

СТЕПЕНЬ ВЕРТИКАЛЬНОЙ ИНТЕГРАЦИИ РАСТЕТ

Группа ЛСР представила в целом нейтральные результаты за 1 п/г 2011 г.

Рост EBITDA и чистая прибыль вместо чистого убытка годом ранее. В среду Группа ЛСР представила консолидированные результаты по МСФО за 1 п/г 2011 г. Выручка компании возросла на 36% (здесь и далее показатели сравниваются с уровнем годичной давности) до 802 млн долл., чему способствовало увеличение объема площадей, переданных покупателям (в соответствии с МСФО выручка, как и затраты, отражаются в отчетности после передачи объекта заказчику). На долю сегмента «Девелопмент, строительство и коммерческая недвижимость» пришлось 61% выручки против 67% по итогам 2010 г. Показатель EBITDA вырос на 38% до 134 млн долл., при этом рентабельность по EBITDA почти не изменилась, составив 16,7%. По итогам 1 п/г 2011 г. компания показала чистую прибыль в размере 23,3 млн долл. против убытка в 20 млн долл. годом ранее.

Продажи растут. В 1 п/г 2011 г. Группа ЛСР заключила контракты на продажу 118 тыс. кв. м недвижимости (+96%), а общая сумма заключенных контрактов составила 9,6 млрд руб. (+83%). Существенного роста компания добилась на своих развивающихся направлениях – в Москве (объемы заключенных контрактов выросли на 667% до 8,4 тыс. кв. м) и Екатеринбурге (+156% до 26,27 тыс. кв. м). Уверенную динамику продаж демонстрирует и основной рынок – Санкт-Петербург. Так, в сегменте элитной недвижимости компания заключила контракты на 23,3 тыс. кв. м чистой продаваемой площади (+78%), из которых 19 тыс. кв. м пришлось на продажу квартир, а в сегменте массового жилья – на 60,2 тыс. кв. м чистой продаваемой площади (+68%). Выросла и общая стоимость заключенных контрактов – до 3,5 млрд руб. в сегменте элитной недвижимости (+62%) и до 4,3 млрд руб. в сегменте масс-маркет и бизнес-класса (+72%). Росту продаж способствовали отложенный спрос и развитие ипотеки. Выручка девелоперского сегмента увеличилась на 45% до 8,66 млрд руб.,

в то время как рентабельность по EBITDA снизилась на 5 б.п. до 23%. Во время телефонной конференции глава Группы ЛСР отметил, что в июле–сентябре положительные тенденции в продажах, имевшие место в первые шесть месяцев года, сохранялись, и компания ожидает хороших результатов по итогам 2 п/г. Между тем менеджмент не прогнозирует существенного изменения цен, предполагая, что итогам года оно окажется в пределах инфляции. Предприятия строительного бизнес-сегмента компании в 1 п/г 2011 г. передали заказчикам 262 тыс. кв. м домов из сборного железобетона, что на 24% выше показателя предыдущего года. Рентабельность сегмента снизилась (с 21% до 11%) вследствие увеличения цен на сырье и повышения металлоемкости выпускаемой продукции ввиду роста этажности зданий. В то же время во 2 п/г компания ожидает частичного восстановления рентабельности строительного направления – прогноз, приведенный в ходе телефонной конференции, составил 15% по итогам года.

Производство стройматериалов демонстрирует хороший рост показателей. Сегмент общестроительных материалов показал в отчетном полугодии хорошие результаты: его выручка возросла на 43% до 6,7 млрд руб., в то время как EBITDA вышла из отрицательной зоны и составила 442 млн руб. при рентабельности 7%. Не хуже смотрелся сегмент нерудных строительных материалов, продемонстрировавший рост выручки на 21% до 1,7 млрд руб. и существенное повышение рентабельности по EBITDA – с 21% до 39%. Эти итоги свидетельствуют о том, что компания движется к намеченной цели – вертикальной интеграции бизнеса. Можно предположить, что показатели названных сегментов будут и дальше улучшаться. В сентябре первую продукцию дал цементный завод, строительство которого в Сланцевском районе Ленинградской области

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР

МСФО, млн долл.

	1 п/г 10	2010	1 п/г 11	2011П
Выручка	589	1 645	802	1 760
Валовая прибыль	156	431	202	
EBITDA	97	286	134	370
Процентные расходы	73	128	62	
Чистая прибыль	(20)	57	23	
Совокупный долг	1 151	1 040	1 278	
Краткосрочный долг	337	131	119	
Долгосрочный долг	813	909	1 159	
Денежные средства	117	44	55	
Чистый долг	1 033	997	1 223	1 380
Собственный капитал	1 628	1 744	1 864	
Активы	3 744	3 485	4 033	
Коэффициенты				
Рентаб. EBITDA (%)	16,5	17,4	16,7	21,0
Валовая рентаб. (%)	26,4	26,2	25,2	
EBITDA/Проц. расх.	1,3	2,2	2,2	
Долг/EBITDA		3,6	4,0	
Чистый долг/EBITDA		3,5	3,8	3,7
Долг/Собств. капитал	0,7	0,6	0,7	
Доля краткоср. долга	29	13	9	
CFO	(76)	(78)	(4)	
CFI	(192)	(148)	(81)	
CFF	294	181	89	
Капзатраты	(56)	(148)	(53)	(190)

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

было завершено летом. Ожидается, что в текущем году завод выпустит около 200 тыс. т цемента, а на полную производственную мощность (1,86 млн т) выйдет в следующем году. Более того, с конца 2010 г. компания отмечает удорожание выпускаемой продукции (после продолжительной стагнации цен), что позволило ей поднять цены на 5–27%.

Долговая нагрузка увеличилась. Общий и чистый долг Группы ЛСР за последние полгода увеличились на 23% до 1,28 млрд долл. и 1,22 млрд долл. соответственно. Основная причина – активная инвестиционная деятельность компании при отрицательном операционном денежном потоке. При этом Группа продолжила улучшать временную структуру долга: по итогам 1 п/г доля краткосрочной задолженности снизилась до 9,3% с и без того низкого значения 12,6% на конец 2010 г. Согласно презентации, опубликованной одновременно с финансовыми результатами 2010 г., до 45% долга подлежало погашению в 2015 г. Учитывая два выпуска биржевых облигаций с погашением в 2014 г., размещенных в марте и июле текущего года, можно предположить, что доля длинного долга несколько снизилась, однако она едва ли оказалась ниже 40%. Длинные деньги, нехарактерные для российских компаний, усиливают кредитный профиль эмитента, обеспечивая ему преимущество перед конкурентами. Между тем, из-за увеличения абсолютного значения долга коэффициент Чистый долг/EBITDA вырос с 3,5 на конец 2010 г. до 3,8 на конец 1 п/г 2011 г. Мы несколько изменили свой прогноз финансовых показателей компании на 2011 г., повысив ожидания по выручке до 2,1 млрд долл. и в то же время снизив ожидания по рентабельности по EBITDA до 17,5%. Таким образом, наш прогноз отношения Чистый долг/EBITDA вырос до 3,9–4.

Обширная инвестиционная программа. Группа ЛСР достаточно активно строит вертикально интегрированный холдинг, причем как за счет органического роста, так и за счет M&A, что выливается в существенные инвестиционные расходы. При отрицательном операционном денежном потоке в 1 п/г 2011 г., который составил минус 3,86 млн долл. и, к слову, был во многом «подпорчен» ростом дебиторской задолженности, компания потратила 52,7 млн долл. на строительство собственных объектов и 36,1 млн долл. – на приобретение других предприятий. Про ввод в эксплуатацию цементного завода в Сланцевском районе мы упоминали выше, новый крупный проект Группы – строительство кирпичного завода и прилегающей инфраструктуры в Ленинградской области. Производственная мощность предприятия составит 220 млн т условного кирпича в год, объем инвестиций оценивается в 10,2 млрд руб. В общей сложности инвестиционные расходы компании в нынешнем году мы прогнозируем на уровне 5 млрд руб.

Некоторые выпуски облигаций могут быть привлекательными. Опубликованная отчетность не рождает новых идей в отношении обращающихся облигаций компании. Долгое время выпуски Группы ЛСР торговались со средним спредом к ОФЗ, составляющим 220–230 б.п. Однако в настоящее время, с поправкой на изменившуюся конъюнктуру рынка, мы считаем справедливым значение около 300 б.п. В настоящий момент бумаги компании не отличаются высокой ликвидностью, что вкупе с резкими рыночными колебаниями привело к существенно расширению спредов между котировками на покупку и на продажу, и это усложняет оценку текущего уровня доходности. Таким образом, при оценке привлекательности бумаг мы прежде всего исходим из вышеуказанного размера кажущегося нам справедливым спреда к ОФЗ и рекомендуем приобретать бумаги, если фактический спред будет шире. При этом, учитывая циклический характер отрасли, в которой работает Группа ЛСР, следует принимать во внимание, что потенциал в бумагах компании может быть реализован лишь после того, как инвесторам станут понятны перспективы мировой экономики.

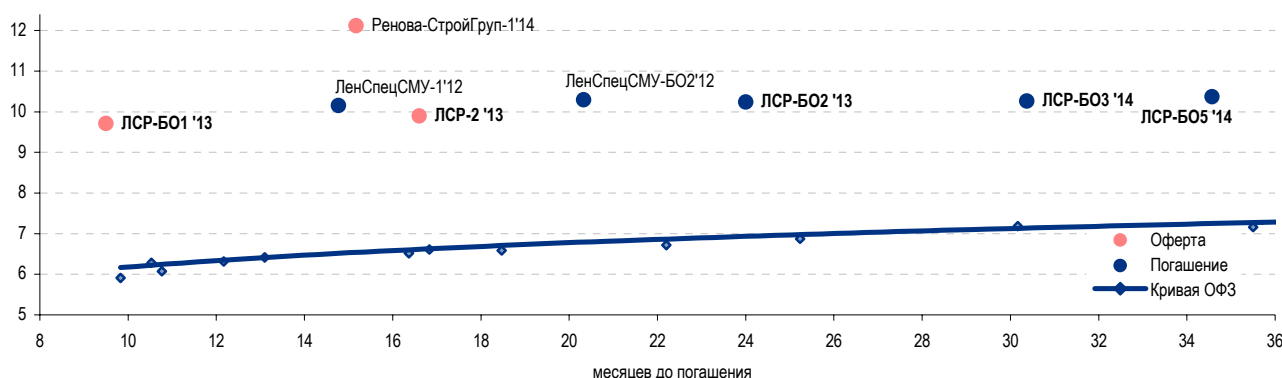
Предыдущие публикации:

26.07.2011 г. – Новый заем от одного из крупнейших девелоперов РФ. Группа ЛСР размещает пятую серию биржевых облигаций.

http://www.uralsibcap.ru/products/download/110726_LSR_Primary.pdf?docid=11065&lang=ru

Выпуски Группы ЛСР могут быть привлекательными

Облигации компаний строительного сектора, 21.09.2011



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

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, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru
Александр Доткин, dotkinas@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артеми Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

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

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Ольга Степаненко, stepanenkovaa@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 Мырсыкова, myrsikovann@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

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

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Редактирование/Перевод

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрэг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@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