Ренова СтройГруп (NR)

УРАЛСИБ | КЭПИТАЛ

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

10 июня 2011 года

МАСШТАБНАЯ РЕНОВАЦИЯ

ДЕБЮТНЫЙ ВЫПУСК РУБЛЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Дебютант с хорошей репутацией. Девелоперская компания РЕНОВА-СтройГруп (РСГ) размещает дебютный выпуск рублевых облигаций. Компания образована в 2005 г. и входит в состав подконтрольной Виктору Вексельбергу Группы Компаний РЕНОВА, объединяя ее активы в сфере девелопмента. Среди сильных сторон кредитного профиля эмитента отметим следующие:

- Наличие сильного акционера с безупречной репутацией. До 2010 г. РСГ финансировала свою деятельность преимущественно за счет кредитов акционеров.
- Крупный портфель заказов и высокие темпы строительства. В 2010 г. компания увеличила объем введенной в эксплуатацию недвижимости более чем вдвое (до 406 тыс. кв. м), совокупный портфель проектов РСГ насчитывает 19 млн кв. м.
- Компания входит в десятку крупнейших строительных компаний России. Реализуемый РСГ проект «Академический» в Екатеринбурге – крупнейший проект комплексного освоения территорий не только в России, но и в Европе, – пользуется масштабной господдержкой.
- Поддержка со стороны государства. Государственные расходы на инфраструктуру в рамках проекта «Академический» за период 2007–2010 гг. составили 193 млн долл. Государственные ведомства являются крупными покупателями недвижимости РСГ, кроме того, государство выступает в качестве гаранта по кредитам компании.
- За четыре месяца 2011 г. компания сократила объем внешнего долга более чем вдвое до 155 млн долл.

Среди основных рисков выделим:

- Молодая компания. В отличие от других эмитентов, чьи выпуски обращаются на рынке, РСГ активно развивает бизнес лишь немногим более четырех лет. В то же время, несмотря на столь короткий срок, компания уже входит в число крупнейших застройщиков страны.
- Высокая зависимость от одного крупного проекта. В настоящее время поступления от продажи объектов проекта «Академический» обеспечивают порядка 50% выручки РСГ, что несет в себе определенные операционные риски. С другой стороны, реализация столь масштабного проекта обеспечивает стабильность поступлений на несколько лет вперед, так как имеет место гарантированная восполняемость портфеля проектов (чего нельзя сказать о точечной застройке).
- Высокий уровень долговой нагрузки эмитента. Однако стоит отметить, что уровень долга РСГ в начале 2011 г. заметно сократился.

Информация о выпуске РСГ-Финанс-1

Эмитент	ООО "РСГ-Финанс"
Поручитель	RSG International LTD
Рейтинг эмитента/поручителя	Отсутствует
Общий объем	3 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Через полтора года
Выплата купона	Ежеквартально
Ориентир ставки купона	10,75–11,25%
Ориентир по доходности	YTP 11,19–11,73%
Тип размещения	По книге заявок
Дата размещения	июнь 2011 г.

Ключевые финансовые показатели РЕНОВА-СтройГруп

МСФО, млн долл.	2009	2010	2010*
Выручка	199	457	457
EBITDA	(25)	53	148
Банковский долг, в т.ч.	67	337	337
Краткосрочный долг	58	258	
Денежные средства	18	36	
Чистый долг	49	301	301
Собственный капитал	235	339	
Активы	886	1 264	
Коэффициенты			
Рентабельность EBITDA (%)	-	11,5	32,4
EBITDA/Проц. расходы	-	1,9	
Долг/EBITDA	-	6,4	2,3
Чистый долг/EBITDA	-	5,7	2,0
Долг/Собственный капитал	0,3	1,0	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

** оценка Ренова СтройГруп*

ОБЩАЯ ИНФОРМАЦИЯ О КОМПАНИИ

Молодая динамично развивающаяся компания. РЕНОВА-СтройГруп (РСГ) была образована в 2005 г. и входит в состав подконтрольной Виктору Вексельбергу Группы Компаний РЕНОВА, объединяя ее активы в сфере девелопмента. Основная деятельность компании сосредоточена в сфере инвестиций в строительство объектов недвижимости для последующей продажи, сдачи в аренду или получения дохода за счет роста стоимости. Ключевые регионы присутствия – Екатеринбург, Москва и Московская область, Ярославль, Краснодар и Пермь. Компания выступает в качестве идеолога развития проектов комплексного освоения территорий (КОТ) как наиболее современного и технологичного решения вопроса комфортного и экономичного жилья. При этом РСГ реализует бизнес-модель fee-девелопмента, предполагающую отсутствие привязки к производственным мощностям и фокус на реализации отдельных высокорентабельных проектов. В настоящее время портфель проектов РСГ насчитывает 19 млн кв. м недвижимости, а ключевой проект компании – район «Академический» в Екатеринбурге, предусматривающий строительство 12 млн кв. м жилья для 325 тыс. жителей, является крупнейшим объектом КОТ в России. По итогам 2010 г. компания ввела 406 тыс. кв. м жилья, заняв восьмое место среди российских девелоперов. В 2011–2013 гг. РСГ планирует ввести в эксплуатацию порядка 1,4 млн кв. м жилья. С 2008 г. компания составляет отчетность по МСФО. По итогам 2010 г. выручка РЕНОВА-СтройГруп составила 457 млн долл., в то время как в 2008 г. значение этого показателя составляло лишь 99 млн долл.

Поддержка сильного акционера – важное конкурентное преимущество. Основным акционером РСГ с долей 75% является Группа Компаний РЕНОВА. Остальные 25% принадлежат физическим лицам – Виктору Маслакову и Президенту РСГ Вениамину Голубицкому, который до создания компании Ренова-СтройГруп, в течение девяти лет работал в государственных органах власти Свердловской области. Контролируемая Виктором Вексельбергом Группа РЕНОВА – российская финансово-промышленная группа, объединяющая активы в металлургической отрасли (5,66% акций ОК РУСАЛ), нефтехимии (12,5% ТНК-ВР), энергетике (КЭС-Холдинг), телекоммуникационной сфере (АКАДО). Среди других активов Группы отметим аэропорт «Кольцово» в г. Екатеринбурге, из финансовых активов – Меткомбанк и НПФ «Большой пенсионный фонд». РЕНОВА – первая частная российская компания, получившая кредитный рейтинг Standard & Poor's: в 2007 г. группе был присвоен кредитный рейтинг «BB», однако впоследствии в «кризисном» 2009 г. рейтинг был отозван по просьбе компании. На начало 2007 г. стоимость инвестиционного портфеля РЕНОВы оценивалась на уровне 12 млрд долл. Решением президента РФ Д. А. Медведева в 2010 г. председатель совета директоров ГК РЕНОВА Виктор Вексельберг был назначен руководителем российской части проекта по созданию Инновационного центра в Сколково. С момента создания РСГ общий объем акционерного финансирования составил 383 млн долл. Как ожидается, акционеры и впредь будут оказывать компании поддержку, а репутационная составляющая обеспечит дополнительный комфорт кредиторам РСГ.

Под крылом сильного акционера

Акционерная структура

Источники: данные компании

ОПЕРАЦИОННАЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТЬ

Фокус на реализации масштабных проектов. Характерная особенность стратегии РСГ заключается в реализации масштабных проектов комплексного освоения территорий (КОТ), доля которых в портфеле РСГ составляет 90%. Разрабатывая проекты КОТ, Ренова-СтройГруп опиралась на мировой опыт комплексного развития, начиная с периода активного создания и роста мегаполисов в США и Японии в 60-е годы и европейских странах – в 70-е годы XX века. Осуществление проектов КОТ с учетом их значительных масштабов возможно лишь при взаимодействии бизнеса и власти. Господдержка может заключаться в обеспечении нормативно-правовой базы для комплексной застройки, выделении крупных земельных участков для проектов, финансировании строительства транспортной и социальной инфраструктуры. Значительный объем вложений на ранних этапах реализации проектов КОТ – консолидации земель, проектировании района и прокладки инженерных сетей – подразумевает необходимость участия крупных инвесторов в акционерном капитале девелопера, которые готовы предоставить финансирование на длительный срок. Внушительные масштабы строительства позволяют создавать жилье высокого качества за счет привлечения к проектированию мировых лидеров рынка и применения передовых инженерных и архитектурных решений, что, в свою очередь, предполагает свободу девелопера в выборе партнеров по проекту и поставщиков строительных материалов.

Академический – основной проект компании

Портфель проектов РЕНОВА-СтройГруп

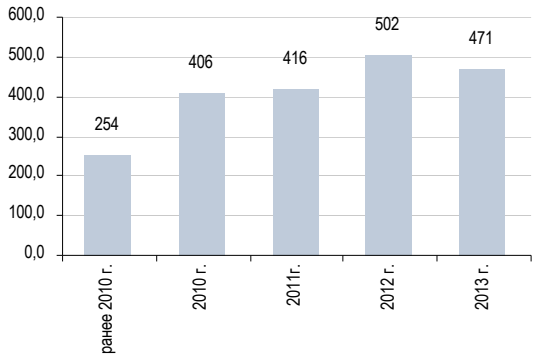
Проект	Площадь застройки (га)	Объем (тыс. кв. м)	Срок реализации
"Академический" г. Екатеринбург	1 300,0	12 112	2026 г.
"Яблоневый посад" г. Ярославль	9,8	241	2014 г.
Пермь	3,3	37	2013 г.
Краснодар	13,1	324	2011–2018 гг.
Щербинка, МО	13,4	270	2014 г.
Щелково, МО	30,0	432	2015 г.

Источники: данные компании

Портфель проектов объемом 19 млн кв. м. На сегодняшний день совокупный объем портфеля проектов РСГ составляет 19 млн кв. м, при этом крупнейшим из них является проект «Академический», предполагающий строительство порядка 12 млн кв. м жилья в рамках застройки одноименного района в Екатеринбурге с проживанием 325 тыс. жителей (на конец 2010 г. РСГ в этом районе было введено в строй около 300 тыс. кв. м недвижимости). «Солнечная долина» – еще один крупный проект компании, который пока находится на стадии проектирования, предусматривает строительство города-спутника в 5 км от Челябинска на 115 тыс. жителей с объемом недвижимости порядка 4,9 млн кв. м.

В 2011–2013 гг. планируется построить 1,4 млн кв. м жилья...

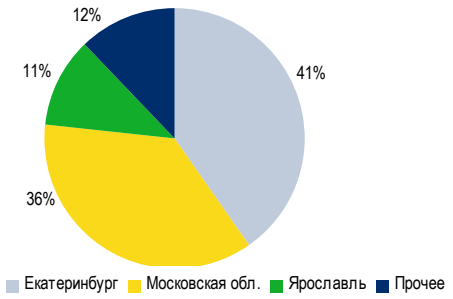
План ввода жилья до 2013 г. (тыс. кв. м)



Источники: данные компании

... преимущественно в Екатеринбурге и Московской области

Региональная структура жилья, планируемого к вводу в 2011–2013 гг.



Источники: данные компании

ЧАСТНО-ГОСУДАРСТВЕННОЕ ПАРТНЕРСТВО – ЗАЛОГ УСПЕХА

Бизнес в динамично развивающемся регионе... Наиболее масштабный проект РСГ реализуется в Екатеринбурге – административном центре Свердловской области и одном из крупнейших городов России. Область достаточно успешно прошла экономический кризис 2008–2009 гг., и в настоящее время темпы роста доходов населения и доходов областного бюджета превышают среднероссийские. Регион характеризуется низким уровнем долговой нагрузки – около 10% от собственных доходов бюджета, причем последние формируют 80% суммарных доходов области. Область имеет кредитный рейтинг «BB» от S&P с позитивным прогнозом. Областной и городской бюджеты предусматривают высокий объем расходов на жилищное строительство. Так, в 2011 г. в области, согласно принятому постановлению, должно быть введено в строй 2 млн кв. м жилья, а в 2012 г. объем ввода должен быть увеличен до 3 млн кв. м (+50% год к году). Высокие темпы роста объясняются необходимостью исполнения государством своих обязательств перед населением по предоставлению жилья. Заметим, что строительство района «Академический» является наиболее значимым проектом городского развития на ближайшие несколько лет, а обязательства государства перед населением по предоставлению жилья должны обеспечить гарантированный спрос на возводимую РСГ недвижимость. При этом, помимо заказов со стороны государственных органов, поддерживать спрос на строящуюся в Екатеринбурге недвижимость будет традиционно высокая миграция в Екатеринбург, а также приобретение там инвестиционной недвижимости жителями нефтедобывающих ХМАО и ЯНАО. Стоит также отметить, что устойчивое финансовое положение области и г. Екатеринбурга улучшает перспективу развития коммунальной инфраструктуры необходимой для развития новых районов.

... где государство оказывает девелоперам существенную поддержку. С учетом принятых на себя обязательств по значительному объему ввода недвижимости в 2011–2012 гг. правительство Свердловской области оказывает существенную поддержку застройщикам в своем регионе, для того, чтобы не допустить снижения застройщиками запланированных объемов ввода. Так, в 2010 г. государство предоставило РСГ гарантии по привлеченным на строительство инженерной инфраструктуры кредитам в размере 800 млн руб. Ожидается, что в 2011 г. объем предоставленных РСГ госгарантий может быть увеличен. Также отметим, что в рамках региональной целевой программы были одобрены государственные расходы в размере 6,2 млрд руб. на период до 2016 г. для строительства социальной инфраструктуры (в т.ч., скоростного трамвая, школ и детских садов) в возводимом РСГ районе «Академический».

«АКАДЕМИЧЕСКИЙ» – ФЛАГМАНСКИЙ ПРОЕКТ РЕНОВА-СТРОЙГРУП

Проект стоимостью 700 млрд руб... Основной проект РСГ, «Академический», представляет собой масштабную комплексную застройку нового района в юго-западной части Екатеринбурга. Проект является крупнейшим градостроительным проектом в России, в рамках которого возводится жилой квартал на территории около 1,3 тыс. га для 325 тыс. жителей. Всего в срок до 2026 г., согласно проекту, будет построено 12 млн кв. м недвижимости, а общая стоимость его реализации составит 700 млрд руб. В 2010 г. в Екатеринбурге в строй введен рекордный объем жилья – 1,026 млн кв. м, при этом доля РЕНОВА-СтройГруп составила около 26%. В 2010 г. РСГ ввела в эксплуатацию порядка 271 тыс. кв. м площадей в районе «Академический». В 2011–2013 гг. девелопер планирует ввести порядка 616 тыс. кв. м площадей в этом районе.

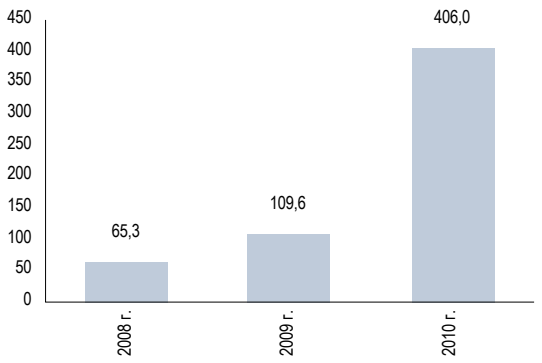
... реализуемый по схеме государственно-частного партнерства. Разработка проекта «Академический» была инициирована РЕНОВА-СтройГруп совместно с администрацией г. Екатеринбурга в 2005 г., а в 2007 г. начались строительные работы. На первом этапе строительства в 2007–2009 гг. были полностью проложены магистральные коммунальные сети. Проект «Академический» реализуется в рамках Национального проекта «Доступное жильё» и получает предусмотренное законом бюджетное финансирование. В частности, за счет бюджета были построены дороги и улицы (государственные расходы на инфраструктуру в «Академическом» за период 2007–2010 гг. составили 193 млн долл.), также были компенсированы процентные ставки по кредитам на создание инженерной инфраструктуры. Застройка района осуществляется по модульной схеме: здания возводятся отдельными блоками, что позволяет гибко реагировать на изменения рыночного спроса. При этом, по оценке компании, проект «Академический» способен обеспечить стабильный операционный денежный поток до 2025 г.

ОБЗОР ФИНАНСОВЫХ ПОКАЗАТЕЛЕЙ

Выручка в 2010 г. увеличилась более чем вдвое. В 2010 г. выручка РСГ составила 457 млн долл., что более чем в два раза превысило значение показателя за 2009 г. Необходимо также отметить, что в 2010 г. EBITDA компании вышла в положительную зону (оговоримся, что наш метод расчета EBITDA отличается от применяемого компанией, так как при расчете данного показателя мы не учитываем доход от переоценки инвестиционной собственности). По нашим оценкам, рентабельность по EBITDA по итогам 2010 г. составила 11,5%. В дальнейшем мы ожидаем роста данного показателя по мере реализации проекта КОТ в Екатеринбурге, учитывая, что подготовительный этап строительства компания завершила, а высокое качество объектов района «Академический», сданных в 2010 г., стало одной из причин растущего спроса на жилье в этом районе в текущем году (по данным РСГ), что, в свою очередь, позитивно отражается на ценах реализации. Что касается объема ввода в эксплуатацию, в 2010 г. РСГ ввела 406 тыс. кв. м недвижимости по сравнению с 110 тыс. кв. м в 2009 г. При этом на долю проекта в Екатеринбурге в 2010 г. пришлось 65% общего объема введенных площадей. Примечательно, что политика компании предполагает реализацию объектов преимущественно на стадии готовности.

В 2010 г. заметно увеличился объем ввода...

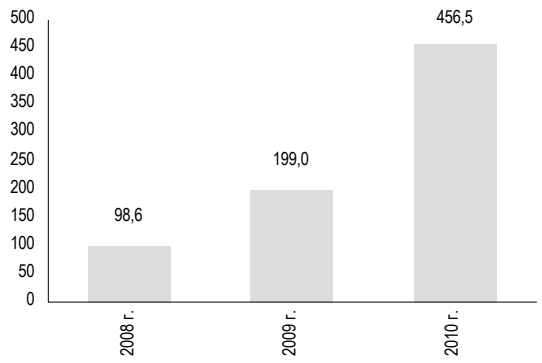
Динамика ввода объектов в эксплуатацию (тыс. кв. м)



Источники: данные компании

...что позитивно отразилось на выручке

Динамика выручки (млн долл.)

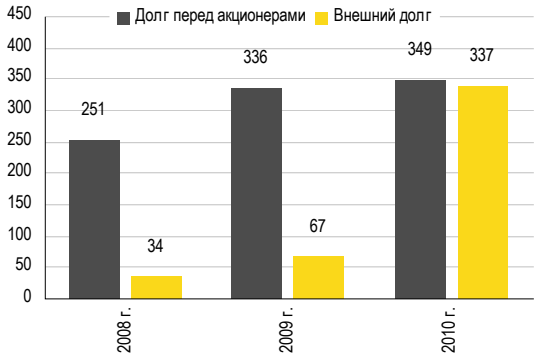


Источники: данные компании

Основной источник финансирования – средства акционеров. До 2010 г. РСГ осуществляла финансирование деятельности за счет собственных средств, а также за счет кредитов, предоставленных акционерами. В 2010 г. компания стала активно привлекать банковское финансирование. Преимущественно это кредиты, предоставленные по схеме проектного финансирования, предполагающие залог земельных участков, а также сбалансированные по срокам погашения в зависимости от графика строительства объекта недвижимости.

Средства акционеров – основной источник финансирования до 2010 г.

Динамика долговых обязательств РСГ (млн долл)



Источники: данные компании

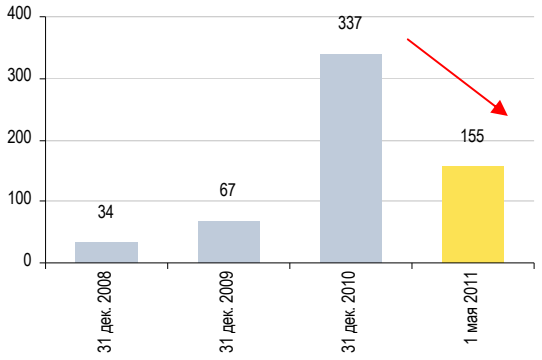
Субординация акционерных займов – подтверждение консервативной политики заимствований. В мае текущего года менеджментом группы РЕНОВА было принято решение о переводе займов в размере 320 млн долл., предоставленных РСГ, в разряд субординированных. Это решение подразумевает, что предоставленные акционерами займы будут возвращены не ранее срока погашения облигационного займа. Кроме того, в настоящее время рассматривается возможность конвертации указанных займов в капитал РСГ. Стратегия развития РСГ предполагает, что объем заемных средств будет ограничен уровнем 30–35% капитала.

Долговая нагрузка выросла в 2010 г., но уже в начале 2011 г. долг заметно сократился. В 2010 г. компания привлекла значительный объем финансирования (на 31 декабря 2010 г. внешний долг РСГ составил 337 млн долл.), что привело к увеличению долговой нагрузки в терминах Чистый долг/EBITDA. В то же время уже к 1 мая текущего года долг РСК сократился более чем в два раза до 155 млн долл. Погашение долга компания произвела за счет полученной в те-

кущем году операционной прибыли. За четыре месяца 2011 г. поступления РСГ от продажи недвижимости государственным заказчикам составили 214 млн долл. Одним из основных кредиторов компании является Сбербанк, кредиты которого составляют 36% всего портфеля заимствований РСГ. Отметим, что, помимо напрямую предоставленного долгового финансирования, Сбербанк имеет с РСГ партнерскую программу по предоставлению ипотечных кредитов для приобретения недвижимости, построенной компанией.

В 2011 г. долг заметно снизился

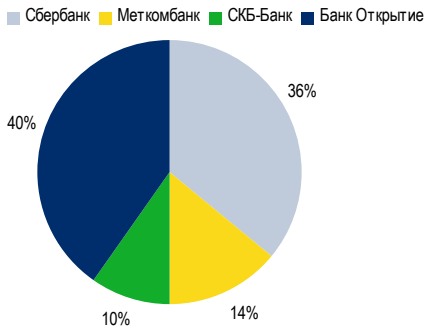
Динамика внешнего долга РСГ (млн долл.)



Источники: данные компании

Сбербанк и Банк Открытие – основные кредиторы РСГ

Структура кредиторов РСГ на 1 мая 2011 г.



Источники: данные компании

Несколько подходов к определению уровня долговой нагрузки РСГ. Отметим, что при расчете уровня долговой нагрузки РСГ возможны различные подходы (учитывая, что EBITDA не относится к показателям, порядок расчета которых установлен нормами МСФО). В частности, сама компания при расчете показателя Чистый долг/EBITDA, определяет EBITDA как отраженный в отчетности показатель операционной прибыли плюс амортизация, а при расчете чистого долга компания не учитывает займы, предоставленные акционерами. В соответствии с этим подходом, по итогам 2010 г. отношение Чистый долг/EBITDA у РСГ составило 2,0. Оговоримся, что наш метод расчета EBITDA отличается от применяемого компанией. При расчете данного показателя мы придерживаемся консервативного подхода, рассчитывая показатель EBITDA путем прибавления амортизации к операционной прибыли без учета дохода от переоценки инвестиционной собственности. При расчете же величины чистого долга, мы так же, как и компания, не принимает в расчет займы, предоставленные акционерами. По нашим оценкам, на конец 2010 г. отношение Чистый долг/ EBITDA составило 5,7.

Варианты расчета уровня долговой нагрузки РСГ (Чистый долг/EBITDA) по итогам 2010 г.

млн. долл.		EBITDA	EBITDA (скорр.)
		148	53
Чистый долг (включая займы от акционеров)	650	4,4	12,3
Чистый долг (без учета займов от акционеров)	301	2,0	5,7

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Долговая политика компания консервативная, публичный долг – в приоритете. Как отмечалось выше, акционерами компании было принято решение не требовать возврата предоставленных акционерами займов ранее срока погашения облигационного займа. Что касается банковских кредитов, стоит учесть, что они были предоставлены в рамках проектного финансирования, и, как следствие, их погашение будет производиться за счет средств от реализации недвижимости, построенной в рамках реализации проекта. При этом условия погашения отличаются определенной гибкостью, так как в кредитных договорах предусмотрена возможность пролонгирования сроков погашения таким образом, чтобы сроки погашения были сбалансированы в зависимости от срока реализации проекта. Средства, привлеченные за счет размещения облигационного займа, РСГ намерена направить на пополнение оборотного капитала, принимая во внимание неравномерность поступления выручки – в связи с тем, что государство выступает в качестве основного покупателя недвижимости РСГ, большая часть платежей традиционно приходится на IV и I кварталы.

Ключевые финансовые показатели РЕНОВА-СтройГруп

МСФО, млн долл.

	2008	2009	2010	% изм. 2010/ 2009
Выручка	99	199	457	129.4
Валовая прибыль	10	23	100	327.5
EBITDA	(64)	(25)	53	-
Процентные расходы	8	17	28	69.5
Совокупный долг	284	403	687	70.5
в т.ч. краткосрочный	71	221	508	129.7
Долг перед акционерами	251	336	349	4.1
в т.ч. краткосрочный	69	164	250	53.0
Банковский долг	34	67	337	
в т.ч. краткосрочный	2	58	258	
Денежные средства	11	18	36	107.4
Чистый долг*	23	50	301	508.1
Авансы от покупателей	116	54	119	120.9
Собственный капитал	101	235	339	44.2
Активы	674	886	1264	42.6
Коэффициенты				
Валовая рентабельность (%)	9.9	11.7	21.8	
Рентабельность EBITDA (%)	-	-	11.5	
EBITDA/Процентные расходы	-	-	1.9	
Долг/EBITDA*	-	-	6.4	
Чистый долг/EBITDA*	-	-	5.7	
Авансы/Совокупные обязательства, %	17.1	6.1	9.4	
Капитал/Совокупные обязательства, %	52.2	64.4	54.4	
Долг/Совокупные обязательства, %	5.0	7.6	26.7	
Долг/Собств. капитал	0.3	0.3	1.0	

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**без учета кредитов, предоставленных акционерами*

ОСНОВНЫЕ РИСКИ И ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ОБЛИГАЦИОННОГО ЗАЙМА

Среди основных рисков инвестирования в долговые обязательства РСГ выделим следующие:

- **Высокий уровень долговой нагрузки эмитента.** Несмотря на высокое значения отношения Чистый долг/EBITDA на начало 2011 г. (5,7, согласно нашим расчетам, без учета переоценки инвестиционной собственности), стоит отметить, что уровень долга РСГ в начале 2011 г. заметно сократился (до 155 млн долл. на 1 мая 2011 г.), а имеющиеся кредиты представлены преимущественно проектным финансированием, сбалансированным по срокам погашения с учетом этапов строительства. Также стоит отметить, что компания может рассчитывать на финансовую поддержку со стороны основного акционера – группы РЕНОВА.
- **Короткая история компании.** Несмотря на непродолжительный срок существования, РСГ уже продемонстрировала заметные успехи, заняв по итогам 2010 г. место в десятке крупнейших застройщиков страны. Реализуемый компанией проект «Академический» в Екатеринбурге является крупнейшим строительным проектом в России. Также стоит отметить приемлемый уровень информационной прозрачности эмитента – компания составляет отчетность по МСФО.
- **Высокая зависимость от одного крупного проекта.** В настоящее время поступления от продажи объектов проекта «Академический» обеспечивают порядка 50% выручки РСГ, что несет в себе определенные операционные риски. С другой стороны, реализация столь масштабного проекта позволяет РСГ пользоваться значительной господдержкой, а кроме того обеспечивает стабильность поступлений на несколько лет вперед, так как имеет место гарантированная восполняемость портфеля проектов (чего нельзя сказать о точечной застройке).

Позиционирование займа. На сегодняшний день в обращении находятся облигации двух строительных компаний – Строительной Группы ЛСР и Группы ЛенСпецСМУ. РЕНОВА-СтройГруп сопоставима с ЛенСпецСму по объему выручки, уступая в то же время по уровню операционной прибыли. В то же время РСГ превосходит ЛенСпецСму по объему вве-

денной в эксплуатацию недвижимости. Стоит отметить, что РСГ практически не продает недвижимость на стадии строительства, таким образом, показатель выручки за отчетный период у компании корректно отражает реальные денежные поступления в отчетном периоде. Для определения справедливой доходности облигаций РСГ мы ориентируемся на кривую доходности выпусков Группы ЛСР. Среднесрочные выпуски ЛСР торгуются с премией к ОФЗ в размере 200 б.п. По нижней границе ориентира облигации РСГ предлагают премию к кривой доходности ЛСР в размере 350 б.п., что мы считаем справедливой компенсацией за более высокий уровень кредитного риска, а также «неломбардность» ввиду отсутствия кредитного рейтинга. Кроме того, по нашему мнению, инвесторам стоит принять во внимание, что основным акционером РСГ является Группа РЕНОВА, и репутация основного акционера также может служить определенной гарантией исполнения дочерней компаний своих обязательств.

Премия в доходности облигаций РЕНОВА-СтройГруп обоснованна

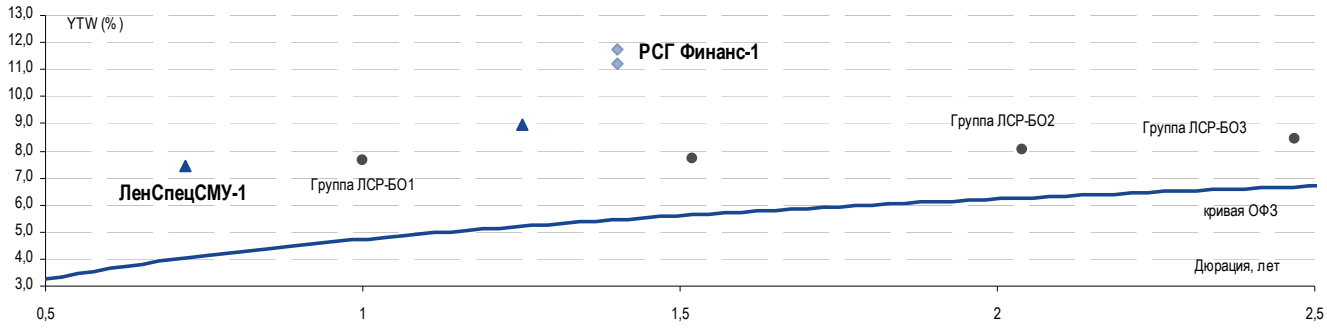
Ключевые операционные и финансовые показатели девелоперов за 2010 г.

	Группа ЛСР	Группа ЛенСпецСМУ	РЕНОВА-СтройГруп
Кредитный рейтинг (S/M/F)	S&P: B	NR/B2/B	NR
Объем ввода жилья (тыс. кв. м.)	977	213	406
Прирост по сравнению с 2009 г. (%)	30	(34)	190
Выручка	1 644	583	457
EBITDA	286	178	53
Чистый долг/EBITDA	3,5	1,2	5,7

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

По нижней границе диапазона доходность выпуска РСГ-Финанс-1 выглядит справедливо

Диаграмма доходностей рублевых облигаций на 9 июня 2011 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

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, feltsmand@uralsib.ru

Управление торговли

Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru
Александр Глебов, glebovav@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@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 Грищенкова, 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

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

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

Банки

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

Анализ рыночных данных

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

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Нефть и газ

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

Электроэнергетика

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

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@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

Потребительский сектор/Недвижимость

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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 Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. 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