%, оферта через 4 купонных периода (1 год). Начало размещения планируется 3-8 ноября.

КАРТА РЫНКА ОБЛИГАЦИЙ ДЕВЕЛОПЕРОВ