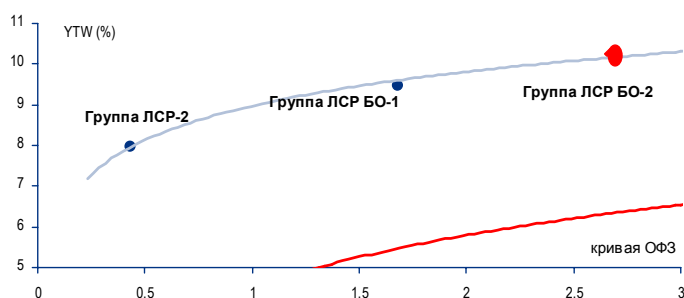


ХОРОШИЙ РИСК ОТ ЗНАКОМОГО ЭМИТЕНТА

Новый выпуск биржевых облигаций

Строительная Группа ЛСР в настоящее время проводит маркетинг второго выпуска биржевых облигаций объемом 2 млрд руб. на срок три года без опции. Закрытие книги заявок запланировано на 10 сентября, организатор ориентирует на ставку купона в диапазоне 9,5–10%, что соответствует доходности на уровне 9,73–10,25%. В середине июня компания разместила первый выпуск биржевых облигаций со ставкой купона 10,5%. С тех пор доходность этого выпуска снизилась на 130 б.п. и сейчас составляет около 9,4% к оферте в июне 2012 г., что предполагает спред к ОФЗ на уровне 380 б.п. Если ориентироваться на обращающиеся бумаги Группа ЛСР БО-1, доходность размещаемого выпуска должна сложиться на уровне 10,1–10,2%, то есть в границах диапазона, на который ориентируют организаторы. Параметры размещаемого выпуска удовлетворяют критериям включения в ломбардный список и список РЕПО ЦБ, в который входит выпуск Группа ЛСР БО-1 (заметим, что доходность этого выпуска является едва ли не самой высокой среди бумаг со сроком обращения менее двух лет, входящих в данный список). Ожидается, что новый выпуск также войдет в список А1, в который включен выпуск Группа ЛСР-2. Напомним, что в первом полугодии текущего года улучшению кредитных метрик ЛСР способствовало проведенное компанией SPO, в ходе которого ЛСР удалось привлечь 385 млн долл., а также решение проблемы рефинансирования.

Привлекательное соотношение доходности и риска



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Информация о выпуске Группа ЛСР БО-2

Эмитент	NR/B2/B-
Рейтинг (S/M/F)	NR/B2/B-
Общий объем	2 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Не предусмотрена
Ориентир ставки купона	9,5–10%
Ориентир по доходности	УТМ 9,73–10,25%
Тип размещения	По книге заявок
Дата закрытия книги	10 сентября 2010 г.
Дата размещения на ММВБ	14 сентября 2010 г.

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР, МСФО, млн руб.

	2008	2009
Выручка	49 813	51 024
ЕБИТДА	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 ЕБИТДА (%)	26,5	28,9
ЕБИТДА/проц. расходы	4,2	3,3
Долг/ЕБИТДА	2,8	2,7
Чистый долг/ЕБИТДА	2,6	2,5
Долг/Собственный капитал	1,1	1,0
Доля краткосрочного долга	48,8	38,2

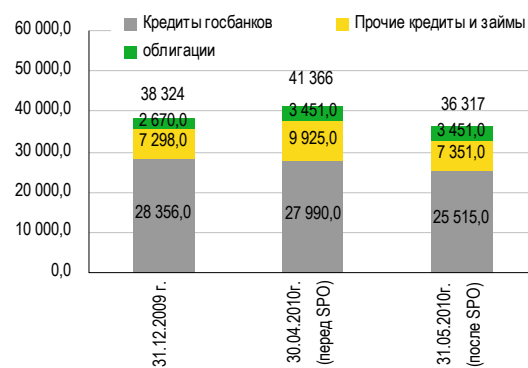
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Эмитент достаточно хорошо известен рынку, в настоящее время в обращении находятся три выпуска облигаций ЛСР, акции компании обращаются на ММВБ и в РТС, глобальные депозитарные расписки на Лондонской фондовой бирже (на 2 сентября 2010 г. рыночная капитализация компании составляла 4,06 млрд долл.).

Среди достоинств кредитного профиля ЛСР мы отмечаем следующие:

- **Лидирующие позиции на строительном рынке Санкт-Петербурга.** В 2009 г. покупателям было передано порядка 193 тыс. кв. м недвижимости, что практически вдвое превысило уровень 2008 г., а домостроительные комбинаты ЛСР смонтировали и передали заказчикам порядка 488 тыс. кв. м панельных домов. На начало нынешнего года портфель проектов ЛСР насчитывал объекты 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.
- **Расширение присутствия компании в Московском регионе.** Компания рассчитывает заметно увеличить свое присутствие в Московском регионе в ближайшие несколько лет благодаря использованию здесь вертикально-интегрированной модели бизнеса, увеличению производственных мощностей и вхождению в ряд инвестиционных проектов, в том числе по строительству малоэтажных панельных домов по собственной технологии, возведение которых занимает лишь около трех месяцев и предполагает гораздо меньший объем разрешительной документации. Строительство первого поселка таких домов стартовало летом нынешнего года. По оценке компании, средняя цена реализации квартир в таких домах составит 50 тыс. руб. за квадратный метр. Дополнительным фактором поддержки проекта служит наличие собственных современных мощностей по производству панельных конструкций (завод ЖБИ-6), рассчитанных на выпуск 200 тыс. кв. м в год.
- **Прочные позиции в сегменте строительства жилья экономкласса (масс-маркет), где ожидается наиболее быстрое восстановление.** В настоящий момент возможности ЛСР по выпуску панельных конструкций для строительства жилья экономкласса в Санкт-Петербурге составляют порядка 600 тыс. кв. м в год, 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.** В 2009 г. компания победила в тендерах 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. С начала 2010 г. Группа ЛСР была признана победителем аукционов на строительство недвижимости по госзаказу площадью на сумму 7,5 млрд руб.
- **Поддержка со стороны госбанков и умеренные риски рефинансирования.** В настоящий момент Сбербанк, ВТБ, ВЭБ и Россельхозбанк являются крупнейшими кредиторами ЛСР с более чем 50-процентной долей в совокупном кредитном портфеле компании. Стоит отметить также, что в ходе экономического форума в Санкт-Петербурге в июне нынешнего года Строительная Группа ЛСР подписала с Внешэкономбанком соглашение о взаимодействии по реализации инвестиционных проектов и программ, подразумевающее установление стратегического партнерства и развитие долгосрочного сотрудничества сторон по реализации инвестиционных проектов и программ Группы ЛСР в сферах производства строительных материалов и жилищного строительства. Общая стоимость данных проектов и программ превышает 28 млрд. руб. Кроме того, планируется, что ВЭБ запустит программу ипотечного кредитования на приобретение недвижимости, возводимой Группой ЛСР.
- **Положительная кредитная история на публичном рынке.** Группа ЛСР своевременно исполняет обязательства перед инвесторами и поддерживает высокий уровень финансовой прозрачности. Отметим, что на начало 2010 г. объем кредитов ЛСР, срок погашения которых наступал в текущем году, составлял 14,5 млрд руб., при этом в результате реализованной компанией программы по удлинению сроков заимствований в настоящий момент объем средств к погашению в текущем году снизился до 400 млн руб. Размещение второго выпуска биржевых облигаций на срок три года также обусловлено стремлением компании сбалансировать график погашения задолженности.

Структура кредитного портфеля Группы ЛСР, млн руб.



Источник: данные компании, оценка УРАЛСИБа

- Поддержание консервативного уровня долговой нагрузки и улучшение структуры капитала.** На конец 2009 г. отношение Чистый долг/ЕБИТДА составляло у компании 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. В апреле компания закрыла сделку по вторичному размещению акций, в результате которой ЛСР удалось привлечь 385 млн долл., что позволило значительно укрепить ликвидную позицию, а также улучшить структуру капитала девелопера. 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.

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
Краткосрочный долг	18 010	15 107	(16)	
Денежные средства	3 246	3 292	1	
Чистый долг	33 628	36 645	9	
Собственный капитал	35 011	39 621	13	54 000
Активы	113 899	110 314	(3)	
Кэффициенты				
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 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 стабилизировались в конце 2009 г. и сейчас демонстрируют рост.
- 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 Группы 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 замещении этих кредитов на долгосрочные.
- Большой объем инвестиционных затрат в 2010–2011 гг.** По нашей оценке, 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, что повысит вертикальную интеграцию бизнеса ЛСР и должно положительно отразиться на рентабельности.

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

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, feltsmand@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

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артеми Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Сонюшкина, sonyushkinada@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
Антон Кулаков, kulakovak@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, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Экономика

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

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, bakhthinkv@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 Шабаринова, 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