

### БОЛЬШЕ КАЧЕСТВЕННОГО ДОЛГА

#### Новый выпуск биржевых облигаций

**Облигации качественного эмитента...** Строительная Группа ЛСР в настоящее время проводит маркетинг четвертого выпуска биржевых облигаций объемом 1,5 млрд руб. на срок три года без оферты. Среди сильных сторон кредитного профиля ЛСР мы отмечаем следующие:

- Прочные позиции в сегменте строительства жилья экономкласса (масс-маркет), где ожидается наиболее быстрое восстановление;
- Поддержка со стороны госбанков и умеренные риски рефинансирования;
- Наличие крупных заказов для строительства жилья для государственных нужд;
- Поддержание консервативного уровня долговой нагрузки и улучшение структуры капитала.

**...с привлекательной доходностью.** Закрытие книги заявок запланировано на 22 марта, организатор ориентирует на ставку купона в диапазоне 9,65–9,9%, что соответствует доходности на уровне 9,88–10,14%. В обращении находятся три выпуска облигаций ЛСР, которые торгуются с премией к кривой ОФЗ порядка 300 б.п., предлагая, пожалуй, наиболее высокую доходность среди выпусков, включенных в список репо ЦБ. Исходя из котировок обращающихся выпусков Группы ЛСР, справедливую доходность размещаемого выпуска Группа ЛСР БО-4 мы оцениваем на уровне 9,8–9,95%, что соответствует нижней границе ориентира организаторов.

#### Информация о выпуске Группа ЛСР БО-4

Эмитент	ОАО "Группа ЛСР"
Рейтинг (S/M/F)	NR/B2/B-
Общий объем	1,5 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Не предусмотрена
Ориентир ставки купона	9,65–9,9%
Ориентир по доходности	УТМ 9,88–10,14%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	10 марта 2011 г.
Дата размещения на ММВБ	22 марта 2011 г.

#### Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР

##### МСФО, млн руб.

	2008	2009	IП 2010
Выручка	49 813	51 024	17 717
ЕБИТДА	13 179	14 732	2 923
Совокупный долг	36 874	39 541	
Долг, в т.ч.	36 874	39 541	35 891
Краткосрочный долг	18 010	15 107	10 520
Денежные средства	3 246	3 292	7 955
Чистый долг	33 628	36 645	27 936
Собственный капитал	35 011	39 621	50 799
Активы	113 899	110 314	116 796

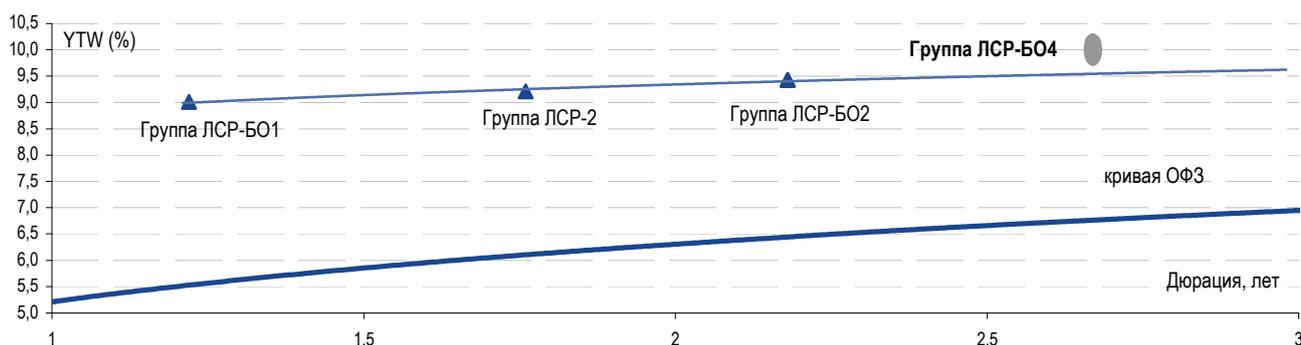
##### Коэффициенты

	2008	2009	16,5
Рентабельность ЕБИТДА (%)	26,5	28,9	16,5
ЕБИТДА/проц. расходы	4,2	3,3	1,3
Долг/ЕБИТДА	2,8	2,7	3,0
Чистый долг/ЕБИТДА	2,6	2,5	2,3
Долг/Собственный капитал	1,1	1,0	0,7
Доля краткосрочного долга	48,8	38,2	29,3

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

#### Выпуск привлекателен даже по нижней границе диапазона

Диаграмма доходностей рублевых облигаций на 11 марта 2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

В настоящее время в обращении находятся три выпуска облигаций ЛСР, кроме того, акции компании обращаются на ММВБ и в РТС, а глобальные депозитарные расписки – на Лондонской фондовой бирже (на 11 марта 2011 г. рыночная капитализация компании составляла 4,2 млрд долл.). Учитывая, что эмитент очень хорошо известен рынку, мы приведем лишь наиболее актуальные, на наш взгляд, аргументы в пользу того, что кредитный риск по долговым обязательствам ЛСР имеет тенденцию к снижению:

- **Улучшение конъюнктуры рынка.** Менеджмент ЛСР отмечает оживление на рынке недвижимости, начиная со II квартала 2010 г., что, помимо прочего, подтверждается увеличением компанией продаж общестроительных материалов для «нулевого цикла» в 2010 г. в связи с ростом количества закладываемых объектов недвижимости.

■ **Упрочение позиций в сегменте жилья экономкласса (масс-маркет), демонстрирующем неплохие темпы восстановления после кризиса.**

В 2010 г. Группа ЛСР сдала в эксплуатацию 405 тыс. кв. м недвижимости, что более чем вдвое превышает уровень 2009 г. (168 тыс. кв. м). При этом порядка 70% общего объема ввода пришлось на недвижимость экономкласса в Санкт-Петербурге (283 тыс. кв. м), где увеличение объемов ввода по сравнению с 2009 г. составило 244%. Заметим, что если в элитном сегменте в 2010 г. средняя цена квадратного метра, по данным ЛСР, снизилась на 10% относительно 2009 г. (до 149 тыс. руб.), то в сегменте экономкласса отмечено снижение лишь на 4,2% (до 69,7 тыс. руб.). Покупателям в 2010 г. было передано 325 тыс. кв. м недвижимости, что выше уровня 2009 г. на 40%. В структуре переданной недвижимости порядка 72% пришлось на недвижимость экономкласса в Санкт-Петербурге.

**Объем строительства увеличивается**

Объем недвижимости, переданной покупателям (тыс. кв. м)



Источники: данные компании

- **Прочные позиции в сегменте производства панельных конструкций.** В настоящий момент возможности ЛСР по выпуску панельных конструкций для строительства жилья экономкласса в Санкт-Петербурге составляют порядка 600 тыс. кв. м в год, при этом планируется их увеличение до 750 тыс. кв. м в год. В структуре текущих реализуемых проектов ЛСР порядка 50% приходится на сегмент масс-маркет. В 2010 г. объем произведенных группой ЛСР панельных конструкций практически не изменился по сравнению с 2009 г., составив 572 тыс. кв. м.

- **Географическая диверсификация бизнеса с расширением присутствия в привлекательном московском регионе.** В феврале нынешнего года дочерняя компания группы ЛСР ЗАО «Мосстройреконструкция» заключила контракт на строительство в подмосковном Домодедово жилого комплекса площадью около 325 тыс. кв.м. Сумма контракта превышает 10 млрд руб. Кроме того, в декабре 2010 г. был заключен контракт на сумму 4,63 млрд руб. на выполнение проекта по строительству жилого квартала в Реутове, в рамках которого ЛСР выступает субгенподрядчиком. Дополнительным фактором поддержки проектов в московском регионе служит наличие у ЛСР собственных современных мощностей по производству панельных конструкций (завод ЖБИ-6), рассчитанных на выпуск 200 тыс. кв. м в год.

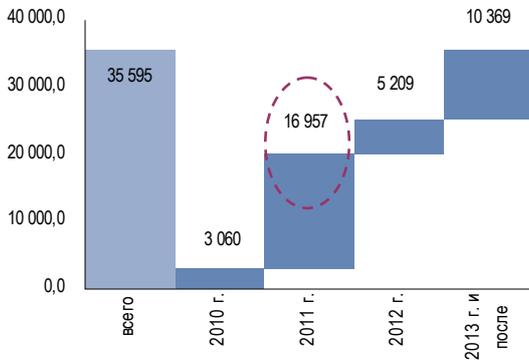
- **Наличие крупных заказов для строительства жилья для государственных нужд.** В 2009 г. компания победила в тендерах и заключила контракты на строительство и продажу недвижимости для нужд государства общей площадью около 708 тыс. кв. м на сумму порядка 21,8 млрд руб. и сроком исполнения до середины 2011 г. С начала 2010 г. Группа ЛСР была признана победителем аукционов на строительство недвижимости по госзаказу площадью на сумму 7,5 млрд руб.

- **Невысокие риски рефинансирования.** Если в середине 2010 г. порядка 56% кредитного портфеля ЛСР подлежало погашению в 2010–2011 гг., то к концу прошлого года компания успешно решила проблему рефинансирования короткого долга. График погашения долга теперь выглядит более чем сбалансированным, учитывая, что более 50% гасится после 2014 г. Также стоит отметить, что совокупный объем долга несколько сократился. В структуре долга ЛСР основная доля (77%) по-прежнему приходится на госбанки (Сбербанк, ВТБ, ВЭБ и Россельхозбанк), традиционно оказывающие ЛСР финансовую поддержку. В ходе экономического форума в Санкт-Петербурге в июне 2010 г. Группа ЛСР подписала с Внешэкономбанком соглашение о взаимодействии по реализации инвестиционных проектов и программ, подразумевающее установление стратегического партнерства и развитие долгосрочного сотрудничества сторон по реализации инвестиционных проектов Группы ЛСР в сферах производства строительных материалов и жилищного строительства. Общая стоимость данных проектов и про-

грамм превышает 28 млрд руб. Кроме того, планируется, что ВЭБ запустит программу ипотечного кредитования на приобретение недвижимости, возводимой Группой ЛСР.

### Проблема существенного объема долга к погашению в 2011 г...

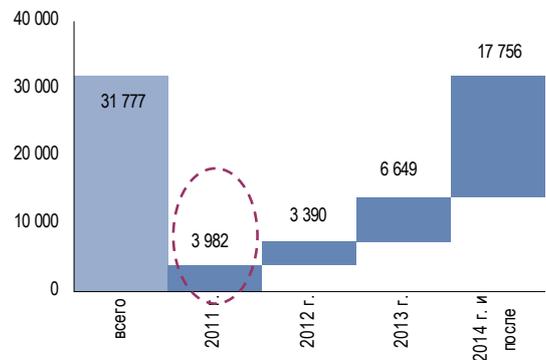
График погашения долга ЛСР по состоянию на июнь 2010 г. (млн руб.)



Источники: данные компании

### ...успешно решена

График погашения долга ЛСР по состоянию на 31 декабря 2010 г. (млн руб.)



Источники: данные компании

- Отчетность за I полугодие 2010 г. отразила снижение финансовых показателей...** Отчетность за I полугодие 2010 г. отразила непростую ситуацию, сложившуюся на российском рынке недвижимости с начала 2009 г. В I полугодии 2010 г. выручка ЛСР составила 17,7 млрд руб., сократившись на 14% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года. При этом EBITDA сократилась еще более значительно – до 2,9 млрд руб. (снижение составило почти 49%), а рентабельность по EBITDA составила 16,5% против 27,7% в I половине 2009 г. Наибольшее снижение финансовых показателей было отмечено в девелоперском бизнес-сегменте: здесь выручка упала на 36% до 6 млрд руб., EBITDA снизилась более чем вдвое – до 1,65 млрд руб., а рентабельность по EBITDA уменьшилась до 27,6% по сравнению с 39,4% в I полугодии 2009 г. Негативная динамика показателей девелоперского направления была обусловлена как сокращением объемов ввода в эксплуатацию (в I полугодии 2010 г. ЛСР ввела в эксплуатацию объекты площадью 85 тыс. кв. м, в то время как в I полугодии 2009 г. объем ввода составил 112 тыс. кв. м), так и снижением цен на недвижимость (по нашим оценкам, квадратный метр площадей, введенных в I полугодии 2010 г., стоил 70 тыс. руб. против 84 тыс. руб. годом ранее). Снижение средней цены реализации объясняется также изменением структуры вводимого жилья по уровню – если в I полугодии 2009 г. доля жилья эконом-класса составляла 59%, то в 2010 г. она увеличилась до 85%. Оговоримся, однако, что выручка этого сегмента отражает лишь продажи, которые были осуществлены в предыдущих периодах, и не соответствует денежным поступлениям в отчетном периоде. С точки зрения поступлений большее значение имеет тот факт, что в I полугодии ЛСР заключила договоры на продажу 67 тыс. кв. м площадей, что на 37% больше, чем годом ранее.
- ...но поступления от SPO помогли сдержать рост долговой нагрузки.** Несмотря на сокращение операционной прибыли, долговая нагрузка ЛСР по состоянию на 30 июня 2010 г. в терминах Чистый долг/EBITDA не только не увеличилась, но даже сократилась – до 2,3 против 2,5 на начало года. Улучшению показателя способствовало заметное сокращение чистого долга, который на конец I полугодия снизился на 24% до 27,9 млрд руб. ЛСР удалось снизить чистый долг благодаря 385 млн долл., привлеченным в результате сделки по вторичному размещению акций в апреле 2010 г.

### Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР

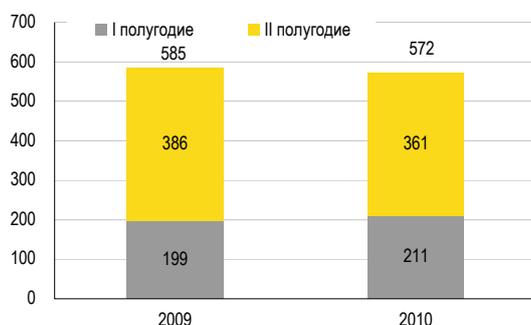
МСФО, млн руб.	2008	2009	II 2010	II 2009	Изм. II 2010 / II 2009, %
Выручка	49 813	51 024	17 717	20 585	-
ЕБИТДА	13 179	14 732	2 923	5 696	-
Процентные расходы	3 152	4 472	3 045	2 774	-
Чистая прибыль	(8 007)	4 590	(675)	(137)	-
					<b>Изм. II 2010/2009, %</b>
Совокупный долг	36 874	39 541	35 891	-	9,2
Краткосрочный долг	18 010	15 107	10 520	-	30,4
Денежные средства	3 246	3 292	7 955	-	141,7
Чистый долг	33 628	36 645	27 936	-	23,8
Собственный капитал	35 011	39 621	50 799	-	28,2
Активы	113 899	110 314	116 796	-	5,9
<b>Коэффициенты</b>					
Рентабельность ЕБИТДА (%)	26,5	28,9	16,5	27,7	(11,2) п.п.
ЕБИТДА/Процентные расходы	4,2	3,3	1,0	-	-
Долг/ЕБИТДА	2,8	2,7	3,0	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	2,6	2,5	2,3	-	-
Долг/Собственный капитал	1,1	1,0	0,7	-	-
Доля краткосрочного долга	48,8	38,2	29,3	-	-

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Мы ожидаем, что показатели за II полугодие 2010 г. будут лучше.** На наш взгляд, показатели ЛСР за II полугодие 2010 г. будут заметно лучше. Этому будет способствовать как улучшение ценовой конъюнктуры на рынке строительных материалов, цены на которые снижались вплоть до марта 2010 г., а с июня прошлого года начали расти (доля этого направления в выручке ЛСР составляет порядка 25%), так и продолжение реализации заключенных компанией госконтрактов на строительство (общая сумма заключенных контрактов превышает 20 млрд руб.), на которые приходится около половины от производимых ЛСР панельных конструкций. Заметим, что в I полугодии 2010 г. рентабельность по ЕБИТДА сегмента панельных конструкций увеличилась до 21% по сравнению с 18% в I полугодии 2009 г., а его доля в совокупном значении ЕБИТДА Группы ЛСР достигла 40%. Мы ожидаем, что рост объемов производства панельных конструкций во II полугодии 2010 г. на 71% по сравнению с I полугодием позитивно отразится на финансовых показателях группы ЛСР за весь 2010 г. Также стоит учесть, что на II полугодие пришелся основной объем ввода объектов в эксплуатацию и передачи недвижимости покупателям. В I полугодии 2010 г. ЛСР завершила строительство объектов недвижимости общей площадью 177 тыс. кв. м, что более чем вдвое превышает объем площадей, введенных в эксплуатацию в тот период. В то же время из всего объема недвижимости, переданной покупателям в 2010 г., порядка 74% пришлось на II полугодие, а по сравнению с I полугодием 2010 г. рост составил внушительные 182%, что также должно позитивно отразиться на финансовых показателях ЛСР за весь 2010 г.

#### Во II полугодии 2010 г. производство панельных конструкций увеличилось на 71%...

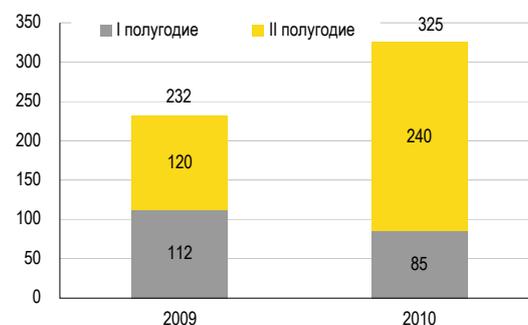
Объем строительства панельных конструкций по полугодиям (тыс. кв. м)



Источники: данные компании

#### ...а объем недвижимости, переданной покупателям, вырос на 182%

Объем недвижимости, переданной покупателям, по полугодиям (тыс. кв. м)



Источники: данные компании

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

### Управление продаж и торговли

#### Руководитель управления

Сергей Шемардов, she\_sa@uralsib.ru

#### Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru  
Елена Довгань, dov\_en@uralsib.ru  
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru  
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru  
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru  
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru  
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

#### Управление торговли

Андрей Борисов, bor\_av@uralsib.ru  
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru  
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

#### Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru  
Виктор Орехов, ore\_vv@uralsib.ru  
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@uralsib.ru  
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

#### Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru  
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

### Управление по рынкам долгового капитала

#### Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim\_gg@uralsib.ru  
Галина Гудыма, gud\_gi@uralsib.ru  
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru  
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

## Аналитическое управление

### Руководитель управления

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

### Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

### Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

#### Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru  
Надежда Мырסיкова, myrsikovav@uralsib.ru  
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

#### Стратегия/Политика

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

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru  
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru  
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru  
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Василий Дегтярев, degtyarevvm@uralsib.ru  
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru  
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru  
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

### Редактирование/Перевод

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,  
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru  
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru  
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@uralsib.ru  
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru  
Ольга Симкина, sim\_oa@uralsib.ru  
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru  
Степан Чургов, chugrovss@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 2011