

ЧИСТЫЙ ДОЛГ ПО-ПРЕЖНЕМУ ОТРИЦАТЕЛЬНЫЙ

Материнская компания ЛенСпецСМУ представила хорошие результаты по МСФО за 2011 г.

Продажи квартир опередили остальные сегменты по темпам роста.

Материнская компания ЛенСпецСМУ (В/-/-) Группа Эталон представила довольно сильные результаты по МСФО за 2011 г. и провела телефонную конференцию. Опубликованная отчетность отразила достойную рентабельность на всех уровнях и ускорение роста выручки во 2 п/г 2011 г. Выручка компании возросла на 11,9% (*здесь и далее – год к году*) и составила 22,7 млрд руб. (+15,7% до 774 млн долл.), что на 5% больше, чем мы предполагали. Росту показателя способствовало 25-процентное увеличение высокомаржинальных продаж квартир до 18,2 млрд руб. Как следствие, валовая прибыль поднялась на 21,5% до 370 млн долл., продемонстрировав опережающий рост по сравнению с выручкой, что позволило увеличить EBITDA на 22,9% до 279 млн долл. Наиболее динамичный рост показала чистая прибыль, которая увеличилась на 64% до 253 млн долл. благодаря чистому финансовому доходу в размере 47 млн долл.

Повышение рентабельности, несмотря на высокую базу. Валовая рентабельность Эталона в 2011 г. поднялась на 2,3 п.п. до 47,7% в связи с увеличением доли высокорентабельных продаж квартир (+8,5 п.п. до 80%) в выручке. Коммерческие расходы подскочили на 50% до 29 млн долл. на фоне усилий по стимулированию предпродаж, тогда как общие и административные издержки относительно выручки остались практически на уровне 2010 г. Рентабельность по EBITDA повысилась на 2,1 п.п. до 36%. Чистая рентабельность поднялась на 9,6 п.п. до 32,7%.

Рост продаж на 27%. В конце января Эталон представила операционные результаты за 4 кв. и весь 2011 г. Так, в 4 кв., традиционно сильным для рынка недвижимости, компания сумела заключить контракты на продажу 84,09 тыс. кв. м площади, что выше аналогичного показателя годичной давности на 14%. Средняя цена контракта (в 4 кв. 2011 г.) на продажу за год увеличилась на 9% до 71,72 тыс. руб. Всего же за 2011 г. компания увеличила объем продаж на 27% до 270 тыс. кв. м (+30% в стоимостном выражении до 18,3 млн руб.). Объем сданных площадей в 2011 г. увеличился на 57% до 328,4 тыс. кв. м, а объем площадей, переданных покупателям, – на 10% до 274,6 тыс. кв. м. Отметим, что существенный рост в относительных терминах отчасти можно объяснить эффектом низкой базы. Отдельно стоит упомянуть, что в 4 кв. 2011 г. компания начала предпродажи на пяти новых объектах (ЖК «Юбилейный квартал» и «Изумрудные Холмы») общей площадью 251,2 тыс. кв. м, ожидаемое поступление денежных средств от которых составляет около 566 млн долл.

Обращающиеся выпуски

LENSP (Bloomberg)

Выпуск	Валюта	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
LenSpetsSMU '15	USD	150	9,75	9 ноя 15	10,82
ЛенСпецСМУ-1	RUR	800	16,00	7 дек 12	8,23
ЛенСпецСМУ БО-2	RUR	1 500	14,50	23 май 13	9,42

Источники: ММВБ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

Ключевые показатели Группы Эталон

МСФО, млн долл.

	2010	1 п/г 11	2011
Выручка	691	330	774
Валовая прибыль	314	163	369
EBITDA	229	124	279
Чистая прибыль	159	96	253
Краткоср. активы	1 045	1 773	1 719
Краткоср. обязательства	525	576	529
Краткоср. долг	44	58	61
Долгоср. долг	208	273	263
Общий долг	252	331	323
Чистый долг	129	(244)	(168)
Капитал	390	1 026	1 027
Активы	1 135	1 882	1 826
Валовая рент., %	45,5	49,5	47,7
Рент. EBITDA, %	32,8	37,6	36,1
Коэф. тек.ущ. ликвид.	2,0	3,1	3,2
Долг / EBITDA	1,1		1,2
Чистый долг / EBITDA	0,6		
Капитал / Активы	0,3	0,5	0,6
Капитал / Долг	1,5	3,1	3,2
Доля краткоср. долга, %	17,5	17,6	18,7
Операц. денеж. поток	(40)	(62)	(132)
Денеж. поток от инв. деят.	(19)	(18)	(52)
Денеж. поток от фин. деят.	69	526	496
Капзатраты	(11)	(7)	(25)

Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

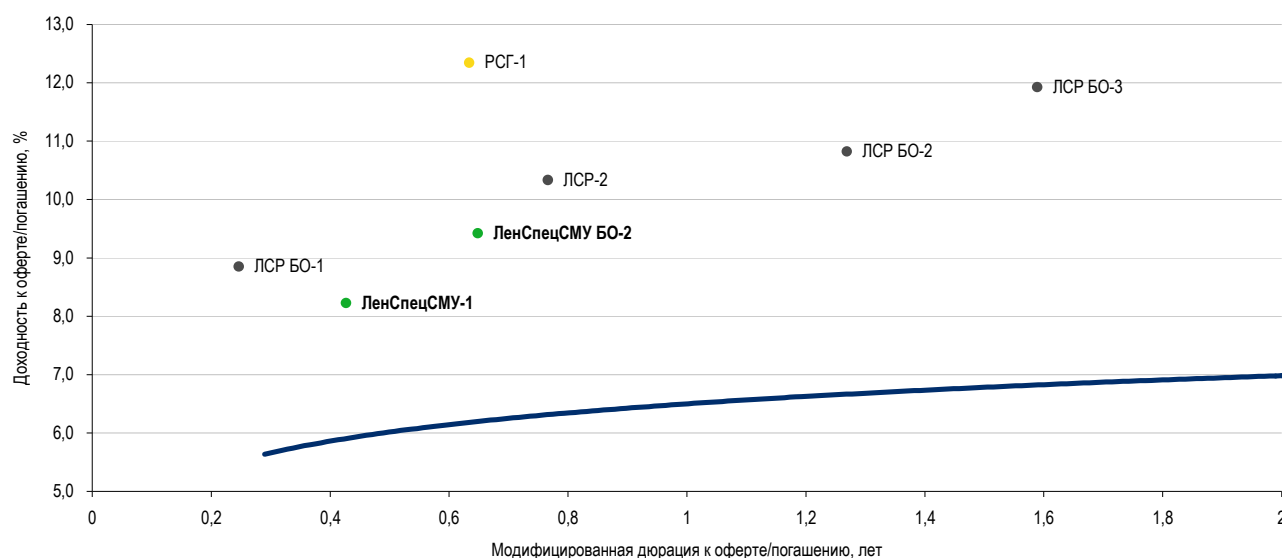
Материнская компания ЛенСпецСМУ представила хорошие результаты по МСФО за 2011 г.

Чистый долг – по-прежнему отрицательный. Общий долг компании к концу года достиг 323 млн долл., почти не изменившись за второе полугодие 2011 г. Чистый долг компании составил минус 168 млн долл. Согласно данным за более ранние периоды, почти весь долг находился на балансе ЛенСпецСМУ, в то время как денежные средства – на балансе материнской Эталон. Компания поддерживает солидный запас наличности – 491 млн долл., привлеченных в рамках IPO в апреле–мае 2011 г. В ноябре 2011 г. компания приняла решение выкупить до 9,25% собственных акций с рынка в течение года. Однако уже в начале марта Эталон сообщил о приостановке действия программы выкупа на неопределенный срок – на тот момент было выкуплено 2,9 млн ГДР по средней цене 4,86 долл./ГДР. Таким образом компания израсходовала на выкуп около 14,1 млн долл., что не оказало существенного влияния на финансовые показатели. Оставшиеся средства, как и планировалось, будут потрачены на приобретение новых проектов. В настоящий момент компания проводит due diligence пяти новых проектов в Москве и тринадцати в Санкт-Петербурге. Ранее планировалось, что новые проекты будут приобретены ЛенСпецСМУ путем ее докапитализации.

Большая часть потенциала в облигациях уже реализована. На наш взгляд, отчетность головной Группы Эталон, ключевым активом которой является ЛенСпецСМУ, достаточно достоверно отражает кредитный риск последней. В настоящее время на публичном рынке долга ЛенСпецСМУ представлена двумя амортизационными выпусками – ЛенСпецСМУ-1 (Модиф. дюр. 0,43 года; УТМ @ 8,23%) и ЛенСпецСМУ-02 (Дюр. 0,65 года; УТМ @ 9,42%). На момент нашей предыдущей рекомендации бумаги ЛенСпецСМУ, которая характеризуется наименьшим левериджем среди представленных на рынке девелоперов, торговались пусть с минимальной, но премией к выпускам Группы ЛСР. Сейчас эта диспропорция устранена, средний дисконт к облигациям Группы ЛСР составляет около 70 б.п., при этом мы отмечаем небольшой потенциал роста цены.

Основная часть потенциала в облигациях уже реализована

Рублевые облигации компаний строительного сектора, 20.03.2012



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@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

Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, halit@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкрug, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@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 2012