

ЛенСпецСМУ: Новые горизонты устойчивого развития

Комментарий к размещению
Российский рынок облигаций
Декабрь 2012 г.

Выводы

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» предлагает инвесторам новый облигационный заем 2-й серии объемом 5 млрд руб.

Кредитное качество ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» остается на хорошем уровне. В текущем году S&P подтвердило международный кредитный рейтинг Эмитента на уровне «В», одновременно изменив прогноз по нему со «Стабильного» на «Позитивный».

Целью размещения новых облигаций Эмитентом является увеличение доли долгосрочных заимствований в кредитном портфеле Эмитента и сокращение доли задолженности в иностранной валюте.

Инвестиционное резюме

Один из крупнейших игроков рынка. ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» (далее «Компания», «ЛСС» или «ЛенСпецСМУ») - одна из крупнейших строительных компаний Северо-Западного региона России. Начиная с 2000г., среднегодовая доля Компании на рынке строительства жилой недвижимости в Санкт-Петербурге составляет около 11%.

Прозрачность бизнеса. Компания практикует широкое раскрытие информации, как добровольное, так и обязательное. В открытом доступе представлена аудированная отчетность по МСФО с 2003г., кредитная история, операционные и финансовые показатели, обновляемые на регулярной основе (<http://finance.lenspecsmu.ru>).

Вертикальная интеграция ЛСС, позволяющая эффективно контролировать затраты и доходность, а также минимизировать сопутствующие риски. Начиная с 2008г. рентабельность по EBITDA ЛСС не опускалась ниже 29% благодаря эффективной политике продаж и управления себестоимостью.

Узнаваемость бренда способствует привлечению новых клиентов. За 25 лет Эмитентом было построено более 130 объектов недвижимости, площадью свыше 3 млн кв. м.

Устойчивость и стабильность в условиях кризиса. Финансовый кризис имел негативные последствия для рынка недвижимости, однако ЛСС в этих условиях выглядела существенно лучше среди отраслевых аналогов (снижение выручки и рентабельности в 2010г. составило всего -2,5% и -7,7% к показателям 2009г., соответственно). Начиная с 2011г. негативный тренд был преодолен, а в 1П2012г. Компания продемонстрировала рост выручки на 52,4% (до 10,8 млрд. руб.) и EBITDA на 30,5% (до 3,2 млрд. руб.) относительно 1П2011г.

Стабильно низкая долговая нагрузка. Несмотря на существенный рост долговой нагрузки в абсолютных величинах в период 2008-1П2012г. (на 54,1% до 10,2 млрд руб.), в относительных показателях долговая нагрузка остается стабильно низкой: чистый долг/EBITDA по состоянию на 30.06.2012г. составляет 0,5х, а совокупный долг/собственный капитал 0,6х при значительном резерве ликвидности (7,3 млрд руб.)

История публичных заимствований. К настоящему времени Компанией размещено 2 выпуска рублевых облигаций и 2 выпуска еврооблигаций.

Диверсифицированный портфель проектов с общей продаваемой площадью около 2 млн кв. м и сроком освоения до 2020г. Текущий земельный банк позволяет начинать новое строительство до 2017г., что покрывает период обращения нового выпуска облигаций.

Параметры займа

Эмитент	ЗАО ССМО "ЛенСпецСМУ"
Выпуск	ЛенСпецСМУ (серия 02)
Поручитель	-
Рейтинг эмитента (S&P)	(В)/Поэ/В.ruA
Рейтинг выпуска (S&P)	В .ruA
Гос. регистрационный номер	4-02-17644-J
Объем займа	5 млрд руб.
Купонный период	Три месяца
Срок обращения	Пять лет
Амортизация	Предусмотрена
Ориентир по ставке купона	12,50 – 13,00%
Ориентир по доходности	УТМ 13,10 – 13,65%
Тип размещения	Книга заявок
Открытие книги	Предварительно 12 декабря 2012 г.
Закрытие книги	Предварительно 14 декабря 2012 г.
Размещение на ММВБ	Предварительно 18 декабря 2012 г.
Организаторы	Альфа-Банк, Райффайзенбанк, Промсвязьбанк

Ключевые финансовые показатели Группы компаний «ЛенСпецСМУ» по МСФО, млн руб.

	2010	2011	1П 2012
Выручка	17 709	18 144	10 788
ЕБИТДА	5 687	5 665	3 187
Операционный ден. поток	(1 245)	106	2 492
Капитальные вложения	(276)	(1 750)	(841)
Свободный ден. поток	(1 521)	(1 644)	1 651
Совокупный долг	9 164	10 391	10 202
Собственный капитал	10 173	16 056	18 460
Активы	34 295	40 674	44 859

Кoeffициенты

Рентабельность EBITDA, %	32,1	31,2	29,5
EBITDA/Проц. расходы (x)	9,4	25,9	52,2
Долг/ EBITDA* (x)	1,6	1,8	1,6
Чистый долг/ EBITDA* (x)	1,1	0,9	0,5

Источники: данные отчетности по МСФО Группы компаний «ЛенСпецСМУ», <http://finance.lenspecsmu.ru>

*EBITDA за скользящий год

Группа кредитного анализа

Инвесторы могут исходить из предположения, что Альфа-Банк или аффилированные с ним структуры получили компенсацию за инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, в течение 12 месяцев, предшествующих дате рассылки данного исследования, и намерен получить компенсацию за другие инвестиционно-банковские или неинвестиционно-банковские услуги, связанные с ценными бумагами, от компаний, анализируемых в данном исследовании, в течение следующих трех месяцев. Все заключения, прогнозы и оценки, содержащиеся в данном исследовании, отражают мнение его авторов на дату публикации и могут быть изменены без предупреждения.

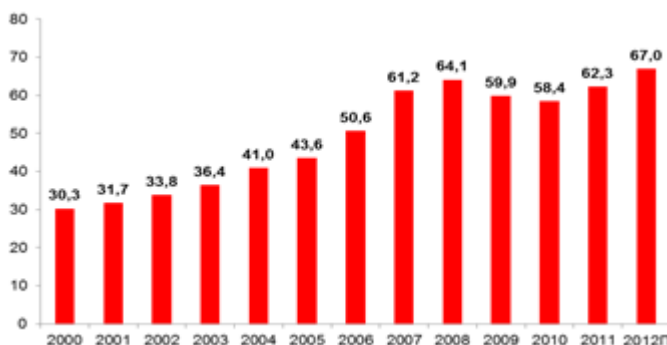
Рынок недвижимости: преодоление последствий кризиса

В настоящее время российский рынок недвижимости постепенно восстанавливается от последствий глобального экономического и финансового кризиса. Значительное снижение платёжеспособного спроса и удорожание заёмного финансирования в период кризиса явились тестом на учтливость ведения бизнеса компаниями строительной отрасли. С 2000г. по 2008г. средний темп роста объемов строительства жилых домов ежегодно составлял 14%. 2009г. показал снижение ввода общей площади жилья на 6,5% по сравнению с годом ранее, а в 2010г. падение продолжилось и составило 2,4%.

Тем не менее, уже в 2011г. строительный рынок продемонстрировал первые признаки роста в связи с наметившимся восстановлением спроса, при этом по прогнозам Минрегиона в 2012г. рост физического объема ввода в действие жилых домов достигнет 7,5%, что в абсолютном значении составит 67 млн кв. м. и позволит превысить показатели докризисного уровня.

Объем работ в строительстве за 9М2012г. вырос на 10,7% по отношению к аналогичному показателю соответствующего периода предыдущего года, и в абсолютном значении составил 3,6 трлн руб.

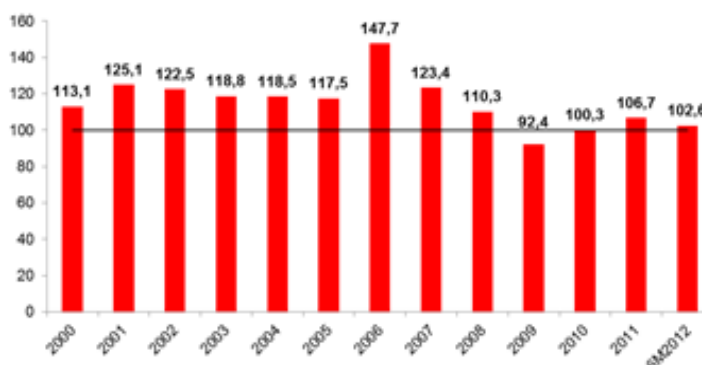
Илл. 1 Динамика ввода в действие жилых домов в России, млн кв. м



Источник: Росстат, оценки Минрегиона

Падение объемов ввода в действие жилых домов в результате финансового кризиса сопровождалось снижением цен на жилье в среднем на 7,6% по России в 2009г., однако уже в 2010г. был отмечен небольшой рост цен, составивший лишь 0,3%. По итогам 2012г. ожидается, что темп роста цен на жилую недвижимость не превысит уровня инфляции.

Илл. 2 Индексы цен на первичном рынке жилья в России



Источник: Росстат

Начиная с 2011 г. строительная отрасль демонстрирует восстановление после кризиса 2008-2010 гг.

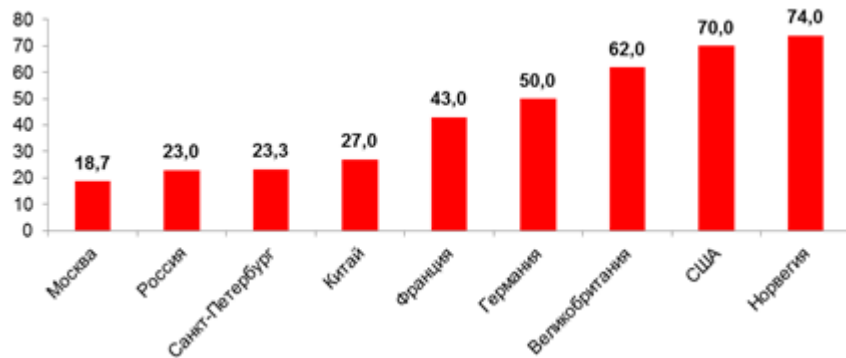
В 2012 г. ожидается рекордный объем ввода в эксплуатацию, превышающий докризисный уровень

Российский рынок недвижимости имеет существенный потенциал роста

Следует подчеркнуть, что даже при выходе на докризисный уровень ввода в действие жилых домов показатель жилой площади на душу населения в Российской Федерации по-прежнему останется на крайне низком уровне. По обеспеченности жильем Российская Федерация отстает от Китая на 17%, от Германии в 2,2 раза, а от США – в 3 раза. Таким образом, в российском рынке заложен существенный потенциал роста, который может быть использован лидерами рынка жилищного строительства.

По данным Росстата, более 40% жилого фонда России было построено до 1970 г. и еще 46% за период с 1971 по 1995 гг.

Илл. 3 Обеспеченность жильём, кв. м на 1 чел.



Источник: Росстат, оценки Альфа-Банка

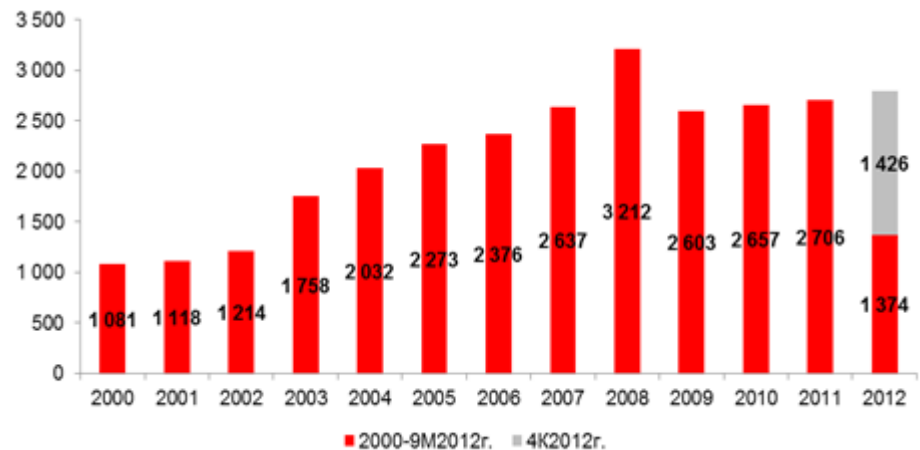
Рынок недвижимости Санкт-Петербурга: умеренная привлекательность

Среди субъектов Российской Федерации за 6М2012г. наибольшие объемы жилищного строительства зафиксированы в Московской области, на которую пришлось 9,5% от сданной в эксплуатацию общей площади жилья по России. При этом доля сданных площадей в Ленинградской области и Санкт-Петербурге составила за аналогичный период 4,5%.

На данные субъекты РФ приходится чуть больше половины введенной общей площади жилья в России.

По данным Росстата за 9М2012 г. в Санкт-Петербурге и Ленинградской области физический объем ввода жилых домов составил 1 374 тыс. кв. м. Однако, принимая во внимание, что значительный объем площадей традиционно сдается в четвертом квартале, администрация Санкт-Петербурга по итогам текущего года ожидает, что объем ввода жилья составит 2 800 тыс. кв. м.

Илл. 4 Динамика ввода в эксплуатацию жилых домов в Санкт-Петербурге, тыс. кв. м

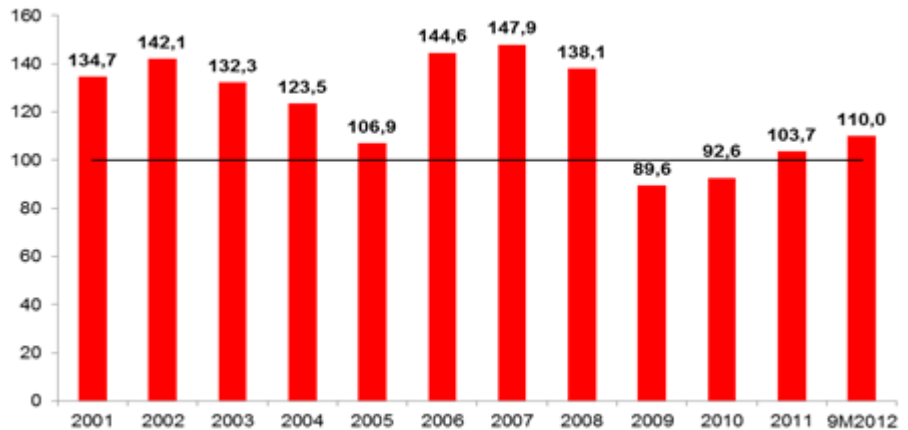


Источник: Петростат, оценки Альфа-Банка

Тенденция падения цен на первичное жилье по РФ в 2009-2010гг. сохранялась и для вновь вводимого жилья в Санкт-Петербурге. Так, в 2009г. средняя стоимость жилья в этом регионе снизилась на 10,4%, падение продолжилось в 2010г. и составило 7,4%. В 2011г. падение цен на жилье сменилось незначительным ростом, среднее значение которого составило 3,7%. Однако, показатели за 9М2012г. свидетельствуют о наметившемся росте цен на первичное жилье на уровне 10%.

Санкт-Петербург – один из лидеров жилищного строительства в России

Илл. 5 Индексы цен на первичном рынке жилья в Санкт-Петербурге, %



Источник: Петростат, агентство bn.ru

В целом рынок недвижимости Санкт-Петербурга, продолжает оставаться привлекательным для ведущих компаний, работающих в этом регионе.

ГК «Эталон» и ГК «ЛенСпецСМУ»: общее и частное

Группа компаний «ЛенСпецСМУ» (центр консолидации – ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ») входит в состав Группы компаний «Эталон» (центр консолидации – Etalon Group Limited, Guernsey) и полностью контролируется ею.

Конечными бенефициарами ГК «Эталон» по состоянию на момент проведения IPO (15.04.2011), согласно официальной информации компании, являются семья Заренковых (47,2%), менеджмент компании (12,4%) и институциональные инвесторы (Baring Vostok Funds – 11,1% и Gazprombank Funds – 1,4%). Ещё 27,9% акций находится в свободном обращении на Лондонской фондовой бирже (LSE: ETLN).

В структуре ГК «Эталон» Группа компаний «ЛенСпецСМУ» представляется как вертикально-интегрированный субхолдинг, существующий с 1987 года и реализующий проекты на территории Санкт-Петербурга.

Сопоставление данных консолидированной отчетности по МСФО по ГК «Эталон» и ГК «ЛенСпецСМУ», а также индивидуальной отчетности по МСФО по ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ», позволяет утверждать, что ГК «ЛенСпецСМУ» по набору ключевых показателей обеспечивает 55-99% от показателей ГК «Эталон» (за 6M2012: по активам – 72%, денежным средствам и депозитам – 55%, долговой нагрузке – 94%, выручке – 89%, EBITDA – 99%). При этом рентабельность по показателю EBITDA у ГК «ЛенСпецСМУ» отличается в большую сторону по сравнению с ГК «Эталон» (29,5% и 26,5% соответственно). Запас свободной ликвидности в ГК «ЛенСпецСМУ» (7,3 млрд руб. против 13,3 млрд руб. в ГК «Эталон») сформирован в основном от текущей деятельности: из средств, полученных от IPO (500 млн долл.), в ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» поступило только 2.1 млрд руб. в счет увеличения уставного капитала.

Всего ГК «Эталон» объединяет 99 предприятий, реализующих все стадии инвестиционно-строительного процесса. Холдинг специализируется на массовом жилищном строительстве с применением кирпично-монолитной технологии домостроения в сегменте жилой недвижимости класса «комфорт». Помимо проектов в Санкт-Петербурге ГК «Эталон» укрепляет и развивает свои позиции в Москве и Московской области. По результатам 1П2012г. доля продаж в Москве и области составляла 3% от общего объема продаж ГК «Эталон». В ближайшие годы, по оценкам Альфа-Банка, эта доля будет постепенно увеличиваться. Проникновение на московский рынок позволяет Холдингу не только улучшить свою региональную диверсификацию, но и закрепить свое присутствие на самом привлекательном и быстрорастущем рынке недвижимости России.

Бизнес-модель и операционная деятельность ЛенСпецСМУ

Прозрачность ЛенСпецСМУ и предсказуемость в управлении, широкое добровольное и обязательное раскрытие информации, приверженность акционеров своему бизнесу делают Компанию привлекательной для долговых инвесторов

Сеть продаж ГК «ЛенСпецСМУ» насчитывает 6 филиалов в Санкт-Петербурге и еще 10 представительств по всей России. Партнерами Компании по продажам являются 11 агентств недвижимости и более 160 свободных агентов. Клиентами Компании на момент написания отчета являлись более 3,8 тыс. человек

Эффективность ведения бизнеса Компании и ее репутация подтверждаются высоким уровнем повторных продаж, достигающим 18%

Успешная история реализации масштабных и рентабельных проектов – более 3 млн кв.м. недвижимости в течение последних 25 лет

Бизнес-модель ГК «ЛенСпецСМУ» построена таким образом, что Эмитент является как центром владения, так и центром прибыли и заимствований. Структура ЛСС свидетельствует о достаточной прозрачности бизнеса. Стоит также отметить тот факт, что после 2007 г. решение о выплате дивидендов не принималось и исторически вся прибыль ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» реинвестировалась в бизнес. В связи с тем, что основные акционеры не имеют других бизнесов, на финансирование которых могут отвлекаться денежные средства ЛСС, можно предположить, что данная тенденция направления чистой прибыли сохранится и в будущем.

Компания специализируется на массовом жилищном строительстве с применением кирпично-монолитной технологии в сегменте жилой недвижимости класса «комфорт».

Вертикально-интегрированная модель бизнеса Эмитента позволяет охватить все этапы создания добавленной стоимости инвестиционно-строительного цикла, а также централизованно контролировать себестоимость и качество возводимых объектов недвижимости.

В связи с тем, что бизнес Компании в основном сконцентрирован в секторе строительства жилой недвижимости, эффективная политика продаж и формирование цены реализации может способствовать снижению риска концентрации бизнеса в одном сегменте. Риэлтерский бизнес Компании представлен развитой сетью офисов продаж, которые покрывают более 30 городов по всей России. Целевыми рынками являются регионы с высокими располагаемыми доходами населения: Москва, Ненецкий и Ямало-Ненецкий автономные округа, Якутия, Ханты-Мансийский автономный округ и др.

Свидетельством лояльности клиентов к бренду ЛСС является статистика повторных продаж, доля которых составляет в среднем 18% от общего объема годовых продаж Компании.

Для стимулирования конечного спроса со стороны потенциальных покупателей, Компания использует ипотечное кредитование, чья доля показывает стабильный рост с момента окончания финансового кризиса и возобновления финансирования банками ипотечных займов. Использование этого инструмента помогает частично стимулировать рост продаж на фоне замедленного роста реальных доходов населения, хотя в общем объеме финансирования доля ипотеки продолжает оставаться крайне низкой (менее 10%), что связано, с одной стороны, со слабым развитием ипотечного кредитования в РФ и его высокой стоимостью, при этом с другой стороны, с высокой популярностью индивидуальных программ рассрочек, предоставляемых покупателям ЛенСпецСМУ, что свидетельствует о эффективности политики продаж ЛСС.

В целях повышения диверсификации бизнеса ЛенСпецСМУ осуществляет подрядную деятельность в области промышленного строительства. В этом сегменте заказчиками ЛенСпецСМУ являются такие компании как Ford, Nissan, General Motors, Toyota, Северсталь, Адмиралтейские верфи, Ленэнерго, РЖД и ЭкспоФорум.

ЛенСпецСМУ постоянно поддерживает земельный банк в размерах, достаточных для обеспечения устойчивого роста, стараясь минимизировать при этом временной интервал между приобретением участка и началом строительства. Таким образом, акцент делается на повышение эффективности и оборачиваемости инвестиций. В настоящий момент размер земельного банка позволяет начинать новое строительство до 2017г. с периодом завершения до 2020г.

С момента начала деятельности ЛенСпецСМУ, общая площадь сданных объектов превысила 3 млн кв. м. За последнее десятилетие Компания продолжает укреплять свои позиции на первичном рынке недвижимости в Санкт-Петербурге. Так, по оценкам Альфа-Банка и мнению ЛСС, ее средняя ежегодная доля рынка жилой недвижимости за период с 2000г. по 2011г. сохранялась на уровне 11%.

В области жилищного строительства Компания, в том числе, нацелена на реализацию масштабных проектов комплексного освоения территорий (КОТ), которые включают в себя застройку целых жилых кварталов. Так, в 3 кв. 2012г. ЛенСпецСМУ завершило строительство одного из самых больших и рентабельных

проектов – «Юбилейный квартал», строительство которого началось в 2007г. Проект состоит из 13 зданий и 7 671 квартир, чистая продаваемая площадь составила 602 тыс. кв. м. «Юбилейный квартал» на сегодняшний день - самый масштабный из реализованных в Санкт-Петербурге проектов комплексного развития территорий.

Основную долю в портфеле Компании составляет жилая недвижимость. По итогам 9М2012г. доля продаж жилой недвижимости составила 75,6% выручки компании.

Илл. 8 Объем и структура завершенных ЛенСпецСМУ объектов по типам площадей

	2008	2009	2010	2011	9М2012
Площадь, тыс. кв. м	411,9	323,7	212,8	229,0	242,3
Жилая	76,2%	71,8%	77,6%	76,9%	75,6%
Коммерческая	7,2%	16,8%	7,2%	6,0%	5,2%
Паркинги	13,7%	8,8%	11,0%	12,1%	15,0%

Источник: ЛенСпецСМУ

В настоящее время портфель подтвержденных проектов ЛенСпецСМУ до конца 2020г. включает в себя 8 объектов, чистая продаваемая площадь которых составляет почти 2 млн кв. м.

Илл. 9 Текущий портфель проектов ЛенСпецСМУ

Название проекта	Год завершения проектов	Чистая продаваемая площадь, тыс. кв. м
ЖК «Летний»	2013	65
ЖК «Речной»	2013	114
ЖК «Галант»	2014	49
ЖК «Молодежный»	2014	112
ЖК «Самоцветы»	2015	187
ЖК «Ласточкино гнездо»	2015	311
ЖК «Царская столица»	2016	384
ЖК «Галактика»	2020	680
ВСЕГО		1 902

Источник: ЛенСпецСМУ

В текущем портфеле проектов ЛенСпецСМУ самым масштабным проектом является строительство ЖК «Галактика» (22 объекта жилой недвижимости), чистая продаваемая площадь которого составит 680 тыс. кв. м. Объем поступлений от реализации данного проекта, по прогнозам Альфа-Банка, должен превысить \$2 млрд.

Баланс надежности

«Позитивный» прогноз по кредитному рейтингу

ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» стало первой из российских строительных компаний получившей кредитный рейтинг от одного из наиболее консервативных международных рейтинговых агентств - Standard & Poor's в 2006 г. В июле 2012 г. агентство S&P пересмотрело прогноз по рейтингу со «Стабильного» на «Позитивный».

По мнению агентства, «Позитивный» прогноз отражает улучшение операционных результатов деятельности Компании, что в первую очередь связано с растущим спросом и повышающимися ценами на недвижимость; кроме того, агентство ожидает дальнейшее укрепление структуры капитала посредством сокращения доли краткосрочных обязательств и уменьшения валютного риска.

Устойчивое финансовое состояние

ЛенСпецСМУ раскрывает консолидированную финансовую отчетность по МСФО, начиная с отчетности за 2003г. заверченный финансовый год, а также промежуточную консолидированную отчетность, начиная с 1 полугодия 2007г.

ЛенСпецСМУ использует консервативный принцип признания выручки: выручка по объекту строительства признается только после ввода объекта в эксплуатацию, полной оплаты квартиры покупателем и подписания с ним акта приема-передачи.

Реализация объектов Компанией начинается еще на этапе строительства при условии наличия всей необходимой разрешительной документации путем заключения договоров паенакопления (долевого участия) с будущими собственниками недвижимости. Таким образом, риски, связанные со строящимися объектами переходят на покупателя после подписания акта приема-передачи приобретенного помещения.

Илл.10 Динамика изменения ключевых финансовых показателей по ГК «ЛенСпецСМУ», МСФО

млн руб.	2008	2009	2010	2011	1П2011	1П2012
Выручка	13 024	18 170	17 709	18 144	7 081	10 788
Валовая прибыль	4 240	7 090	6 717	7 005	3 091	3 971
ЕБИТДА	3 863	6 160	5 687	5 665	2 442	3 187
Чистая прибыль	1 839	3 385	3 778	3 933	1 922	2 520
Незавершенное строительство	16 963	10 361	9 417	10 735	12 310	10 992
Совокупный долг	6 619	6 079	9 164	10 391	9 244	10 202
Краткосрочный долг	3 683	3 405	1 402	1 938	1 655	2 587
Денежные средства и депозиты	1 400	2 158	2 751	5 454	2 963	7 306
Авансы от клиентов	20 079	15 167	10 019	9 572	9 698	10 420
Собственный капитал*	3 048	6 433	10 173	16 056	12 037	18 460
Всего активы	36 055	34 227	34 295	40 674	35 111	44 859
Чистый долг	5 219	3 921	6 413	4 937	6 281	2 896
Валовая рентабельность	32,6%	39,0%	37,9%	38,6%	43,6%	36,8%
Маржа ЕБИТДА	29,7%	33,9%	32,1%	31,2%	34,5%	29,5%
Норма чистой прибыли	14,1%	19,7%	21,3%	21,7%	27,1%	23,4%
ЕБИТДА/Проц. расходы (х)	6,7	7,7	9,4	25,9	16,2	52,2
Долг/ЕБИТДА (х)	1,7	1,0	1,6	1,8	2,1**	1,6**
Чистый долг/ЕБИТДА (х)	1,4	0,6	1,1	0,9	1,4**	0,5**
Долг/Собственный капитал (х)	2,2	0,9	0,9	0,7	0,8	0,6

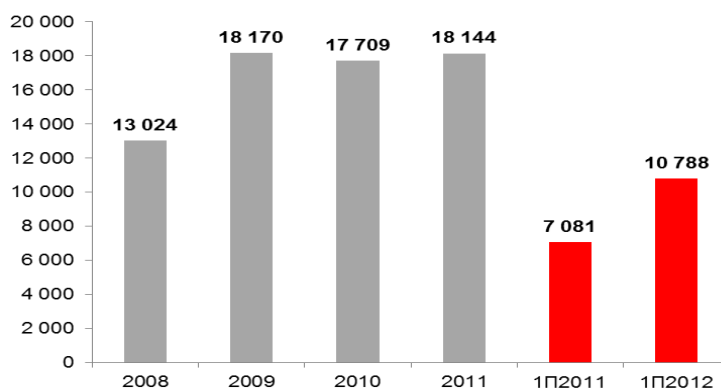
Источник: ЛенСпецСМУ

*Капитал, принадлежащий собственникам материнской компании

**ЕБИТДА рассчитана для скользящего года

Несмотря на экономический кризис 2008-2009 гг., ЛенСпецСМУ удалось увеличить выручку в 2009г. на 39,5%, при этом незначительное негативное воздействие финансового кризиса на Компанию проявилось только в 2010г., снижение выручки в данный период составило порядка 2,5%, что обусловлено падением цен и спроса на жилье в период кризиса. При этом уже в 2011г., когда наметилось восстановление отрасли жилищного строительства, ЛенСпецСМУ практически достигло объемов реализации 2009г. По итогам 1П2012г. Компания показала 52% рост выручки относительно 1П2011г.

Илл. 11 Рост выручки ГК «ЛенСпецСМУ», млн руб.



Источник: ЛенСпецСМУ

Одновременный рост выручки и поступлений денежных средств – свидетельства постепенного преодоления последствий экономического кризиса

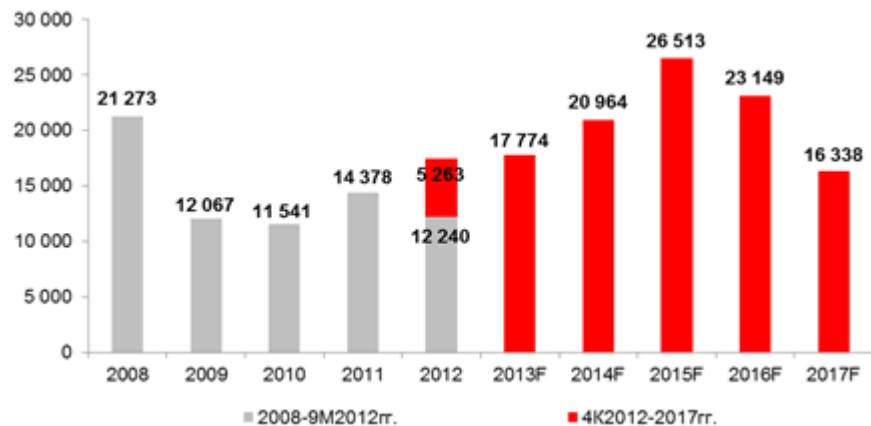
Доверие к бренду «ЛенСпецСМУ» позволило Компании без значимых потерь пройти острую фазу кризиса на фоне ухода с рынка ряда компаний, в том числе достаточно крупных игроков.

В связи с особенностями признания выручки ЛенСпецСМУ наиболее важным аналитическим показателем, характеризующим текущее финансовое состояние компании, служит объем поступлений денежных средств от покупателей.

Спад в строительной отрасли, уменьшение инвестиционной привлекательности недвижимости ввиду падения цен, снижение покупательской способности населения и сокращение ипотечного кредитования обусловили снижение объемов привлечения денежных средств ЛенСпецСМУ от покупателей в 2009-2010гг.

Однако, уже по итогам 2011г. отмечена тенденция к росту поступлений денежных средств от клиентов. Объем денежных средств, поступивших от клиентов в 2011г., составил 14,4 млрд руб., при этом только по итогам 9М2012г. данный показатель составил 12,2 млрд руб. Принимая во внимание, что значительная часть поступлений приходится на четвертый квартал, стоит ожидать, что по итогам текущего года объем денежных средств от клиентов существенным образом приблизится к показателю 2008г., достигнув по нашим прогнозам уровня 17,4 млрд руб.

Илл. 12 Поступления и прогноз поступлений денежных средств от покупателей недвижимости, млн руб.



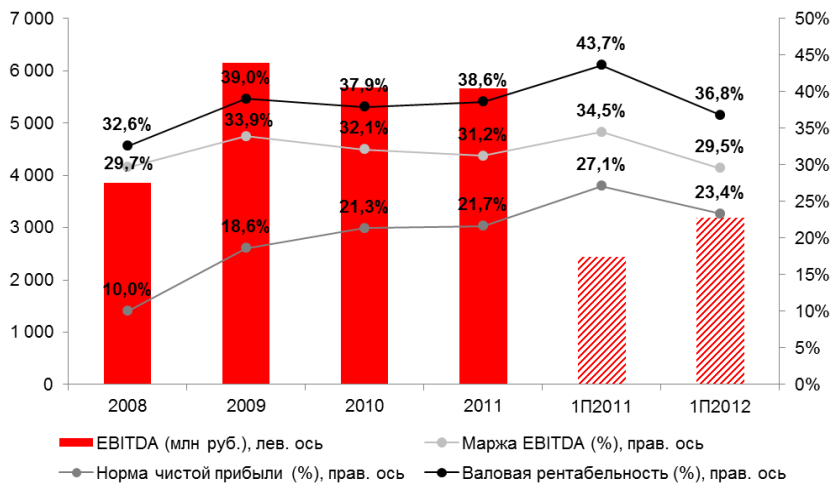
Источник: ЛенСпецСМУ, прогноз Альфа-Банка

Прогноз поступлений денежных средств от покупателей по проектам ЛенСпецСМУ отражает денежный поток только по новым подтвержденным проектам и по ранее заключенным контрактам, по которым представлена рассрочка.

Пик поступлений денежных средств от покупателей по проектам ЛенСпецСМУ приходится на 2015г., когда основные текущие проекты будут завершены. Однако необходимо отметить, что денежный поток от продаж не прекращается после ввода объекта в эксплуатацию: некоторая часть продаж осуществляется в период строительства с «длинными» рассрочками (от 6 до 30 мес. после Гос. комиссии), что обеспечивает поступление денежных средств в ЛенСпецСМУ и после завершения строительства объекта. В целях реализации намеченного плана по устойчивому развитию бизнеса Компания постоянно рассматривает проекты, которыми может быть расширена собственная адресная программа.

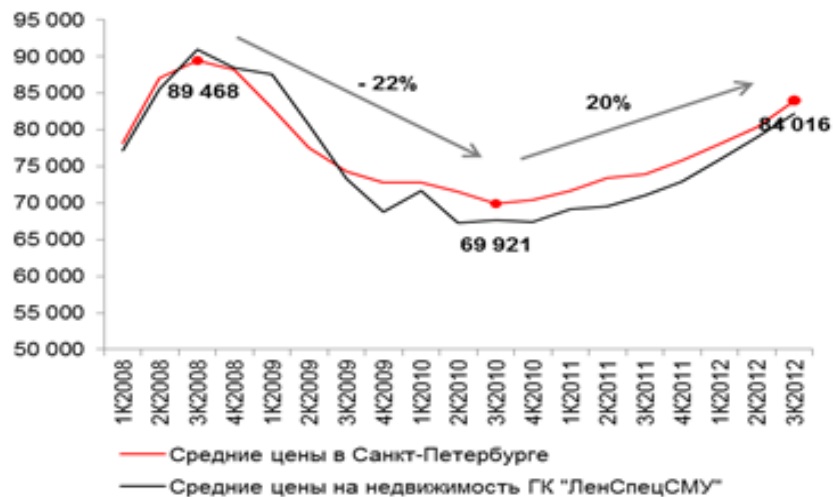
ЛенСпецСМУ является одной из наиболее рентабельных компаний в отрасли. Вертикальная интеграция бизнеса и фиксирование цен на продукцию компании в условных единицах в привязке к курсу доллара США служат эффективными инструментами контроля над себестоимостью и управления поступлениями от продаж. Так, по итогам 1П2012г. рентабельность EBITDA составила 29,5%, что на 5% меньше к уровню аналогичного показателя предыдущего года. Однако стоит отметить, уровень рентабельности бизнеса Компании по EBITDA на уровне 30% является традиционно высоким, а незначительные колебания связаны в основном со стоимостью строительства и конъюнктурой рынка жилой недвижимости. В будущем ограничивающими факторами роста рентабельности могут служить увеличение себестоимости в связи с ростом цен на земельные участки, строительные материалы, услуги и тарифы естественных монополий.

Преимущество ЛенСпецСМУ заключается в сочетании значительного масштаба бизнеса, низкого уровня долга и стабильно высокого уровня рентабельности

Илл. 13 Показатели рентабельности бизнеса ГК «ЛенСпецСМУ»


Источник: ЛенСпецСМУ

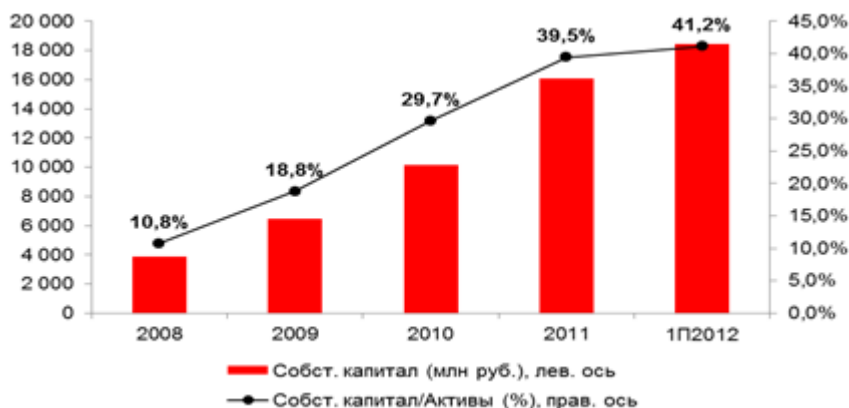
Другим важным фактором, оказывающим воздействие на рентабельность бизнеса, является цена на недвижимость. Сравнение средних цен за квартал на жилую недвижимость в Санкт-Петербурге со средними ценами ЛенСпецСМУ демонстрируют большую корреляцию этих показателей. Это также свидетельствует о способности ГК ЛенСпецСМУ реализовывать недвижимость на уровне средних цен, хотя ЛенСпецСМУ преимущественно работает в сегменте жилья комфорт класса, а средний показатель цен на недвижимость в Санкт-Петербурге включает также цены на жилье эконом, бизнес и элит классов. Кривая цен также демонстрирует более низкий уровень цен на жилье по сравнению с докризисным уровнем: принимая во внимание восходящий тренд, тем не менее, полного восстановления рынка еще не произошло.

Илл. 14 Средние цены на первичном рынке жилой недвижимости в Санкт-Петербурге и средние цены реализации ЛенСпецСМУ, руб. за кв. м


Источник: ЛенСпецСМУ, агентство bn.ru, расчеты Альфа-Банка

В течение периода с 2008г. по 1П2012г. ЛенСпецСМУ показала высокие темпы роста собственного капитала. Благодаря высоким и стабильным показателям рентабельности и капитализации чистой прибыли собственный капитал Компании вырос почти в пять раз до 18 460 млн руб. Позитивным событием также послужило увеличение уставного капитала группы на 2,1 млрд руб. из средств, вырученных ГК «Эталон» в процессе проведения IPO в 2011г.

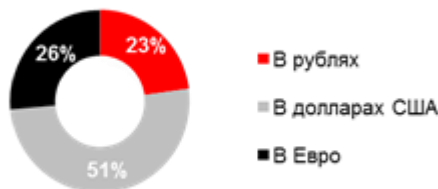
Илл.15 Собственный капитал и его доля в активах ГК «ЛенСпецСМУ»



Источник: ЛенСпецСМУ

Доля заемных средств в балансе ЛенСпецСМУ составляет относительно небольшую величину (в среднем, порядка 23% от валюты баланса). По состоянию на 23.11.2012г. объем кредитного портфеля ЛСС составляет 9 871 млн руб. и представлен банковскими кредитными линиями, номинированными в рублях, евро и долларах США, рублевыми облигационными займами, а также публичным долгом в форме LPN, номинированным в долларах США. Кредитный портфель Группы на 52% состоит из публичных заимствований. Номинальной размер обязательств по LPN составляет \$150 млн, из которых на баланс ГК «ЛенСпецСМУ» выкуплено \$18,5 млн.

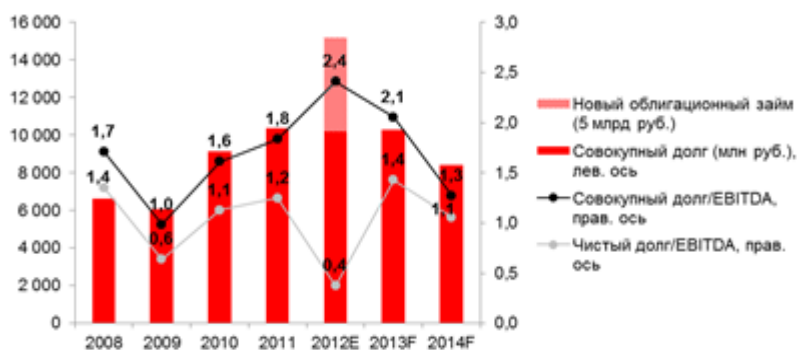
Илл. 16 Структура валюты кредитного портфеля ГК «ЛенСпецСМУ» на 23.11.2012г.



Источник: ЛенСпецСМУ

Несмотря на то, что денежный поток ЛенСпецСМУ номинирован преимущественно в рублях, снижение валютных рисков по заимствованиям достигается за счет привязки цен на продаваемую недвижимость в договорах с покупателями к курсу доллара США, от резкого снижения курса которого Компания застрахована фиксированной нижней границей обменного курса. Тем не менее, валютный риск будет и дальше оказывать влияние на устойчивость кредитного портфеля, так как строительный рынок в целом, и Компания в частности, имеют ограниченную возможность удерживать долларové цены на недвижимость в случае резкого обесценивания рубля. Размещение нового рублёвого облигационного займа позволит существенно сократить долю валютных заимствований, что приведёт к снижению валютного риска.

Илл.17 Динамика долга и долговой нагрузки ГК «ЛенСпецСМУ»

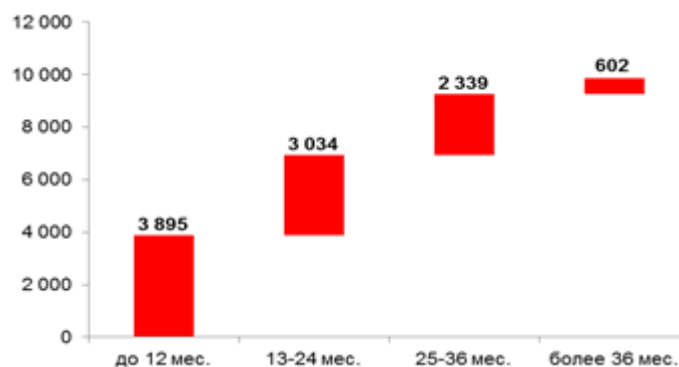


Источник: исходные данные ЛенСпецСМУ, прогноз Альфа-Банка

Умеренная долговая нагрузка, «подушка» ликвидности, а также история публичных заимствований

Исторически, Компания проводила консервативную политику заимствований с показателем долг/ЕВITDA не превышающим 2,0х. Привлекаемые через облигации средства временно приведут к ухудшению показателя долговой нагрузки. Однако status quo будет восстановлен уже в 2013г., когда, по нашим прогнозам, показатель вернется к уровню 2,0х. В тоже время по соотношению чистый долг/ЕВITDA показатель долговой нагрузки сохранится на консервативном уровне и по итогам 2012 г. (в связи с наличием «подушки» ликвидности в виде средств от продажи облигаций и финансовых потоков от операционной деятельности).

Илл. 18 Структура кредитного портфеля ГК «ЛенСпецСМУ» на 23.11.2012г. по срокам погашения, млн руб.



Источник: ЛенСпецСМУ

Текущий кредитный портфель имеет существенную долю краткосрочного долга: около 40% заимствований должны быть выплачены в течение 12 мес., еще 31% долга – в течение следующих 24 мес.

Привлечение нового долгосрочного облигационного займа также позволит ЛенСпецСМУ значительно улучшить структуру кредитного портфеля по срокам погашения.

Сравнительный анализ

Илл. 19 Коэффициентный анализ ГК «ЛенСпецСМУ» с другими компаниями отрасли, 2011г.

	Рейтинг S&P/Moody's/Fitch	Выручка, млрд руб.	Маржа ЕВITDA	Чистый долг	Чистый долг/ЕВITDA	Долг/Собств. капитал	Собств. капитал/Активы
ЛСР	-/B2 (стаб.)/B (стаб.)	51,9	19,5%	33 730	3,3	0,7	42,4%
ПИК	-/-/-	46,0	25,4%	44 197	3,6	-164,0	-0,2%
ЛСС	B (позит.)/-/	18,1	31,2%	4 937	0,9	0,6	39,5%
РСГ	B- (стаб.)/-/	11,7	26,4%	9 961	3,2	0,6	46,8%

Источник: ЛенСпецСМУ, расчеты Альфа-Банка

Финансовые метрики ЛСС выгодно отличают компанию среди публичных компаний строительной отрасли

К сожалению, анализ конкурентной позиции ЛСС репрезентативен только отчасти, в связи с отсутствием достаточного количества строительных компаний для сравнения. Отрасль традиционно является мало прозрачной, и даже крупные компании редко стремятся к публичности. Кроме того, в результате финансового кризиса многие публичные игроки ушли с рынка (Mirax, Система-Галс).

Ближайшим к ЛСС конкурентом для сравнения является компания ЛСР, хотя в ее выручке существенную долю занимают продажи от производства строительных материалов (порядка 35%). Другими конкурентами для сравнения являются компания ПИК, которая осуществляет преимущественно строительство недвижимости категории эконом-класса и РСГ («Ренова-СтройГрупп»), работающая кроме Москвы и Санкт-Петербурга, еще в ряде регионов России. По показателю выручки ЛСС существенно меньше своих конкурентов (кроме РСГ), но в тоже время демонстрирует лучший показатель рентабельности по EBITDA. Уровень долговой нагрузки ЛСС также значительно более низкий, чем у конкурентов. По показателям соотношения долга к собственному капиталу и соотношения собственного капитала к активам ЛСС, РСГ и ЛСР сравнимы и свидетельствуют о существенной устойчивости бизнеса, в то время как негативный показатель собственного капитала ПИК свидетельствуют о существенных финансовых трудностях, испытываемых компанией.

В целом, компания ЛСС выглядит более привлекательно по сравнению с конкурентами.

Заключение

Инвесторов в новый облигационный заем ЛенСпецСМУ должна в первую очередь привлекать прочная позиция Компании на рынке недвижимости Санкт-Петербурга, ее устойчивая деловая репутация, способность адаптироваться к негативным воздействиям в экономике и растущий портфель новых проектов. Проводимая ЛенСпецСМУ консервативная финансовая политика и положительная кредитная история существенно снижают риски будущим держателям облигаций. Кроме того, высокая рентабельность бизнеса и прогнозируемый денежный поток от продаж строящейся жилой недвижимости служат гарантией обслуживания долговых обязательств.

Информация

Альфа-Банк (Москва)	Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12
Управление долговых ценных бумаг и деривативов	Саймон Вайн, Руководитель Управления (+7 495) 745-78 96
Торговые операции	Олег Артеменко, директор по финансированию (7 495) 785-74 05 Константин Зайцев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 08 Михаил Грачев, директор по торговым операциям (7 495) 785-74 04 Сергей Осмачек, трейдер (7 495) 783 51 02 Игорь Панков, директор по продажам (7 495) 786-48 92 Владислав Корзан, вице-президент по продажам (7 495) 783-51 03 Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам (7 495) 974-25 15 доб. 705 Ольга Паркина, вице-президент по продажам (7 495) 785-74 09 Егор Романченко, специалист по продажам (7 495) 786-48 97
Аналитическая поддержка	Лариса Лознова, вице-президент по кредитному анализу (7 495) 974-25 15 доб. 7121 Николай Пушнов, аналитик (7 495) 974-25 15 доб. 6524 Сергей Кузьмин, аналитик (7 495) 974-25 15 доб. 6107
Долговой рынок капитала	Александр Гуня, директор по работе на долговом рынке капитала (7 495) 974-25 15 доб. 6368/3437 Наталья Юркова, вице-президент (7 495) 785-96 71 доб. 8345/3131 Ирина Лохова, вице-президент (7 495) 974-25 15 доб. 4458

© Альфа-Банк, 2012 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 29.01.1998 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен ОАО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из источников, которые, по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упоминаемые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал и содержащиеся в нем сведения носят исключительно информативный характер и не могут рассматриваться ни как приглашение или побуждение сделать оферту, ни как просьба купить или продать ценные бумаги или другие финансовые инструменты, или осуществить какую-либо иную инвестиционную деятельность. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложенных в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства, должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране. **Примечание, касающееся законодательства США о ценных бумагах:** Данная публикация распространяется в США компанией Alfa Capital Markets (USA) Inc. (далее «Alfa Capital»), являющейся дочерней компанией Альфа-групп, постольку, поскольку это разрешено законодательством США по ценным бумагам и другими соответствующими законами и положениями. В этой связи Alfa Capital несет ответственность за содержание данного исследования. Лица на территории США, получившие данную публикацию и желающие осуществить сделку с той или иной ценной бумагой или финансовым инструментом, анализируемым в ней, должны делать это только после уведомления об этом представителя Alfa Capital в США. Любые случаи несоблюдения данных ограничений могут рассматриваться как нарушение законодательства США о ценных бумагах.