

Группа ЛСР (NR/B3/B-): КОММЕНТАРИЙ К ОФЕРТЕ

ПРИВЛЕКАТЕЛЬНАЯ ДОХОДНОСТЬ ПРИ ПРИЕМЛЕМОМ УРОВНЕ РИСКА

В преддверии оферты Группа ЛСР раскрыла показатели предварительной сводной отчетности по РСБУ, достаточно информативной, чтобы составить представление о кредитном качестве эмитента.

Хотя компания принадлежит к сектору, наиболее сильно пострадавшему от кризиса, кредитный профиль ЛСР выглядит достаточно устойчивым, чему в первую очередь способствует масштабная государственная поддержка – как в виде кредитов госбанков, так и в форме госзаказов на строительство жилой недвижимости.

С учетом объявленных компанией новых параметров выпуска **Группа ЛСР-2**: ставка купона на уровне 13,5%, дополнительная оферта через год, в феврале 2011 г., выпуск представляется достаточно привлекательным, чтобы не воспользоваться предлагаемой возможностью выкупа и оставить бумагу в портфеле. Включенный в список РЕПО ЦБ выпуск ЛСР с дюрацией чуть меньше года и доходностью на уровне 13,96%, на наш взгляд, является довольно привлекательным относительно облигаций эмитентов с сопоставимыми кредитными рейтингами.

Информация о выпуске

Выпуск	Группа ЛСР-2
Рейтинг эмитента	NR/B3/B-
Объем выпуска	5 млрд руб.
Купон	полугодовой
Ставка купона	13,5%
Дата оферты	11.02.2011 г.
Доходность к оферте	13,96%
Дата погашения	11.08.2013 г.

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР, млн руб.

	РСБУ			МСФО	
	2008	2009	% изм. 2009/2008	2008	1 п/г 09
Выручка	48 702	50 570	3,8	49 813	20 330
ЕБИТДА	15 689	14 390	(8,3)	13 179	5 696
Процентные расходы	2 531	3 361	32,8	3 152	2 021
Чистая прибыль	6 130	5 992	(2,3)	(8 007)	(187,0)
Совокупный долг	35 364	38 798	9,7	36 874	39 228
Краткосрочный долг	13 933	14 485	4,0	18 010	24 654
Денежные средства	7 181	1 782	(75,2)	3 246	1 395
Чистый долг	28 183	37 016	31,3	33 628	37 833
Собственный капитал	32 267	38 989	20,8	35 011	34 873
Активы	118 078	113 256	(4,1)	113 899	109 272
Коэффициенты					
Рентабельность ЕБИТДА (%)	32,2	28,5	(3,7)	26,5	28,0
ЕБИТДА/проц. расходы	6,2	4,3		4,2	2,8
Долг/ЕБИТДА*	2,3	2,7		2,8	3,0
Чистый долг/ЕБИТДА*	1,8	2,6		2,6	2,9
Долг/Собственный капитал	1,1	1,0		1,1	1,1
Доля краткосрочного долга (%)	39,4	37,3		48,8	62,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа
*ЕБИТДА за последние 12 месяцев

Хотя 2009 г. был весьма непростым для компаний строительной отрасли, Группе ЛСР удалось преодолеть негативные последствия кризиса и сохранить высокие операционные показатели. Кроме того, ЛСР сумела заручиться поддержкой госбанков и не только рефинансировать задолженность, по которой наступали сроки погашения, но и

привлечь дополнительные кредитные ресурсы для финансирования инвестиций в строительство цементного завода на территории Ленинградской области.

На наш взгляд, в 2009 г. основными достижениями Группы ЛСР стали:

- ◇ **Сохранение докризисных объемов поступлений и высоких показателей рентабельности.** Согласно данным сводной отчетности по РСБУ, выручка ЛСР по итогам 2009 г. увеличилась на 3,8% по сравнению с 2008 г. и составила 50,6 млрд руб. Отметим, что сводная отчетность по РСБУ достаточно показательна и в существенных моментах близка к отчетности по МСФО (публикация годовой отчетности Группы ЛСР по МСФО ожидается в апреле 2010 г.). В 2009 г. ЛСР удалось также сохранить высокую операционную рентабельность – норма EBITDA по итогам 2009 г. составила у компании 28,5%.
- ◇ **Получение крупных заказов на строительство жилья для государственных нужд.** Летом 2009 г. ЛСР победила в тендере и заключила контракты на строительство и продажу недвижимости для нужд государства общей площадью около 708 тыс. кв. м на сумму порядка 21,8 млрд. руб. и сроком исполнения до середины 2011 г. Полученные компанией крупные госконтракты позволили ей в значительной степени компенсировать существенно снизившийся спрос на жилую недвижимость.
- ◇ **Привлечение заемного финансирования в госбанках и своевременное исполнение обязательств перед держателями облигаций.** В настоящий момент крупнейшими кредиторами ЛСР являются госбанки – Сбербанк, ВТБ, ВЭБ и Россельхозбанк, на долю которых приходится порядка 75% долгового портфеля группы. Во II полугодии 2009 г. ЛСР удалось привлечь кредитное финансирование в размере около 450 млн. долл., а также исполнить обязательства перед держателями двух облигационных займов ЛСР (**ЛСР-Инвест-1** и **ЛСР-Инвест-2** совокупным объемом 5 млрд руб.) в середине и в конце 2009 г.
- ◇ **Сохранение консервативного уровня долговой нагрузки.** На конец 2009 г. отношение Чистый долг/EBITDA составляло у компании 2,6, а коэффициент покрытия процентных платежей превышал 4,0, что является достаточно комфортным уровнем. Хотя по МСФО уровень долговой нагрузки может оказаться несколько выше, мы не думаем, что отношение Чистый долг/EBITDA превысит 3,0.
- ◇ **Приемлемые риски рефинансирования.** В 2010 г. Группе ЛСР предстоит рефинансировать/погасить кредиты на сумму приблизительно 14,5 млрд. руб. Учитывая улучшение конъюнктуры долговых рынков, хорошие отношения компании с госбанками и высокие показатели операционной прибыли, мы думаем, что у компании не возникнет серьезных затруднений с рефинансированием.

Ключевым фактором поддержки кредитного профиля ЛСР является помощь государства, в том числе госзаказ на строительство и предоставление кредитов госбанками

Уровень долговой нагрузки не вызывает опасений, а риски рефинансирования умеренны

Основные факторы инвестиционного риска:

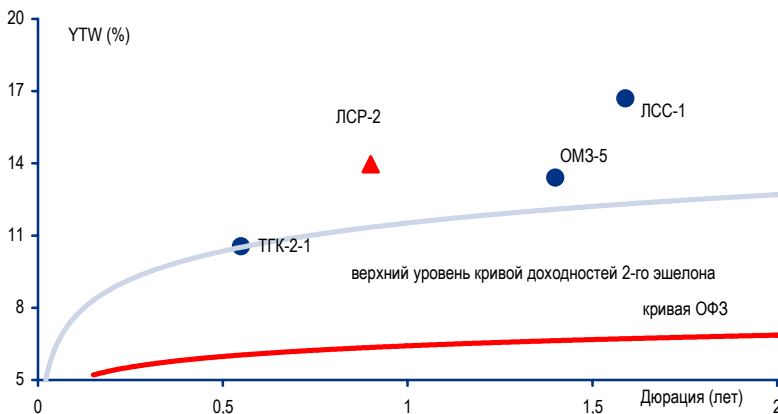
- ◇ **Все еще высокие риски в отрасли**, наиболее сильно пострадавшей в кризис, в том числе медленное восстановление спроса и значительное сокращение объемов строительства.
- ◇ **Недостаточная географическая диверсификация бизнеса**. Основной бизнес Группы ЛСР сосредоточен в Санкт-Петербурге и области.
- ◇ **Специфика составления финансовой отчетности**, в соответствии с которой выручка сегмента «Девелопмент» отражается по факту сдачи объекта в эксплуатацию и передачу покупателям, что несколько затрудняет оценку реальных поступлений в отчетном периоде.

Среди эмитентов строительного сектора на российском рынке облигаций присутствуют фактически лишь две компании. Помимо Группы ЛСР, в декабре 2009 г. выпуск облигаций разместил строительный холдинг ЛенСпецСМУ. Облигации ЛСС, в отличие от выпуска **Группа ЛСР-2**, не включены в ломбардный список и список РЕПО ЦБ, что вкупе с большей дюрацией предопределяет премию к облигациям Группы ЛСР. Вместе с тем, учитывая вероятность включения облигаций ЛСС в ломбардный список уже в ближайшее время, есть основания ожидать снижения доходности выпуска ЛСС.

Ограниченная ликвидность выпуска облигаций ЛСС, а также отсутствие на рынке облигаций других строительных компаний не позволяют оценить доходность выпуска Группы ЛСР на основе сравнения с компаниями-аналогами. Как вариант мы предлагаем ориентироваться на котировки облигаций компаний из других секторов, имеющих схожий с ЛСР кредитный рейтинг (хотя и отмечаем некоторую условность этого метода). Если ориентироваться на кредитный рейтинг ЛСР, то наиболее близкими аналогами являются также включенные в список РЕПО выпуски **ОМЗ-5** (S&P: B-) и **ТГК-2-1** (Fitch: B). Несмотря на разницу в рейтинге на одну ступень, выпуск ЛСР предлагает премию к облигациям ТГК-2 порядка 220–240 п.п. – на наш взгляд, довольно щедрую, учитывая приемлемое кредитное качество ЛСР и масштабы господдержки компании.

Сокращение объемов строительства и медленное восстановление спроса представляет основную угрозу кредитному профилю Группы ЛСР

Приемлемое кредитное качество эмитента, а также присутствие выпуска в списке РЕПО ЦБ повышает привлекательность облигаций ЛСР



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжи, taveggiac@uralsib.ru

Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Камилла Шарафутдинова, sharafutdika@uralsib.ru

Павел Осташко, ostashkopa@uralsib.ru

Екатерина Губина, gubinaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru

Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru

Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Анна Комова, komovaav@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru

Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru

Надежда Мырсыкова, myr_nv@uralsib.ru

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru

Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru

Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Энергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, oganesyantr@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/полиграфия/перевод

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. 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 2010