

Группа ЛенСпецСМУ

Ильин Илья
ilin_io@nomos.ru

Сегодня, после продолжительного перерыва, первичный долговой рынок пополнится представителем строительного сектора – Холдингом ЛенСпецСМУ, который проведет размещение 3–летнего рублевого выпуска облигаций объемом 2 млрд руб. По итогам закрытия книги заявок ставка купона составила 16% (УТМ 16,99%).

ЛенСпецСМУ (ЛСС) – один из ведущих российских строительных холдингов, главным образом ориентирующийся на Северо–Западный регион России. В 2008 году по объему ввода жилья в эксплуатацию в Санкт–Петербурге Группа заняла 12,8% рынка при выручке 13 млрд руб.

В настоящее время на публичном рынке обращается выпуск ЦУН ЛенСпецСМУ (УТМ 14,4%) серии 02 с погашением через месяц, а также еврооблигации с погашением в августе следующего года.

Новый выпуск предполагает более комфортную юридическую структуру – в отличие от предыдущих эмитентов является головная компания – ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ», при поручительстве ЗАО «ЦУН» (эмитент двух предыдущих займов), реализующей маркетинговые и сбытовые функции Группы. Помимо этого, выпуск включает амортизационные выплаты – по 20% каждые 6 месяцев, начиная с года обращения, что существенно образом сокращает его дюрацию.

Параметры облигационного займа	
ЛенСпецСМУ	
Эмитент	ЗАО ССМО "ЛенСпец СМУ"
Выпуск	Серия 01
Объем выпуска	2 млрд руб.
Купонный период	4 раза в год
Ставка купона	16%
Срок обращения	3 года
Дата размещения	23.12.2009

Источник: данные Организатора

Ситуация в отрасли

Строительный сектор оказался одним из наиболее пострадавших в результате развития кризиса. Общее сжатие ликвидности привело к «заморозке» кредитования, что на корпоративном уровне перекрыло участникам отрасли доступ к денежным ресурсам для рефинансирования текущих обязательств, а на потребительском – привело к проблемам со сбытом жилья в связи со снижением покупательской способности населения, в том числе за счет «отмены» ипотеки. Вследствие этого участники отрасли были вынуждены сконцентрироваться на завершении текущих проектов, а также пересмотреть свою сбытовую политику.

По расчетам Росстата, с января по октябрь 2009 года в Санкт–Петербурге было введено 1200 тыс. кв. м., что на 21,5% уступает показателям аналогичного периода прошлого года. При этом необходимо, учитывать, что данные не слишком наглядно отражают обстановку в отрасли, поскольку относятся к достройке объектов, заложенных еще в докризисный период. Таким образом, поскольку строительство новых объектов было приостановлено, потенциально в следующем году рынок может сжаться в большей степени.

По данным Ассоциации Строителей России (АСР), с начала 2009 года к ноябрю средняя стоимость квартир в сегменте масс–маркет в Санкт–Петербурге на первичном и вторичном рынке снизилась на 19% до 73,4 и 82,9 тыс. руб./за кв.м. соответственно. Причем, как мы понимаем, в расчет берутся лишь официальные данные компаний.

Обозначим, что спад отрасли в свою очередь отразился и на снижении стоимости строительных материалов, и на себестоимости строительства в целом – по данным АСР, с сентября–октября прошлого года соответствующие затраты уменьшились на 16,64% и 11,89%.

Операционный профиль

Операционные показатели, озвученные ЛСС, выглядят несколько лучше общеотраслевых, в частности, цены реализации снизились на 17%. Кроме того, по итогам текущего года в эксплуатацию Группа планирует сдать 337 тыс. кв. м. жилья, что на 18,2% меньше результатов 2008 года.

За 9 месяцев текущего года в годовом сопоставлении количество договоров ЛСС на первичном рынке сократилось более чем на 50% – до 1884 контрактов. В то же время, по сообщениям самой Компании, по итогам 6 месяцев 2009 года доля ЛСС от общего числа сделок на этом рынке выросла с 14 до 30%. Таким образом, Группа сравнительно успешно справляется с основной проблемой сектора – привлечением новых клиентов.

Благодаря активной работе с клиентской базой доля отказов от объектов жилья, а также дефолтов по обязательствам в 2009 году оставалась умеренной – за 3 квартала стоимость расторгнутых договоров составила 7,1% от общего объема продаж за период.

Структура запасов 2008-2009		
млн руб.	2008	1п2009
готовая продукция, в т.ч.	9 238	9 065
собственные кв-ры	8 470	6 939
незавершенное производство, в т.ч.	16 963	15 212
жилищное строительство	15 947	14 159
гаражное строительство	1 015	1 053
Всего:	26 249	24 321

Источник: данные Компании.

Финансовый профиль

Группа ЛенСпецСМУ отличается достаточно высокой степенью информационной прозрачности и регулярно публикует отчетность по МСФО, в том числе по итогам 6 месяцев 2009 года. Также часть более актуальных показателей приводится в презентации, предоставленной в преддверии размещения выпуска облигаций.

По результатам 1 половины 2009 года относительно аналогичного периода прошлого года выручка выросла более чем вдвое до 9,59 млрд руб. При этом обозначим, что вследствие особенностей учета, величина выручки в большей степени отражает темпы ввода объектов в эксплуатацию и не позволяет оценивать операционные денежные потоки, полученные за отчетный период.

Более репрезентативным является приведенный Компанией показатель поступления денежных средств от покупателей, который свидетельствует о существенном сокращении денежных поступлений – за 10 месяцев текущего года составивших 10,4 млрд руб., при 21,27 млрд руб. по итогам всего 2008 года.

В то же время, операционный поток позволил ЛСС серьезным образом сократить совокупный долг, величина которого с января по ноябрь снизилась с 6,5 млрд до 4,26 млрд руб. За указанный период Группа погасила обязательства перед Росбанком на 166 млн долл. и ВТБ на 35 млн долл. Кроме того, провела пролонгацию кредитной линии Росбанка объемом 42,9 млн долл. и реструктуризацию выпуска еврооблигаций, по результатам которой ежеквартально производит амортизационные выплаты в размере 33,34 млн долл. вплоть до августа следующего года.

Агентство S&P в обосновании кредитного рейтинга ЛСС отмечает, что Компания имеет около 75 млн долл. законтрактованных денежных потоков в 2010 году и порядка 35 млн долл. в 2011 году.

Наиболее уязвимым звеном в кредитном профиле Эмитента является структура долга – на конец октября доля краткосрочной задолженности составляла около 70% (3 млрд руб.), причем основной платеж – 1,5 млрд руб., в т.ч. погашение облигаций 2 серии на 580 млн руб. придется на 1 квартал следующего года. В то же время, успешное размещение нового трехлетнего выпуска на 2 млрд руб. фактически снимает текущие проблемы ликвидности.

Около 80% кредитного портфеля номинировано в иностранной валюте, однако

валютные риски в значительной мере нивелируются привязкой цен на жилье к курсу доллара.

млн руб.	Группа ЛенСпецСМУ				
отчетный период	2007	2008	1 п2008	1 п2009	изм 20 09/2008, %
Основные финансовые показатели					
Активы	21 189	36 055	-	34 205	-5.1%
Капитал	2 098	3 883	-	6 042	55.6%
Авансы полученные	10 163	20 078	-	16 041	-20.1%
Финансовый долг	6 655	6 619	-	6 638	0.3%
Чистый долг	6 487	6 485	-	6 478	-0.1%
Краткосрочный долг	2 488	3 683	-	4 834	31.3%
Ден. средства	168	134	-	160	19.4%
Выручка	8 903	13 024	4 615	9 593	107.9%
EBITDA	2 138	6 323	1 180	3 826	224.2%
Чистая прибыль	1 027	1 930	849	2 159	154.3%
Показатели эффективности и покрытия долга					
Чист. долг/активы	0.31	0.18	-	0.19	-
Чист. долг/EBITDA	3.03	1.03	-	0.85	-
Краткоср. долг/фин. долг	0.37	0.56	-	0.73	-
Рентабельность EBITDA	24.0%	48.5%	-	39.9%	-
Рентабельность ЧП	11.5%	14.8%	-	22.5%	-

Источник: данные Компании,

Заключение

Подводя итог вышесказанному, отметим, что, несмотря на общую стагнацию отрасли и существенное сокращение денежных поступлений, на текущий момент Эмитент сохраняет довольно устойчивое положение, благодаря активной работе как по привлечению новых, так и с имеющимися клиентами, обеспечивая поступление заказов и приток денежных ресурсов. Кроме того, размещение нового выпуска облигаций практически полностью снимает текущие потребности Холдинга в рефинансировании краткосрочных обязательств.

Негативными факторами кредитного профиля Холдинга являются высокая степень зависимости от внешнего финансирования в более долгосрочном периоде и конъюнктура отрасли, отличающаяся нестабильностью, что затрудняет прогнозирование денежных потоков в перспективе.

По итогам закрытия книги заявок на участие в размещении ставка купона по выпуску ЛенСпецСМУ ССМО серии 01 составила 16% (УТМ 16,99%) при предварительном ориентире 16–17%. На наш взгляд, учитывая сопутствующие ЛСС риски, ставку размещения можно считать достаточно невысокой. Интерес к выпуску на вторичном рынке «подогревается» возможным включением бумаг в Ломбардный список ЦБ, чему, в частности, способствует достаточный уровень рейтингов ЗАО ССМО «ЛенСпец СМУ», выступающего эмитентом облигаций. Кроме того, потенциальный рост котировок, по-видимому, будет определяться общей конъюнктурой долгового рынка, в особенности отношением инвесторов к рискам 2-го и 3-го эшелонов.

Контакты

Номос-Банк (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext. 4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полютков Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.