

РЕЗУЛЬТАТЫ СМЕШАННЫЕ, НО ХУДШЕЕ ПОЗАДИ

Компания опубликовала отчетность за I полугодие 2010 г. по МСФО

Снижение цен на недвижимость и сокращение объемов строительства негативно повлияли на операционные показатели. Строительная Группа ЛСР вчера опубликовала отчетность за I полугодие 2010 г., а также провела телефонную конференцию для аналитиков. В представленной отчетности нашла отражение непростая ситуация, сложившаяся на российском рынке недвижимости с начала 2009 г. В то же время меры, принятые менеджментом компании для стабилизации финансового состояния ЛСР (в том числе SPO, проведенное в апреле этого года), позволили сохранить кредитные метрики компании на приемлемом уровне. В I полугодии 2010 г. выручка ЛСР составила 17,7 млрд руб., сократившись на 14% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. При этом EBITDA сократилась еще более значительно – до 2,9 млрд руб. (снижение составило почти 49%), а рентабельность по EBITDA составила 16,5% против 27,7% в I половине 2009 г. По итогам I полугодия текущего года компания получила чистый убыток в размере 675 млн руб.

Наибольшее снижение отмечается в девелоперском бизнес-сегменте... Выручка этого сегмента упала на 36% до 6 млрд руб., EBITDA снизилась более чем вдвое – до 1,65 млрд руб., а рентабельность этого направления по EBITDA уменьшилась до 27,6% по сравнению с 39,4% в I полугодии 2009 г. Негативная динамика показателей девелоперского направления была обусловлена как сокращением объемов ввода в эксплуатацию (в I полугодии 2010 г. ЛСР ввела в эксплуатацию объекты площадью 85 тыс. кв. м, в то время как в I полугодии 2009 г. объем ввода составил 112 тыс. кв. м), так и снижением цен на недвижимость (по нашим оценкам, цена за 1 кв. м площадей, введенных в I полугодии текущего года составила 70 тыс. руб. против 84 тыс. руб. за метр годом ранее). Снижение средней цены реализации объясняется также изменением структуры вводимого жилья по уровню – если в I полугодии 2009 г. доля жилья эконом-класса составляла 59%, то в 2010 г. она увеличилась до 85%. Оговоримся, однако, что выручка этого сегмента отражает лишь те продажи, которые были осуществлены в предыдущих периодах, и не соответствует денежным поступлениям в отчетном периоде. С точки зрения поступлений большее значение имеет тот факт, что в I полугодии ЛСР заключила договоры на продажу 67 тыс. кв. м площадей, что на 37% больше, чем годом ранее.

...в то время как производство панельных конструкций демонстрирует заметный рост. В этом сегменте ситуация не только не ухудшилась, но и демонстрирует заметные улучшения. В I полугодии текущего года выручка этого направления выросла на 21% до 5,5 млрд руб., рентабельность по EBITDA также увеличилась – до 20,8% по сравнению с 18% в I полугодии прошлого года. В структуре совокупной выручки ЛСР в отчетном периоде на производство панельных конструкций приходится 31,3% против 22,2% годом ранее.

Сдержать рост долговой нагрузки удалось благодаря поступлениям от SPO. Несмотря на сокращение операционной прибыли, долговая нагрузка ЛСР по состоянию на 30 июня в терминах Чистый долг/EBITDA не только не увеличилась, но даже сократилась до 2,3 против 2,5 на начало года. Улучшению показателя способствовало заметное сокращение чистого долга, который на конец I полугодия снизился на 24% до 27,9 млрд руб. ЛСР удалось снизить долг благодаря тому, что в результате сделки по вторичному размещению акций в апреле этого года компания смогла привлечь 385 млн руб. 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.

Риск рефинансирования умеренный, госбанки продолжают оказывать поддержку. Госбанки остаются основными партнерами ЛСР с долей в кредитном портфеле на уровне 65%, при этом структура долгового портфеля по срочности продолжает улучшаться – на 30 июня доля краткосрочного долга сократилась до 29% по сравнению с 38% на начало года. Определенные опасения инвесторов может вызвать значительный объем кредитов к рефинансированию в 2011 г. (в этот период компании предстоит рефинансировать кредиты объемом 13,4 млрд руб., что составляет порядка 37% от совокупного долгового портфеля Группы ЛСР). Однако тот факт, что в структуре этих кредитов порядка 10 млрд руб. приходится на кредиты ВТБ и Сбербанк, заметно снижает риск рефинансирования. В настоящее время ЛСР ведет переговоры с банками и рассчитывает до конца нынешнего года договориться о замещении этих кредитов на долгосрочные. Мы оцениваем вероятность успешного завершения переговоров как весьма высокую.

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР

МСФО, млн руб.	2008	2009	II П 2010	II П 2009	Изм. II П 2010 / II П 2009, %
Выручка	49 813	51 024	17 717	20 585 -	13,9
ЕБИТДА	13 179	14 732	2 923	5 696 -	48,7
Процентные расходы	3 152	4 472	3 045	2 774	9,8
Чистая прибыль	(8 007)	4 590	(675)	(137)	392,7
					Изм. II П 2010/2009, %
Совокупный долг	36 874	39 541	35 891	-	9,2
Краткосрочный долг	18 010	15 107	10 520	-	30,4
Денежные средства	3 246	3 292	7 955	-	141,7
Чистый долг	33 628	36 645	27 936	-	23,8
Собственный капитал	35 011	39 621	50 799	-	28,2
Активы	113 899	110 314	116 796	-	5,9
Коэффициенты					
Рентабельность ЕБИТДА (%)	26,5	28,9	16,5	27,7	(11,2) п.п.
ЕБИТДА/Процентные расходы	4,2	3,3	1,0	-	-
Долг/ЕБИТДА	2,8	2,7	3,0	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	2,6	2,5	2,3	-	-
Долг/Собственный капитал	1,1	1,0	0,7	-	-
Доля краткосрочного долга	48,8	38,2	29,3	-	-

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Мы ожидаем улучшения показателей во II полугодии. На наш взгляд, показатели ЛСР во II полугодии будут заметно лучше. Этому будет способствовать как улучшение ценовой конъюнктуры на рынке строительных материалов, цены на которые снижались вплоть до марта текущего года, однако с июня демонстрируют рост (доля этого направления в выручке ЛСР составляет порядка 26%), так и продолжение реализации заключенных компанией госконтрактов на строительство (общая сумма заключенных контрактов превышает 20 млрд руб.), на которые приходится около половины от производимых ЛСР панельных конструкций. Также стоит учесть, что во II полугодии должен возрасти объем ввода объектов в эксплуатацию – в I полугодии текущего года ЛСР завершила строительство объектов недвижимости общей площадью 177 тыс. кв. м, что более чем вдвое превышает объем введения в эксплуатацию в этот период. Мы ожидаем, что значительная часть этих объектов будет введена в эксплуатацию во второй половине текущего года, что найдет отражение в выручке.

Котировки облигаций могут оказаться под давлением. На наш взгляд, облигации ЛСР, предлагающие доходность на уровне 9,5-10,1% в зависимости от срочности (спред к ОФЗ порядка 170–180 б.п.), справедливо оценены рынком, а погашающийся в феврале 2011 г. выпуск ЛСР-2 (УТМ 7,5%) мы считаем одной из лучших возможностей среди коротких бумаг, включенных в список репо ЦБ. В то же время мы не исключаем, что публикация промежуточных результатов может оказать негативное влияние на котировки. В случае если это произойдет, мы бы рекомендовали эти облигации к покупке, так как угроза для кредитного качества эмитента мы по-прежнему не видим.

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 Мырסיкова, 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
Василий Дегтярев, degtyarevwm@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

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, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@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