ЛенСпецСМУ (S&P:B)

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

20 мая 2010 года

ОТЧЕТНОСТЬ ЗА 2009 Г. ПО МСФО И НОВЫЙ ВЫПУСК БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Предлагаемый купон выглядит привлекательно

Привлекательное соотношение доходности и риска. Строительный холдинг «ЛенСпецСМУ» (ЛСС) в настоящее время проводит маркетинг выпуска биржевых облигаций объемом 2 млрд руб. Предполагаемая структура погашения облигационного займа предусматривает амортизацию начиная с мая 2011 г. Погашения будут производиться каждые полгода в следующем объеме: 10%, 15%, 20%, 25% и 30%. Наибольший объем погашений приходится на 2012 г. (45%). В настоящий момент график амортизации обсуждается с потенциальными инвесторами и будет окончательно определен непосредственно перед размещением. При таком графике дюрация выпуска составит два года. Размещение проводится по системе book-building, закрытие книги заявок запланировано на 25 мая. В настоящее время доходность выпуска ССМО ЛенСпецСМУ-1 составляет порядка 14,4% на срок 17 месяцев, что предполагает премию к кривой ОФЗ порядка 850 б.п. Если ориентироваться на обращающийся выпуск ЛСС, доходность размещаемых бумаг должна сложиться на уровне 14,6%–14,7%. Выпуск ССМО ЛенСпецСМУ-1 входит в список РЕПО ЦБ, и доходность бумаги является едва ли не самой высокой среди облигаций, входящих в данный список. Мы рекомендуем инвесторам участвовать в размещении биржевых облигаций ЛСС, предлагающих привлекательную доходность при приемлемом кредитном качестве эмитента. Параметры выпуска удовлетворяют требованиям на включение облигаций в ломбардный список и список РЕПО ЦБ.

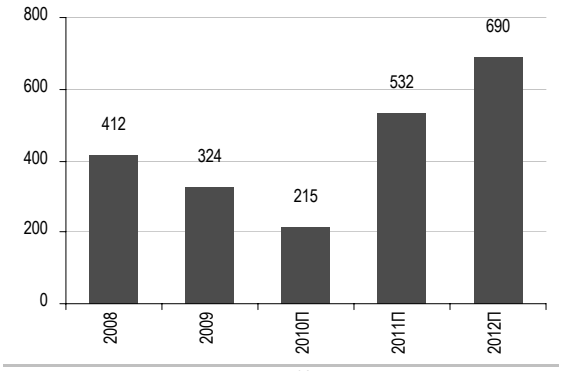
Информация о выпуске биржевых облигаций

Эмитент	ССМО "ЛенСпецСМУ"
Рейтинги эмитента	S&P: B
Общий объем	2 млрд руб.
Купон	Ежеквартальный
Срок обращения	3 года
Дюрация, лет	1,97
Струтура погашения	Амортизационная
Ориентир ставки купона	13,5-14,0%
Ориентир по доходности	YTM 14,2 - 15,31%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	25 мая 2010 г.

Лидирующие позиции в отрасли и высокий уровень финансовой прозрачности. Эмитент достаточно хорошо известен рынку, компания отличается весьма высоким уровнем финансовой и информационной прозрачности, в том числе поддерживает специализированный финансовый сайт. ЛСС сохраняет лидерство на строительном рынке Санкт-Петербурга – в 2009 г. компания ввела в эксплуатацию порядка 323,6 тыс кв. м площадей, что соответствует доле рынка на уровне 12%. В 2010 г. в связи с сокращением объемов строительства, вводимые площади уменьшатся до 215 тыс. кв. м. В настоящий момент портфель проектов ЛСС состоит из 67 объектов общей площадью 1,8 млн кв. м. Компания сообщила, что в октябре 2009 г. ситуация на рынке недвижимости Санкт-Петербурга в определенной мере стабилизировалась – цены установились на уровне 71–73 тыс. руб./кв. м, а с учетом позитивных тенденций в экономике ЛСС рассчитывает на умеренный рост цен до конца года в пределах 10–15%.

Динамика строительства

График ввода в эксплуатацию недвижимости ЛСС, тыс. кв. м



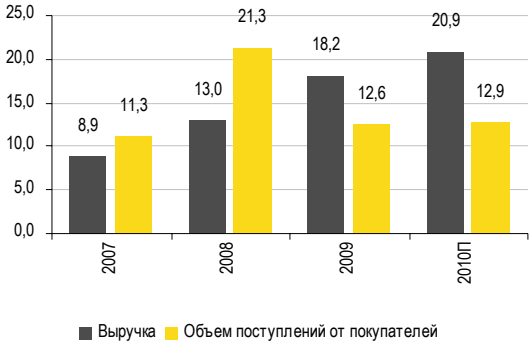
Источник: данные компании

Ключевые характеристики кредитного профиля ЛСС. При оценке привлекательности долговых обязательств ЛСС мы хотели бы обратить внимание на следующие основные характеристики.

- Специфика отражения финансовых результатов у компаний строительного сектора (когда выручка отражается по факту сдачи объекта в эксплуатацию) не позволяет корректно оценить объем поступлений в отчетном периоде. В связи с этим большое значение приобретают данные о поступлениях от покупателей-соинвесторов в отчетном периоде. Так, в 2009 г. реальные поступления от покупателей сократились на 40% (см. график справа). По оценке ЛСС, объем поступлений в 2010 г. останется примерно на уровне 2009 г. В натуральном выражении продажи по итогам 2009 г снизились на 40% до 150 тыс кв. м. В I квартале 2010 г. компания заключила договоры на продажу в объеме 34,9 тыс. кв. м., что на 47% превышает уровень продаж аналогичного периода 2009 г.

Динамика операционных показателей

Объем выручки и поступлений от покупателей, млрд руб.

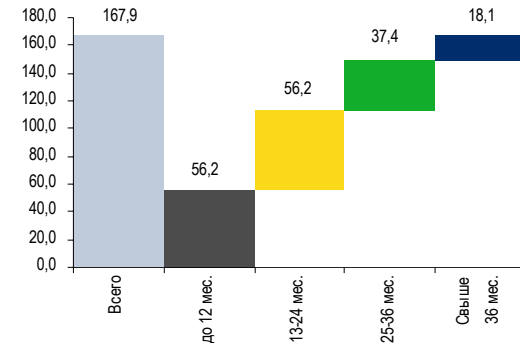


Источник: данные компании

- Немаловажным достоинством кредитного профиля ЛСС является высокая доля поступлений от соинвесторов в источниках финансирования: по итогам 2009 г. она составила 43%, в то время как на кредиты и займы пришлось 19%. ЛСС придает большое значение поддержанию репутации надежного заемщика, так как доверие клиентов является ключевым фактором, обеспечивающим стабильность бизнеса компании.
- В ближайшие 12 месяцев компании предстоит погасить кредиты на общую сумму порядка 56,2 млн долл. По состоянию на середину апреля средства на депозитах составляли 961,4 млн руб., и компания имела открытые лимиты в банках в объеме 42 млн долл., что вполне позволяло ЛСС расплатиться по обязательствам без привлечения дополнительных заимствований. Компания рассчитывает направить средства от размещения облигаций на рефинансирование кредитов с целью снижения стоимости заимствований, а также удлинения сроков ее погашения. В случае успешного размещения публичные заимствования (облигации) будут составлять порядка 70% от совокупного долгового портфеля. Заметим, что все кредиты ЛСС являются бланковыми, и, таким образом, держатели облигаций не субординированы по отношению к банкам-кредиторам. Предлагаемая амортизационная структура погашения обусловлена намерением ЛСС снизить риски рефинансирования и структурировать свой долговой портфель таким образом, чтобы иметь возможность осуществлять погашения из операционного денежного потока без привлечения нового долга.

До размещения...

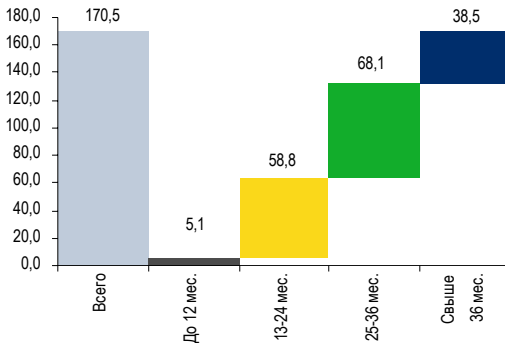
Текущая структура погашения кредитного портфеля ЛСС (на 20.04.2010 г.), млн долл.



Источник: данные компании

...и после

Структура погашения кредитного портфеля ЛСС после размещения, млн долл.



Источник: данные компании

- Отметим также положительную кредитную историю компании. ЛСС своевременно выполняет обязательства перед кредиторами и поддерживает высокий уровень финансовой прозрачности. Несмотря на то что весной 2009 г. компании пришлось прибегнуть к реструктуризации кредитных нот, предложенные условия были достаточно привлекательными, и реструктуризация, помимо прочего, не вызвала негативной реакции рейтингового агентства S&P. В настоящий момент задолженность ЛСС по выпуску CLN составляет лишь 8,1 млн долл., которые компания должна погасить в августе этого года.
- На наш взгляд, в непростых условиях на рынке недвижимости важное значение приобретает компетентность менеджмента. В период кризиса ЛСС сохранила управленческую команду, а также смогла справиться с трудностями без помощи государства. Мы положительно оцениваем взвешенную политику менеджмента в отношении привлечения заимствований, а также стратегию, нацеленную на географическую диверсификацию (начато масштабное строительство в Подмосковье) и расширение портфеля проектов (помимо строительства жилья ЛСС строит объекты коммерческой недвижимости, а с недавних пор занимается и промышленным строительством).

Ключевые финансовые показатели ЛенСпецСМУ, млн руб.

МСФО	2008	2009	*Изм. за год, %*
Выручка	13 024	18 170	*39,5*
Валовая прибыль	4 240	7 090	*67,2*
EBITDA	3 791	6 065	*60,0*
Совокупный долг	6 079	6 619	*8,9*
Чистый долг	*4 679*	*4 462*	*(4,7)*
Капитал	*3 884*	*7 460*	
Авансы от соинвесторов	*20 079*	*14 646*	
Активы	*36 055*	*34 227*	
Коэффициенты			
Валовая рентабельность, %	32,6	39,0	
Рентабельность EBITDA, %	29,1	33,4	
Долг/EBITDA	1,6	1,1	
Чистый долг/EBITDA	1,2	0,7	
Долг/Капитал	1,6	0,9	
Доля авансов в совокупных обязательствах, %	55,7	42,8	
Доля кредитов в совокупных обязательствах, %	16,9	19,3	
Доля краткосрочного долга, %	56,0	55,6	
Коэффициент текущей ликвидности	1,3	1,1	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж
Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли
Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов
Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенкова, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций
Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Долговые обязательства
Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика
Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика
Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов
Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Нефть и газ
Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика
Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность
Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии
Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт
Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость
Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010