Ренова СтройГруп (B-/-/-)

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Кулаков, CFA, FRM, KulakovAn@uralsib.ru

13 июня 2012 года

КОНВЕРТАЦИЯ АКЦИОНЕРНЫХ ЗАЙМОВ В КАПИТАЛ СОКРАТИЛА ДОЛГ ВДВОЕ

Финансовые результаты 2011 г. по МСФО

Выручка и EBITDA снизились, однако рентабельность подросла. Ренова СтройГруп опубликовала аудированную консолидированную отчетность по МСФО за 2011 г., часть статей которой были раскрыты ранее в ходе телефонной конференции с инвесторами. Так, выручка компании снизилась на 21% относительно 2010 г. и составила 365 млн долл., что, однако, не отражает тенденции развития бизнеса, а является следствием учетной политики, принятой в отрасли. EBITDA по итогам года достигла 96 млн долл., однако без учета дохода от переоценки инвестиционной собственности этот показатель составил 51 млн долл., что на 13% ниже уровня годичной давности. При этом рентабельность компании выросла с 12,6% до 13,9% – благодаря почти полному отказу от практики продажи недвижимости по цене ниже рыночной, в том числе по контрактам с Минобороны. Чистая прибыль составила 52 млн долл. (-40% год к году).

Чистый операционный денежный поток вышел в плюс. Несмотря на негативную динамику основных показателей отчета о прибылях и убытках, компания опубликовала неплохой отчет о движении денежных средств, который более объективно отражает ее реальное финансовое положение. Так, величина чистого операционного денежного потока составила 33 млн долл. против минус 217 млн долл. годом ранее, что во многом связано с изменениями в оборотном капитале, в частности с сокращением дебиторской задолженности. Судя по комментариям компании, существенное сокращение дебиторской задолженности обусловлено погашением задолженности Минобороны по госконтрактам. Объем капзатрат составил 19 млн долл., что также способствовало выходу свободного денежного потока в зону положительных значений (14 млн долл.)

Конвертация большей части акционерных займов в капитал сократила долг почти вдвое. Общий долг компании на конец 2011 г. составил 351 млн долл., сократившись за год почти вдвое – в основном за счет осуществленной в декабре 2011 г. конвертации большей части (290 млн долл.) акционерных займов в капитал. Займы, предоставленные связанными сторонами, по-прежнему составляют около 46 млн долл. (13% всего долга). Чистый долг компании за 2011 г. сократился до 309 млн долл. Таким образом, отношение Чистый долг/EBITDA достигло 3,7, а если из расчета EBITDA исключить доход от переоценки инвестиционной собственности, то 6,1, что, хотя и ниже значения на конец 2010 г. (11,1), все же является более чем достаточным уровнем. В целом в структуре долгового портфеля компании, помимо займов от связанных сторон, доминируют кредиты, предоставленные Сбербанком (41% общего долга), а также выпуск рублевых облигаций (28%). Доля краткосрочной задолженности составила 27% – в текущем году компании предстоит рефинансировать или погасить около 96 млн долл., из которых 69 млн долл. представлено внешними займами. При этом согласно отчетности, на конец 2011 г. компания имела доступ к 107 млн долл. невыбранных кредитных средств. Таким образом, мы полагаем, что серьезных трудностей в обслуживании долга у компании в ближайший год не возникнет.

Обращающиеся выпуски

RENFIN (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
РСГ-1	3 000 R	10,75	25 дек 12	13,15

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Ключевые показатели РСГ

МСФО, млн долл.

	2010	1 п/г 2011	2011
Выручка	460	187	365
Валовая прибыль	91	59	110
EBITDA	58		51
Чистая прибыль	87	18	52
Долг	683	604	351
Чистый долг	647	533	309
Капитал	331	404	603
Активы	1 256	1 315	1 257
Валовая рентабельность, %	19,8	31,8	30,1
Рентабельность по EBITDA, %	12,6	-	13,9
Долг/EBITDA	11,8	6,6	6,9
Чистый долг/EBITDA	11,1	5,8	6,1
Акц. капитал/Активы	0,3	0,3	0,5
Акц. капитал/Долг	0,5	0,7	1,7
Коэфф. текущей ликвидности	0,9	1,2	1,8
Доля краткоср. долга, %	74,4	45,2	27,3
Опер. денежный поток	(217)	162	33
Ден. поток от инв. деятельности	(17)	(2)	(38)
Ден. поток от фин. деятельности	261	(132)	21
Капзатраты	(16)	(1)	(19)
Свободный ден. поток	(233)	160	14
Опер. ден. поток/Капзатраты	13,1	114,0	1,7

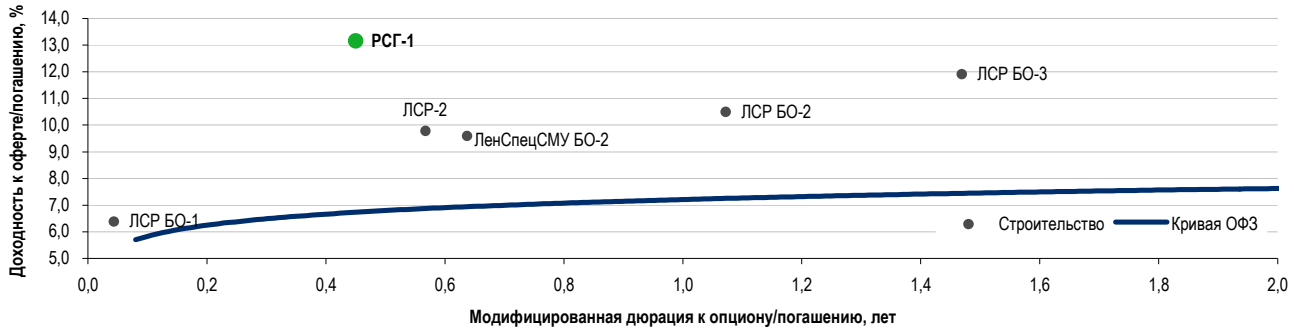
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

В апреле S&P присвоило компании долгосрочный рейтинг «B–». В середине апреля рейтинговое агентство S&P присвоило кредитный рейтинг «B-» с прогнозом «Стабильный» головной компании RSG International Ltd., а также дочерним РСГ-Финанс и ЭГК. Кроме того, такой же рейтинг был присвоен обращающемуся выпуску облигаций РСГ-Финанс-1, а также готовящемуся к размещению выпуску ЭГК. Конвертация большей части акционерных займов в капитал стала главным фактором, способствовавшим присвоению кредитного рейтинга. Агентство отметило, что ожидает сохранения высокого спроса и устойчивых цен на недвижимость на основных рынках присутствия компании. В качестве рисков была названа высокая доля выручки, приходящаяся на один объект (Академический), а также рентабельность по EBITDA ниже среднего. Кроме того, агентство обратило внимание на волатильность денежного потока, связанную, в частности, с потребностью наращивать оборотный капитал в виду активной фазы развития компании. В дальнейшем повышение рейтинга может произойти в случае роста рентабельности компании до среднего уровня для девелоперов на развивающихся рынках (20–30%), а также если компания в течение ближайших двух лет сможет генерировать стабильно положительный денежный поток. В то же время агентство может понизить рейтинг, если ликвидной позиции компании в ближайший год будет недостаточно для финансирования оборотного капитала и обслуживания долга.

Облигации привлекательны. Мы считаем, что опубликованная отчетность не окажет существенного воздействия на котировки облигаций компании, так как многие ее статьи были заранее известны. Мы уже неоднократно писали, что считаем интересной спекулятивной идеей единственный обращающийся выпуск компании – РСГ-Финанс-1 (модифицированная дюрация равна 0,45; YtP 13,15%). На наш взгляд, в настоящий момент потенциал сужения спреда уже по большей части реализован. Катализатором послужило присвоение рейтинга. Однако облигации компании предлагают достаточно интересную доходность для эмитента третьего эшелона с умеренно комфортным кредитным качеством и поддержкой влиятельного акционера. При этом нельзя не отметить возросшие в настоящее время риски, характерные для компаний цикличных отраслей, в частности для строительных компаний. Таким образом, мы считаем облигации Ренова СтройГруп привлекательными для инвесторов, толерантных к риску выше среднего. Важно упомянуть, что после присвоения рейтинга, облигации компании удовлетворяют критериям для включения их в ломбардный лист ЦБ РФ, что должно расширить потенциальный круг инвесторов и, как следствие, стимулировать рост цены.

Облигации Ренова СтройГрупп сохраняют привлекательность для инвесторов, толерантных к риску

Рублевые облигации девелоперских и строительных компаний, 09.06.2012



Источник: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
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@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 Грищенкова, 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 Мырсикова, 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 Девятов, 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
Наталия Березина, berezinana@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

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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, 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
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@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