

РОСТ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ

Опубликована отчетность за 2010 г. по МСФО

В пятницу строительная Группа ЛСР опубликовала отчетность за 2010 г. по МСФО и провела телеконференцию для аналитиков. Представленная отчетность, как мы и ожидали, отражает резкое ухудшение на рынке недвижимости в 2008–2009 гг. В то же время положительные тенденции II полугодия позволяют рассчитывать на улучшение кредитных метрик компании в 2011 г. Ниже приведены наиболее важные, на наш взгляд, аспекты представленных результатов:

- **EBITDA ожидаемо сократилась, но перспективы выглядят неплохо.** В 2010 г. выручка ЛСР составила 49,95 млрд руб., что практически соответствует уровню 2009 г. (51 млрд руб.). В то же время EBITDA существенно сократилась – на 41% до 8,7 млрд руб. Порядка 80% EBITDA ЛСР пришлось на девелоперский сегмент, невысокие показатели которого обусловлены тем, что в 2010 г. компания сдала в эксплуатацию значительный объем недвижимости, построенной по госконтрактам 2009 г. по ценам ниже рыночных. Стоит также учесть, что недвижимость, сданная в эксплуатацию в 2010 г., была реализована в кризисное время по невысоким ценам. Рентабельность по EBITDA в 2010 г. снизилась до 17,4% по сравнению с 28,9% годом ранее. Однако оговоримся, что выручка девелоперского сегмента отражает лишь те продажи, которые были осуществлены в предыдущих периодах, и не соответствует денежным поступлениям в отчетном периоде. С точки зрения поступлений, важнее тот факт, что в 2010 г. ЛСР заключила договоры на продажу 35 тыс. кв. м элитной недвижимости и 147 тыс. кв. м жилья массового сегмента и бизнес-класса, что выше результатов 2009 г. на 66% и 72% соответственно.
- **Показатели II полугодия оказались заметно лучше.** Как мы и ожидали, комментируя недавнее размещение облигаций ЛСР, показатели II полугодия оказались заметно лучше. Выручка увеличилась на 82% по сравнению с I полугодием до 32,2 млрд руб., а рост EBITDA составил 97% (5,76 млрд руб.). Следует особенно выделить восстановление сегмента строительных материалов: если по итогам I полугодия прошлого года на уровне EBITDA это направление было убыточным, то уже во II полугодии EBITDA этого сегмента достигла 569 млн руб. и составила 10% совокупной EBITDA ЛСР за этот период.

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР

МСФО, млн руб.	2009	I п/г 2010	II п/г 2010	2010	Изм. II п/г 2010 / I п/г 2010, %	Изм. 2010 / 2009, %
Выручка	51 024	17 717	32 233	49 950	81,9	(2,1)
EBITDA	14 732	2 923	5 764	8 687	97,2	(41,0)
Процентные расходы	4 646	3 045	854	3 899	(72,0)	(16,1)
Чистая прибыль	4 590	(675)	2 417	1 742	-	(62,1)
					Изм. 2010 / I п/г 2010, %	
Совокупный долг	39 541	35 891		31 703	(11,7)	
Краткосрочный долг	15 107	10 520		3 989	(62,1)	
Денежные средства	2 931	7 955		1 519	(80,9)	
Чистый долг	36 610	27 936		30 184	8,0	
Собственный капитал	39 621	50 799		53 148	4,6	
Активы	110 314	116 796		106 220	(9,1)	
Операц. денежный поток	3 470			(2 375)		
Инвестиционные затраты	7 526			4 490		
Коэффициенты						
Рентабельность EBITDA (%)	28,9	16,5	17,9	17,4		
EBITDA/Процентные расходы	3,2	1,0		2,2		
Долг/EBITDA	2,7	3,0		3,6		
Чистый долг/EBITDA	2,5	2,3		3,5		
Долг/Собственный капитал	1,0	0,7		0,6		
Доля краткосрочного долга	38,2	29,3		12,6		

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

- **Рост долговой нагрузки сглаживается значительным снижением рисков рефинансирования.** Во II полугодии 2010 г. ЛСР сократила Чистый долг на 8% до 30,2 млрд долл. в основном за счет погашения части долга за счет средств, полученных от SPO. В то же время вследствие снижения операционной прибыли долговая нагрузка ЛСР в терминах Чистый долг/EBITDA выросла до 3,5. Тем не менее мы считаем, что уже в ближайшее время долговая нагрузка ЛСР сократится благодаря восстановлению на рынке недвижимости. Такого же мнения придерживается и агентство Fitch, совсем недавно повысившее кредитный рейтинг ЛСР на одну ступень. Заметим, что рост долговой нагрузки в значительной степени компенсируется улучшениями в структуре капитала и ликвидной позиции Группы ЛСР благодаря успешному рефинансированию краткосрочных кредитов в 2010 г. (на конец 2010 финансового года доля краткосрочной задолженности девелопера составляла лишь 13%, а свыше 50% обязательств имели сроки погашения в 2015 г. или позже). Стоит также напомнить, что в структуре долгового портфеля ЛСР более 70% приходится на кредиты госбанков – давних партнеров ЛСР, поддерживавших компанию и в период кризиса.
- **Перспективы 2011 г.** Менеджмент ЛСР отмечает оживление на рынке недвижимости уже со II квартала 2010 г., что, кроме прочего, подтверждается увеличением компанией продаж общестроительных материалов для «нулевого цикла» в 2010 г. в связи с ростом количества закладываемых объектов недвижимости. Мы ожидаем, что восстановление рынка недвижимости продолжится и в текущем году (кстати, представители металлургических компаний, опубликовавшие отчетность на прошлой неделе, связывают значительные перспективы именно с восстановлением строительного рынка, ожидая, что его рост в этом году составит 10%). Кроме того, ЛСР может выиграть от активизации инфраструктурного строительства в России в преддверии проведения в стране Кубка мира по футболу в 2018 г. Положительное влияние на операционные показатели группы в 2011 г. также может оказать запуск цементного завода, который должен состояться уже в I половине текущего года.

Выпуски ЛСР могут оказаться под давлением. Несмотря на то, что мы довольно оптимистично оцениваем перспективы рынка недвижимости, не исключено, что публикация невысоких результатов за 2010 г. может негативно повлиять на котировки облигаций Группы ЛСР. Беспокойство инвесторов может также вызвать тот факт, что уже 7 апреля компания может принять решение о выплате дивидендов в размере 1,55 млрд руб. В то же время мы считаем, что снижением котировок стоит воспользоваться для покупки облигаций девелопера, пользующегося значительной господдержкой. Выпуски ЛСР торгуются с доходностью в диапазоне 8,5–9,15% и являются одними из наиболее доходных выпусков, включенных в список репо ЦБ. Особенно привлекательным мы считаем выпуск ЛСР-2 (УТР 8,5% @ январь 2013), входящий в список А1 и предлагающий премию к ОФЗ в размере 280 б.п. В дополнение отметим, что высокий спрос в ходе недавнего размещения выпуска ЛСР БО-3 также дает основания полагать, что инвесторы позитивно смотрят на рынок недвижимости.

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
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@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
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Банки

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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Анна Разинцева, razintsevaav@uralsib.ru
Степан Чургов, chugrovss@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 2011