

## САМЫЙ КОНСЕРВАТИВНЫЙ СРЕДИ ПУБЛИЧНЫХ ДЕВЕЛОПЕРОВ

### Финансовые результаты за 1 п/г 2012 г. и операционные за 3 кв. 2012 г.

**Снижение рентабельности на фоне роста выручки.** Etalon Group, материнская компания по отношению к известному застройщику ЛенСпецСМУ, опубликовала вчера финансовые результаты по МСФО за 1 п/г 2012 г. Выручка Etalon Group составила 12,2 млрд руб., увеличившись на 29% (здесь и далее – к показателю 1 п/г 2011 г., если не указано иное). Отметим, что согласно правилам, принятым в отрасли, выручка отражается в отчетности после передачи объекта конечному потребителю. Временной лаг, по данным компании, обычно составляет 12–18 мес. Показатель EBITDA за отчетный период снизился на 15% до 3,0 млрд руб., а рентабельность упала с 36,8% до 24,3%. Причина такой динамики EBITDA – рост доли сравнительно менее рентабельных строительных услуг в выручке. Кроме того, сказался неравномерный график передачи объектов недвижимости: результат 2011 г. оказался завышенным, а показатель 1 п/г 2012 г. пострадал. Чистая прибыль Etalon Group снизилась на 14% до 2,4 млрд руб. Выручка ЛенСпецСМУ за отчетный период составила 10,8 млрд руб., увеличившись на 52%. EBITDA выросла на 31% до 3,2 млрд руб. Чистая прибыль также увеличилась на 31% и составила 2,5 млрд руб.

#### Объем продаж положительно отразился на денежных потоках.

Чистый операционный денежный поток ЛенСпецСМУ составил по итогам полугодия 2,5 млрд руб. против минус 807 млн руб. годом ранее. На показатель повлияли изменения в рабочем капитале, которые, как мы понимаем, стали отражением высокого уровня продаж в 1 п/г 2012 г. Инвестиционные траты ЛенСпецСМУ составили 225 млн руб. (297 млн руб. у материнской компании) и, по всей видимости, были потрачены на покупку новых проектов, в том числе проекта «Галактика».

#### В мае группа приобрела крупнейший по меркам своего портфеля объект жилой недвижимости в Санкт-Петербурге.

В конце мая Etalon Group объявила о закрытии сделки по приобретению прав на развитие объекта жилой недвижимости в Санкт-Петербурге чистой продажной площадью около 680 тыс. кв. м. Проект под названием «Галактика» – крупнейший в портфеле компании – расположен на участке 38 га, где планируется возвести 22 здания высотой до 18 этажей. Как ожидается, «Галактика» станет новым жилым районом комфорт-класса, в 8,7 тыс. построенных квартир будут проживать порядка 22 тыс. человек. Завершение проекта намечено на 2020 г. Суммарный объем инвестиций мы оцениваем примерно в 1,3 млрд долл. Компания ожидает, что денежные поступления от проекта в 2013–2020 гг. составят около 2,2 млрд долл., – это предполагает среднюю стоимость квадратного метра на уровне 3,2 тыс. долл. Положительное влияние на денежные потоки проект начнет оказывать не ранее 2013 г., а в отчете о прибылях и убытках он впервые будет отражен, скорее всего, в 2015 г. Проект увеличит чистую продаваемую площадь Etalon Group на 21% до приблизительно 3,9 млн кв. м, а стоимость портфеля может вырасти более чем на 10% и достигнуть порядка 2,021 млрд долл.

#### Обращающиеся выпуски

LENSP (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
LenSpetsSMU '15	150 \$	9,75	9 ноя 15	
ЛенСпецСМУ-1	400 R	16,00	7 дек 12	9,98
ЛенСпецСМУ БО-2	1 100 R	14,50	23 май 13	8,82

Источники: ММББ, Bloomberg, оценка УРАЛСИБа

#### Ключевые показатели Etalon Group

МСФО, млн долл.	1 п/г 12		
	1 п/г 11	2011	1 п/г 12
Выручка	9 412	22 741	12 157
Валовая прибыль	4 659	10 853	4 360
ЕБИТДА	3 467	7 909	2 958
Чистая прибыль	2 751	7 440	2 369
Кратк. активы	49 793	55 365	59 134
Кратк. обязательства	16 164	17 049	19 111
Кратко-срочный долг	1 632	1 950	3 375
Долгосрочный долг	7 658	8 456	7 466
Общий долг	9 290	10 406	10 841
Чистый долг	(6 856)	(5 405)	(5 467)
Капитал	28 806	33 056	35 412
Активы	52 851	58 784	62 352
Валовая рентабельность	49,5	47,7	35,9
Рент. ЕБИТДА	36,8	34,8	24,3
Коэф. текущей ликвидности	3,1	3,2	3,1
Долг/ЕБИТДА		1,3	1,5
Чистый долг/ЕБИТДА		-	-
Капитал/Активы	0,5	0,6	0,6
Капитал/Долг	3,1	3,2	3,3
Доля кр. долга	17,6	18,7	31,1
СФО	(1 776)	(3 873)	115
СФИ	(524)	(1 532)	(1 670)
СФФ	15 014	14 581	306
Капзатраты	(191)	(726)	(297)

Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

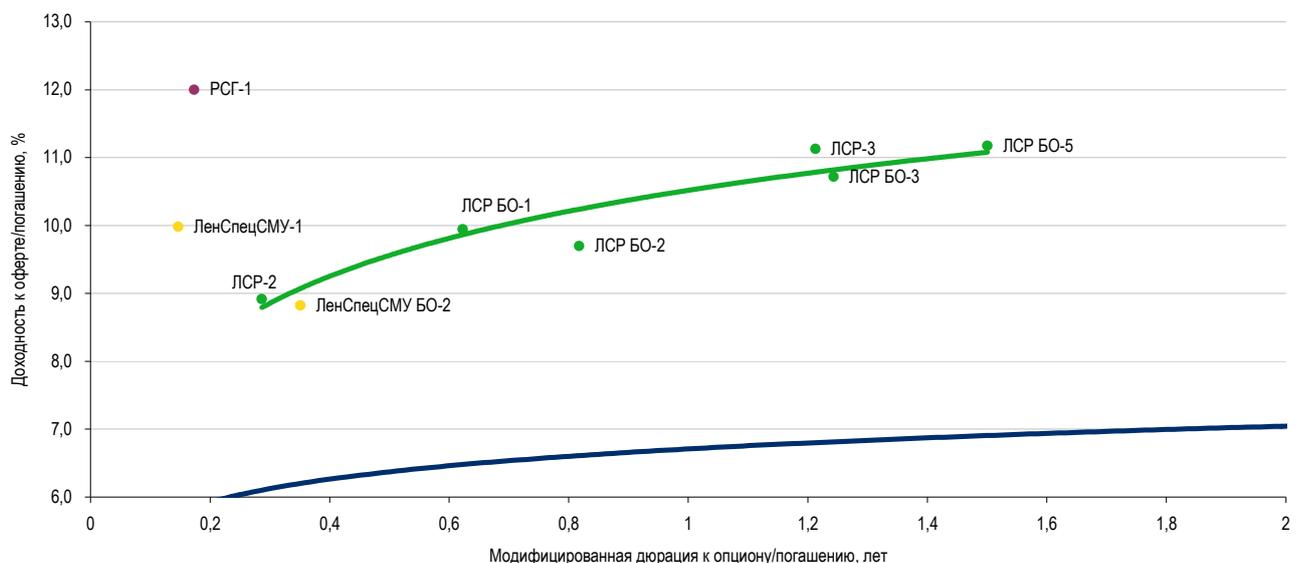
**Чистый долг материнской компании остается отрицательным, долговая нагрузка дочки снижается.** Величина консолидированного долга Etalon Group в 1 п/г 2012 г. выросла на 4% до 10,8 млрд руб., из них 10,2 млрд руб. находятся на балансе ЛенСпецСМУ. Консолидированный чистый долг за отчетный период не изменился, оставшись отрицательным: минус 5,5 млрд руб. Чистый долг ЛенСпецСМУ составил 2,9 млрд руб. (при его расчете, помимо денежных средств на балансе, мы учитываем объем средств на банковских депозитах), сократившись за полугодие на 41%. Таким образом, показатель Чистый долг/ЕБИТДА продолжил снижаться и составил 0,45 – более чем комфортный уровень (на конец 2011 г. было 0,87). Etalon Group сохраняет на балансе большой объем денежных средств, полученных в результате IPO, проведенного в апреле-мае 2011 г. – 13,3 млрд руб. Еще 3 млрд руб. размещены на краткосрочных депозитах. Доля краткосрочного долга выросла до 31% – в течение ближайшего года компании предстоит погасить обязательства на 3,4 млрд руб., из которых 1,5 млрд руб. представлены обращающимися амортизационными облигационными займами. Мы считаем высоковероятным выход ЛенСпецСМУ на первичный долговой рынок с новым предложением еще в нынешнем году – в конце сентября компания приняла решение о размещении пятилетнего выпуска второй серии в объеме 5 млрд руб.

**Операционные результаты: рост продаж в 3 кв. 2012 г.** Etalon Group представила также операционные результаты 3 кв. 2012 г. В указанный период компания заключила контракты на продажу 75,1 тыс. кв. м. недвижимости, что выше уровня 3 кв. 2011 г. на 18%. Стоимость заключенных контрактов составила 5,6 млрд руб. – это превышает показатель предыдущего квартала на 28% и отражает рост средней цены квадратного метра на 9% до 74 тыс. руб. Около 82% продаж пришлось на ключевой для компании рынок, Санкт-Петербург. В 3 кв. 2012 г. компания завершила строительство одного из крупнейших своих проектов – проекта «Юбилейный квартал» чистой продаваемой площадью 602 тыс. кв. м., который был начат в 2007 г. Компания ожидает, что 4 кв. по традиции станет лучшим в году по объему заключенных контрактов, что позволит ей выполнить годовой план, предусматривающий 25-процентный рост объема проданной площади. Также по итогам года группа намерена запустить восемь новых проектов – семь в Санкт-Петербурге и один в Москве – общей продаваемой жилой площадью 1,5 млн кв. м. Строительство двух объектов – «Ласточкино гнездо» и «Дом на Тухачевского» – уже началось, остальные должны быть начаты до конца 2012 г.

**Рублевые облигации дочерней ЛенСпецСМУ достаточно привлекательны, но имеют короткий срок обращения.** На внутреннем долговом рынке обращаются два низколиквидных амортизационных выпуска ключевой «дочки» Etalon Group, ЛенСпецСМУ – ЛенСпецСМУ-1 (модиф. дюрация 0,1; УТМ 9,98%) и ЛенСпецСМУ БО-02 (модиф. дюр. 0,4; УТМ 8,82%). В целом кредитоспособность ЛенСпецСМУ в обозримом будущем не вызывает опасений, учитывая баланс головной Etalon Group. Короткий выпуск погашается уже в декабре и едва ли представляет интерес. Выпуск серии БО-02, торгующийся с дисконтом в 30 б.п. к кривой ЛСР, гасится в конце мая 2013 г. и может быть интересен с точки зрения удержания до погашения инвесторам, которых не пугает амортизационная структура займа компании и, как следствие, повышенный риск рефинансирования.

### Облигации ЛенСпецСМУ довольно привлекательны, однако имеют короткий срок обращения

Рублевые облигации компаний сектора девелопмента и строительства, 09.10.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Самый консервативный среди публичных девелоперов

**Ключевые показатели Etalon Group и ЛенСпецСМУ**

МСФО, млн руб.

	Etalon Group			ЛенСпецСМУ		
	1 п/г 11	2 011	1 п/г 12	1 п/г 11	2 011	1 п/г 12
Выручка	9 412	22 741	12 157	7 081	18 144	10 788
Валовая прибыль	4 659	10 853	4 360	3 091	7 005	3 971
ЕБИТДА	3 467	7 909	2 958	2 442	5 665	3 187
Чистая прибыль	2 751	7 440	2 369	1 922	3 933	2 520
Кратк. активы	49 793	55 365	59 134	31 395	37 262	41 022
Кратк. обязательства	16 164	17 049	19 111	14 309	14 831	17 196
Краткосрочный долг	1 632	1 950	3 375	1 654	1 938	2 587
Долгосрочный долг	7 658	8 456	7 466	7 591	8 452	7 615
Общий долг	9 290	10 406	10 841	9 244	10 391	10 202
Чистый долг	(6 856)	(5 405)	(5 467)	6 281	4 937	2 896
Капитал	28 806	33 056	35 412	13 181	17 292	19 854
Активы	52 851	58 784	62 352	35 111	40 674	44 859
Валовая рентабельность	49,5	47,7	35,9	43,6	38,6	36,8
Рентабельность по ЕБИТДА	36,8	34,8	24,3	34,5	31,2	29,5
Коэф. текущей ликвидности	3,1	3,2	3,1	2,2	2,5	2,4
Долг/ЕБИТДА		1,3	1,5		1,8	1,6
Чистый долг/ЕБИТДА		-	-		0,9	0,5
Капитал/Активы	0,5	0,6	0,6	0,4	0,4	0,4
Капитал/Долг	3,1	3,2	3,3	1,4	1,7	1,9
Доля краткосрочного долга	17,6	18,7	31,1	17,9	18,7	25,4
СFO	(1 776)	(3 873)	115	(807)	106	2 492
СFI	(524)	(1 532)	(1 670)	(53)	(1 750)	(841)
СFF	15 014	14 581	306	(101)	2 305	(839)
Капзатраты	(191)	(726)	(297)	(89)	(401)	(225)

Источники: данные компании, оценки УРАЛСИБа

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@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

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@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 Мырскова, 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

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru

#### Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievds@uralsib.ru

#### Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

#### Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

## Редактирование/Перевод

#### Русский язык

Андрей Пятигорский, pya\_ae@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