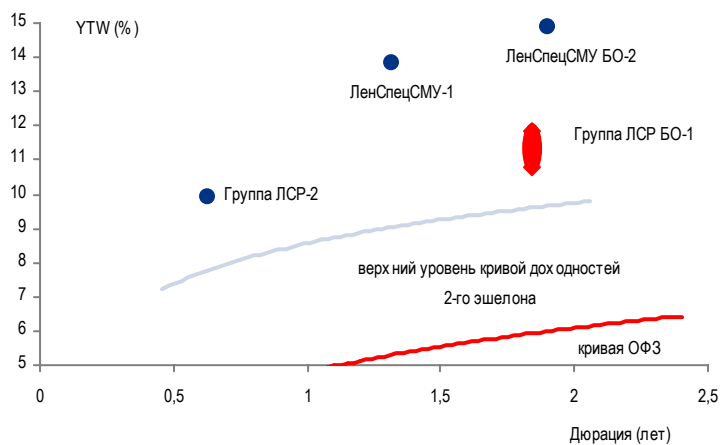


КАЧЕСТВЕННЫЙ РИСК ПО ХОРОШЕЙ ЦЕНЕ

Новый выпуск биржевых облигаций

Строительная группа ЛСР в настоящее время маркетизирует выпуск биржевых облигаций объемом 1,5 млрд руб. Размещение проводится по системе book-building, закрытие книги заявок запланировано на вторую половину июня. В настоящее время доходность обращающегося выпуска Группа ЛСР-2 составляет около 9,94% на срок 8 месяцев, что предполагает премию к кривой ОФЗ порядка 520 б.п. Если ориентироваться на обращающийся выпуск ЛСР, доходность размещаемого выпуска должна сложиться на уровне 11–11,2%, т.е. примерно посередине диапазона, на который ориентируют организаторы. Выпуск Группа ЛСР-2 входит в список репо ЦБ и список А1, и доходность этого выпуска является едва ли не самой высокой среди бумаг, входящих в А1. Мы рекомендуем инвесторам участвовать в размещении биржевых облигаций ЛСР, предлагающих привлекательную доходность при приемлемом кредитном качестве эмитента. Параметры выпуска удовлетворяют требованиям для включения облигаций в Ломбардный список и список репо ЦБ. Ожидается, что новый выпуск также войдет в А1.

Привлекательное соотношение доходности и риска



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Информация о выпуске биржевых облигаций

Эмитент	Группа ЛСР
Рейтинги эмитента	NR/B2/B-
Общий объем	1.5 млрд руб.
Купон	Полугодовой
Срок обращения	3 года
Оферта	Через 2 года
Дюрация, лет	2
Ориентир ставки купона	10,5 - 11,5%
Ориентир по доходности	УТР 10,78 - 11,83%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	июнь 2010 г.

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР, МСФО, млн руб.

	2008	2009
Выручка	49 813	51 024
ЕВИТДА	13 179	14 732
Совокупный долг	36 874	39 541
Долг, в т.ч.	36 874	39 541
Краткосрочный долг	18 010	15 107
Денежные средства	3 246	3 292
Чистый долг	33 628	36 645
Собственный капитал	35 011	39 621
Активы	113 899	110 314
Коэффициенты		
Рентабельность ЕВИТДА (%)	26,5	28,9
ЕВИТДА/проц. расходы	4,2	3,3
Долг/ЕВИТДА	2,8	2,7
Чистый долг/ЕВИТДА	2,6	2,5
Долг/Собственный капитал	1,1	1,0
Доля краткосрочного долга	48,8	38,2

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

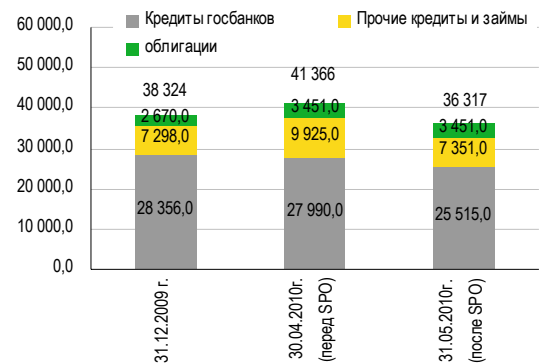
Эмитент достаточно хорошо известен рынку, в настоящее время в обращении находятся два выпуска облигаций ЛСР, акции компании обращаются на ММВБ и в РТС, глобальные депозитарные расписки на LSE (на 11 июня 2010 г. рыночная капитализация компании составляла 3,48 млрд долл.).

ЛСР занимает лидирующие позиции на строительном рынке Санкт-Петербурга – в 2009 г. покупателям было передано порядка 193 тыс. кв. м недвижимости, что практически в два раза превысило уровень 2008 г., а домостроительные комбинаты ЛСР смонтировали и передали заказчикам порядка 488 тыс. кв. м панельных домов. На текущий момент портфель проектов ЛСР состоит из объектов общей площадью 7,7 млн кв. м. и рыночной стоимостью 104 млрд. рублей (в соответствии с оценкой DTZ на 31.12.2009г.). В структуре проектов ЛСР порядка 88% приходится на объекты в Санкт-Петербурге.

Ключевые характеристики кредитного профиля ЛСР. Мы считаем кредитный профиль ЛСР достаточно устойчивым, и учитываем это при оценке привлекательности долговых обязательств компании. Прежде всего мы принимаем во внимание следующие моменты:

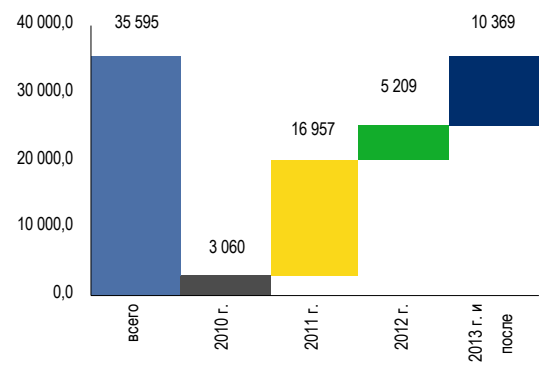
- **В апреле компания закрыла сделку по вторичному размещению акций, в результате которой ЛСР удалось привлечь 385 млн долл.** Проведение SPO позволило значительно укрепить ликвидную позицию девелопера, а также улучшить структуру капитала. Сделка получила позитивную оценку и со стороны рейтинговых агентств – в начале июня агентство Moody’s повысило рейтинг ЛСР на одну ступень до B2, а агентство Fitch изменило прогноз по рейтингам на Стабильный. По информации компании, основная часть привлеченных средств (порядка 260 млн долл.) будет направлена на сокращение долга, оставшиеся средства (125 млн долл) пойдут на финансирование основной деятельности и инвестиции.
- **Группа занимает сильные позиции в сегменте строительства жилья экономкласса (масс-маркет), где ожидается наиболее быстрое восстановление.** В частности, ситуация на рынке недвижимости Санкт-Петербурга (родного региона ЛСР) в определенной мере стабилизировалась в октябре 2009 г. – цены установились на уровне 71–73 тыс.руб./кв.м, а с учетом позитивных тенденций в экономике участники рынка рассчитывают на умеренный рост цен до конца года в пределах 10–15%. На текущий момент возможности ЛСР по выпуску панельных конструкций для строительства жилья экономкласса составляют порядка 600 тыс. кв. м в год и планируется их увеличение до 750 тыс. кв. м в год. В структуре текущих реализуемых проектов ЛСР порядка 50% приходится на сегмент масс-маркет.
- **Наличие крупных заказов для строительства жилья для государственных нужд позволило в значительной степени компенсировать сократившийся спрос на жилую недвижимость.** Летом 2009 г. компания победила в тендере и заключила контракты на строительство и продажу недвижимости для нужд государства общей площадью около 667 тыс. кв. м на сумму порядка 21,8 млрд руб. и сроком исполнения до середины 2011 г. С начала нынешнего года Группа ЛСР была признана победителем аукционов на строительство недвижимости по госзаказу площадью 168 тыс. кв. м. на сумму 5,7 млрд руб.
- **В настоящий момент крупнейшими кредиторами ЛСР являются госбанки – Сбербанк, ВТБ, ВЭБ и Россельхозбанк, на долю которых приходится порядка 70% совокупного долгового портфеля группы.**
- **Риски рефинансирования мы оцениваем как умеренные и отмечаем положительную кредитную историю компании.** ЛСР своевременно исполняет обязательства перед кредиторами и поддерживает высокий уровень финансовой прозрачности. Во II полугодии 2009 г. компания смогла привлечь кредитное финансирование в размере порядка 450 млн долл., что в том числе позволило ей исполнить обязательства перед держателями облигационных займов (ЛСР-Инвест-1 и ЛСР-Инвест-2 совокупным объемом 5 млрд руб.). Из средств, привлеченных в результате SPO, около 179 млн долл. компания направила на погашение долга, в результате чего с начала мая совокупный долг ЛСР снизился на 12% и по состоянию на 31 мая 2010 г. составил порядка 36,3 млрд руб. До конца 2010 г. компании предстоит погасить/рефинансировать лишь 3,1 млрд руб.(с учетом оферты по выпуску ЛСР-Инвест 02), что, как мы думаем, удастся сделать без особого труда. Отметим, что на начало 2010 г. объем кредитов компании, срок погашения которых наступал в текущем году, составлял 14,5 млрд руб., так что можно констатировать, что компании удалось успешно решить проблему рефинансирования задолженности.

Структура кредитного портфеля Группы ЛСР (млн руб.)



Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

График погашения задолженности ЛСР (млн руб.)



Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

- **Сохранение консервативного уровня долговой нагрузки.** На конец 2009 г. отношение Чистый долг/ЕБИТДА составляло 2,5, а коэффициент покрытия процентных платежей превышал 3, что является весьма комфортным уровнем. Мы ожидаем некоторого роста показателей долговой нагрузки в 2010 г., однако полагаем, что она останется в рамках приемлемых значений не выше 3.

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР, млн руб.

	2 008	2 009	% изм. 2009/2008	2010 П*
Выручка	49 813	51 024	2	50 000
ЕБИТДА	13 179	14 732	12	11 000
Процентные расходы	3 152	4 472	42	
Чистая прибыль	(8 007)	4 590		
Совокупный долг	36 874	39 541	7	33 000
<i>Краткосрочный долг</i>	<i>18 010</i>	<i>15 107</i>	<i>(16)</i>	
<i>Денежные средства</i>	<i>3 246</i>	<i>3 292</i>	<i>1</i>	
Чистый долг	33 628	36 645	9	
Собственный капитал	35 011	39 621	13	54 000
Активы	113 899	110 314	(3)	
Коэффициенты				
Рентабельность ЕБИТДА (%)	26	29	(3,7 п.п.)	22
ЕБИТДА/проц. расходы	4	3		
Долг/ЕБИТДА	3	3		3
Чистый долг/ЕБИТДА	3	2		
Долг/Собственный капитал	1	1		
Доля краткосрочного долга	49	38		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

*оценка УРАЛСИБа

Среди основных факторов риска вложений в долговые обязательства Группы ЛСР мы выделяем следующие:

- **Специфика отражения финансовых результатов у компаний строительного сектора.** Выручка отражается по факту сдачи объекта в эксплуатацию, что не позволяет корректно оценить объем поступлений в отчетном периоде. В 2009 г. высокая рентабельность бизнеса, отраженная в отчетности ЛСР, в значительной степени была обусловлена отражением в отчетности продаж прошлых лет по высоким докризисным ценам. В 2010 г. мы ожидаем снижения рентабельности ЛСР в первую очередь в связи с тем, что снижение цен на недвижимость в последние годы найдет отражение в отчетности за 2010 г. В то же время, по нашим оценкам, этот негативный эффект будет частично компенсирован за счет реализации стройматериалов, цены на которые значительно снизились в 2008–2009 гг., однако стабилизировались в конце 2009 г. и сейчас демонстрируют рост. В 2009 г. рентабельность по ЕБИТДА этого сегмента составила лишь 3%, в то время как, по нашим оценкам, в 2010 г. она возрастет до 15%. Доля этого направления в выручке ЛСР составила порядка 20% в 2009 г., и мы ожидаем, что она останется примерно на этом же уровне и в 2010 г.
- **Значительный объем рефинансирования, приходящийся на 2011 г.** В этот период компании предстоит рефинансировать кредиты объемом 17 млрд руб. (с учетом оферты по выпуску Группа ЛСР-2), что составляет порядка 48% от совокупного долгового портфеля ЛСР. Несмотря на значительный объем средств к погашению, мы не склонны считать риск рефинансирования этих обязательств высоким. В структуре этих кредитов порядка 10 млрд руб. приходится на кредиты ВТБ и Сбербанка. В настоящее время ЛСР ведет переговоры с банками и рассчитывает до конца нынешнего года договориться о рефинансировании. Учитывая текущую благоприятную конъюнктуру долговых рынков и тесные отношения с госбанками, мы высоко оцениваем шансы компании на успешное рефинансирование долгов.
- **Высокий объем инвестиционных затрат в 2010-2011 гг.** По нашим оценкам, в текущем году компания инвестирует в развитие производства строительных материалов примерно 7 млрд руб., из которых основная часть будет направлена на завершение строительства цементного завода, который, как ожидается, должен быть запущен в эксплуатацию в конце года. Кроме того, ЛСР планирует продолжить строительство кирпичного завода в Ленинградской области. Запуск цементного завода повысит вертикальную интеграцию бизнеса ЛСР, что должно положительно отразиться на рентабельности. Кроме того, запуск нового завода позволит сохранить долю рынка в условиях возрастающего спроса на этот вид строительных материалов по мере восстановления строительства в регионе (в настоящее время доля ЛСР на рынке производства и реализации кирпича в Санкт-Петербурге, по оценкам экспертов, составляет 61%).

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 Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmant@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@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
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, baktintkv@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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабарина, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он 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