

## НОВЫЙ ЗАЕМ ОТ ОДНОГО ИЗ КРУПНЕЙШИХ ДЕВЕЛОПЕРОВ РФ

### Группа ЛСР размещает пятую серию биржевых облигаций

**Новый выпуск старого заемщика.** Группа ЛСР вновь выходит на рынок первичного долга, предлагая инвесторам выпуск биржевых облигаций 5-ой серии в объеме 2 млрд руб. Срок обращения выпуска – три года, оферта не предусмотрена. Индикативная ставка купона составляет 8,5–8,75%, что соответствует доходности УТМ 8,68–8,94%.

**Облигации предлагают премию к кривой и выглядят весьма привлекательно.** В настоящий момент выпуски Группы ЛСР торгуются со средним спредом к кривой ОФЗ на уровне 220–230 б.п., минимальный спред – 210 б.п. – сформировался в наиболее длинном выпуске биржевых облигаций 3-ей серии. Экстраполируя среднюю величину спреда на новый выпуск, мы получаем справедливую доходность на уровне 8,55–8,65%, то есть ниже минимальной границы, заявленной организаторами. Принимая во внимание меньший спред длинного выпуска и большую срочность размещаемого, диапазон прогнозируемой нами доходности может быть снижен еще на 10 б.п., однако, по нашей оценке, это стало бы чересчур агрессивным ходом, впрочем, не лишенным здравого смысла – все-таки БО-3 является одним из самых ликвидных обращающихся выпусков ЛСР. Таким образом, мы рекомендуем участвовать в размещении при ставке купона выше 8,35%. Стоит обратить внимание на тот нюанс, что рейтинги Группы ЛСР не удовлетворяют новым требованиям для включения в ломбардный список. Однако отсутствие в последнем выпуска БО-3 не мешает ему торговаться с наименьшим спредом среди других выпусков Группы ЛСР. Немаловажно и то, что бумаги будут включены в котировальный список А1, и тем самым станут доступны для пенсионных средств, как следствие, ликвидность и спрос могут увеличиться.

#### Параметры выпуска Группа ЛСР БО-5

Эмитент	ОАО "Группа ЛСР"
Рейтинг (S/M/F)	-/B2/B
Общий объем	2,0 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Оферта	Не предусмотрена
Ориентир ставки купона	8,50-8,75%
Ориентир по доходности	УТМ 8,68-8,94%
Тип размещения	Аукцион
Дата аукциона	28 июля 2011 г.

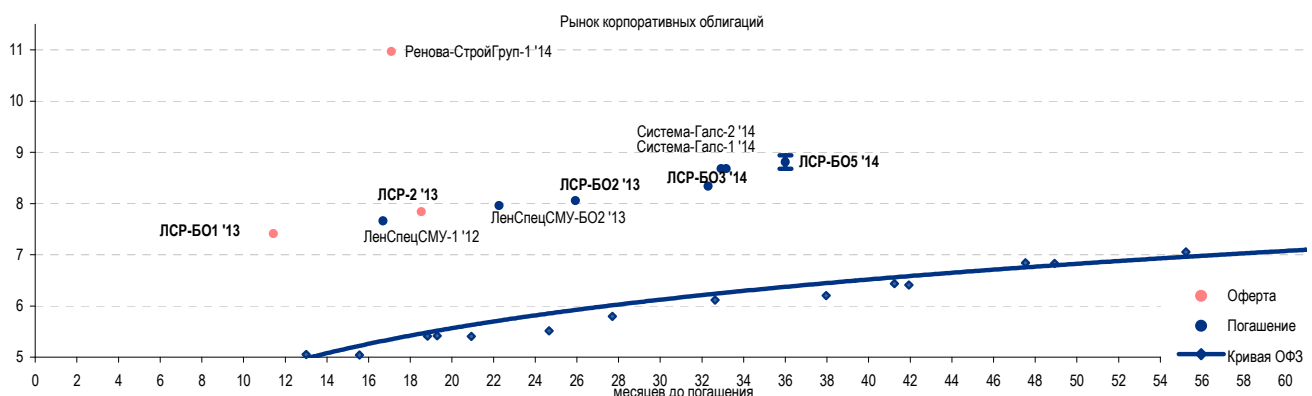
#### Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР

МСФО, млн долл.			
	2008	2009	2010
Выручка	2 004	1 608	1 645
ЕВИТДА	530	464	286
Чистая прибыль	-	322	145
Долг, в т.ч.	1 253	1 307	1 040
Краткосрочный долг	611	500	131
Чистый долг	1 143	1 212	997
Собственный капитал	1 190	1 310	1 744
Активы	3 877	3 647	3 485
<b>Коэффициенты</b>			
Рентабельность ЕВИТДА (%)	26,5	28,9	17,4
ЕВИТДА/проц. расходы	4,2	3,2	2,2
Долг/ЕВИТДА	2,4	2,8	3,6
Чистый долг/ЕВИТДА	2,2	2,6	3,5
Долг/Собственный капитал	1,1	1,0	0,6
Доля краткосрочного долга	48,8	38,2	12,6

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

#### Новый выпуск Группы ЛСР предлагает премию к собственной кривой

Рублевые облигации строительного сектора, на 25.07.2011



Источники: ММВБ, расчеты УРАЛСИБа

**Группа ЛСР – один из крупнейших вертикально-интегрированных девелоперов и производителей стройматериалов России.** Группа ЛСР входит в тройку крупнейших строительных компаний России по объему построенного жилья в 2009–2010 гг. Группа представляет собой широкодиверсифицированную компанию. Основу бизнеса компании составляют два направления – сегмент девелопмента, строительства и коммерческой недвижимости (67% выручки и 79% EBITDA в 2010 г.) и сегмент производства и добычи нерудных материалов, общестроительных материалов и механизированных услуг (33% выручки и 21% EBITDA в 2010 г.). Ключевые регионы присутствия Группы – Санкт-Петербург и Ленинградская область, Урал (в частности, Екатеринбург), а также Москва и Московская область, где компания работает над укреплением своих позиций. В ноябре 2007 г. Группа ЛСР провела IPO, ее акции торгуются на ММВБ и в РТС, а ГДР – на Лондонской фондовой бирже (LSE). Капитализация компании на 25.07.2011 составила 3,79 млрд долл. Бенефициар Группы – Андрей Молчанов (62%), член Совета Федерации от Ленинградской области.

**Во время кризиса фокус компании сместился на сектор жилья эконом-класса и работу по госконтрактам.** Приоритетные направления бизнеса Группы ЛСР – девелопмент (52% EBITDA) и строительство (27% EBITDA) – сосредоточены в Санкт-Петербурге и Ленинградской области (87% девелоперского портфеля в стоимостном выражении). В 2010 г. компания передала заказчикам 325 тыс. кв. м недвижимости – на 40% больше, чем в 2009 г. При этом выросла доля более дешевого жилья: около 72% пришлось на недвижимость эконом-класса в Санкт-Петербурге. В 2009 г. Группа ЛСР заключила контракты на продажу недвижимости в рамках госзаказа общей площадью 148 тыс. кв. м на сумму 6,5 млрд руб. (по средней стоимости 44 тыс. руб. за кв. м), а в 2010 г. передала государственным заказчикам жилье в полном объеме. Продажа квартир в рамках госзаказа стала одной из причин снижения рентабельности компании. Всего за последние два года компания заключила госконтракты на сумму 41,8 млрд руб., однако их основная часть приходится на строительное направление компании (генподряд и подряд), а не на продажу квартир.

**Продажи растут.** Мы положительно оцениваем увеличение числа новых контрактов, что в дальнейшем должно позитивно сказаться на выручке. Так, в 2010 г. в сегменте элитной недвижимости компания заключила контракты с розничными покупателями на продажу 35 тыс. кв. м чистой продаваемой площади (+66% год к году). Стоимость контрактов выросла в среднем на 21% и составила 5,21 млрд руб. Более существенный рост отмечен в сегменте масс-маркет и бизнес-класса – 147 тыс. кв. м (+72%) при стоимости заключенных контрактов 9,68 млрд руб. Положительной оценки заслуживают и тенденции I квартала: несмотря на традиционный сезонный спад продаж, число новых контрактов почти не изменилось по сравнению с успешным IV кварталом. Так, были заключены контракты на продажу 8 тыс. кв. м элитной застройки и 42 тыс. кв. м в сегменте масс-маркет и бизнес-класса. Эти тенденции будут отражены в выручке по мере передачи площадей покупателям. Между тем едва ли финансовые результаты начала года покажут существенный рост – по итогам I квартала 2011 г. потребителям было передано меньше площадей, чем годом ранее: 49,4 тыс. кв. м против 55,1 тыс. кв. м, хотя стоит помнить, что база 2009 г. отчасти была завышена большим объемом площади, переданной по госконтрактам. Результаты строительного дивизиона также оказались скромными – заказчикам было передано 80 тыс. кв. м домов из сборного железобетона против 99 тыс. кв. м годом ранее. Однако эти результаты отражают график реализации проектов.

**Рынок жилья постепенно восстанавливается.** 2010 г. прошел под знаком частичного восстановления цен на недвижимость, основная часть которого пришлась на вторую половину года. Так, рассчитываемый IRN индекс цен на московскую недвижимость повысился на 16%. В Санкт-Петербурге цены росли существенно медленнее: индекс элитного жилья прибавил около 7%, а индекс цен на жилье эконом-класса не изменился. Мы полагаем, что в текущем году восстановление рынка продолжится, однако ожидаем умеренного роста цен в пределах инфляции. К примеру, цены на жилье в Северной столице в I квартале продемонстрировали рост в пределах 3–3,5%.

**Fitch по достоинству оценило усилия компании в части улучшения структуры капитала и ликвидной позиции.** В марте текущего года рейтинговое агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента Группы ЛСР на одну ступень с «B-» до «B» (прогноз «Стабильный»), отметив улучшение структуры капитала и ликвидной позиции компании. Важным фактором стало удачное рефинансирование кредитов, что привело к снижению доли краткосрочной задолженности до 12,6%. Напомним, что Группа ЛСР является публичным заемщиком с безупречной репутацией на рынке, успешно обслуживавшим свой долг, даже несмотря на финансовый кризис.

**Финансовые результаты 2010 г. могли быть и лучше...** По итогам 2010 г. компания ожидаемо зафиксировала не самые сильные финансовые результаты. Выручка практически не изменилась и составила 1,65 млрд долл. против 1,61 млрд долл. в 2009 г. (в рублевом выражении – сократилась на 2%). Показатель EBITDA снизился на 38,4% до 286,1 млн долл. Снижение показателей во многом обусловлено практикой признания выручки в девелоперских компаниях. В 2010 г. Группа ЛСР передала покупателям значительный объем недвижимости, проданной по госконтрактам в 2009 г. по ценам ниже рыночных, что стало причиной снижения рентабельности по EBITDA, которая упала с 29% до 17%. Кроме того, конъюнктура рынка стройматериалов также была далека от идеальной, несмотря на зачатки роста во второй половине 2010 г. Не лучше обстоят дела и с более релевантным индикатором – отчетом о движении денежных средств. Так, денежный поток от операционной деятельности оказался отрицательным (минус 78,2 млн долл.) против положительного значения в размере 109,4 млн долл. годом ранее. Мы придерживаемся достаточно консервативной точки зрения при оценке финансовых показателей компании в 2011 г., а с учетом изложенных выше комментариев относительно операционных показателей компании и темпов восстановления рыночных цен мы считаем, что в рублевом исчислении объем выручки существенно не изменится, а в долларовом выражении составит порядка 1,76 млрд долл. Также, на фоне возобновления роста цен мы ожидаем частичного восстановления рентабельности – до 21% по EBITDA.

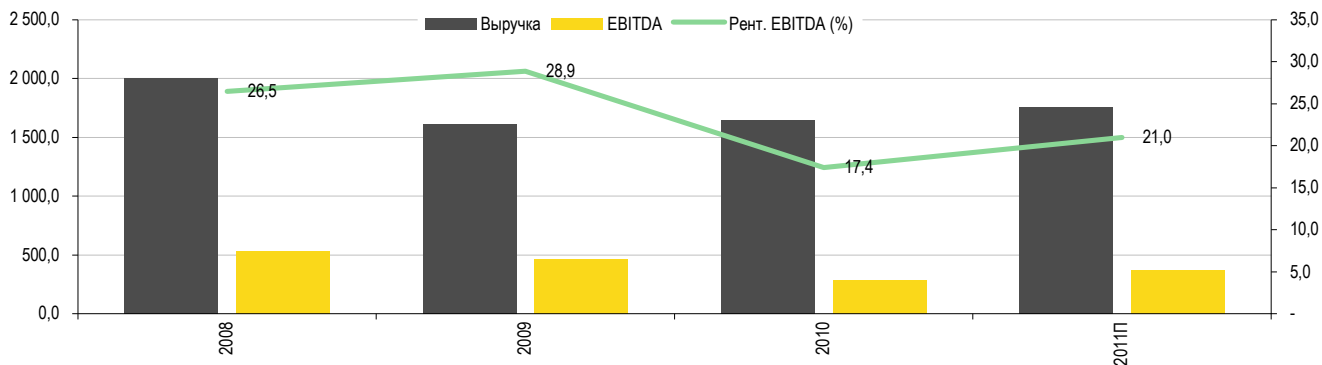
### Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР

МСФО, млн долл.	2008	2009	2010	Изм. 2010 / 2009, %	2011П
Выручка	2 004	1 608	1 645	2,3	1 760
Валовая прибыль	724	591	431	(27,1)	
ЕБИТДА	530	464	286	(38,4)	370
Процентные расходы	127	146	128	(12,3)	
Чистая прибыль	(322)	145	57	(60,4)	
Совокупный долг	1 253	1 307	1 040	(20,4)	
Краткосрочный долг	611	500	131	(73,8)	
Долгосрочный долг	642	808	909	12,6	
Денежные средства	110	96	44	(54,5)	
Чистый долг	1 143	1 212	997	(17,7)	1 380
Собственный капитал	1 190	1 310	1 744	33,1	
Активы	3 877	3 647	3 485	(4,4)	
<b>Коэффициенты</b>					
Рентабельность EBITDA (%)	26,5	28,9	17,4	(11,5) п. п.	21,0
Валовая рентабельность (%)	36,1	36,7	26,2	(10,6) п. п.	
ЕБИТДА/Процентные расходы	4,2	3,2	2,2		
Долг/ЕБИТДА	2,4	2,8	3,6		
Чистый долг/ЕБИТДА	2,2	2,6	3,5		3,7
Долг/Собственный капитал	1,1	1,0	0,6		
Доля краткосрочного долга	48,8	38,2	12,6	(25,6) п. п.	
CFO	176	109	(78)		
CFI	(704)	(181)	(148)	(18,0)	
CFF	331	62	181		
Сарех	(375)	(237)	(148)	(37,7)	(190,0)

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

### На результатах 2010 г. сказались последствия кризиса

Динамика выручки и EBITDA компании, млн долл.

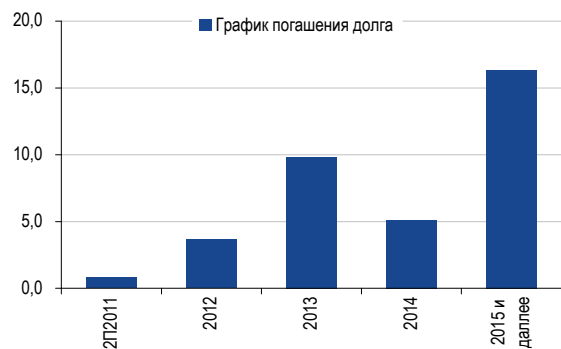


Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

**... зато успехи в управлении долгом налицо.** Совокупный долг компании на конец 2010 г. составил 1,04 млрд долл., а чистый долг – 997 млн долл. Последний за год сократился на 17,7% по большей части за счет средств, привлеченных в рамках SPO. Между тем к концу мая 2011 г., согласно данным презентации компании, общий долг вновь вырос – на 23,3% до 1,28 млрд долл. Структура долга компании заслуживает отдельного описания. Если в середине 2010 г. доля краткосрочной задолженности составляла 29,3%, то к концу года эта цифра снизилась до 12,6%. Согласно презентации, во II полугодии 2011 г. сроки платежей наступают лишь по 2,3% всей задолженности ЛСР, тогда как более 45% компании предстоит погасить не ранее 2015 г. Подобная структура является весьма комфортной и нечасто встречается у российских компаний, нередко испытывающих проблемы с привлечением «длинных» денег. В структуре долга 24% приходится на рублевые облигации компании, а оставшаяся часть представлена банковскими кредитами, из которых по 14% приходится на ВТБ и Сбербанк, 21% на Россельхозбанк и 23% на ВЭБ. Высокая доля кредитов госбанков косвенно свидетельствует об их положительной оценке кредитного качества компании. Учитывая не лучшие показатели доходной части, коэффициент сравнительной долговой нагрузки Чистый долг/EBITDA вырос с 2,6 до 3,5 на конец 2010 г. по сравнению с концом 2009 года. При этом еще раз отметим, что в силу принятых в учетной политике компании принципов признания выручки этот показатель для сектора является не самым релевантным. Принимая во внимание нашу оценку будущей инвестпрограммы (ниже), а также потребности в оборотном капитале и график погашения долга, мы считаем, что по итогам 2011 г. чистый долг может вырасти до 1,38 млрд долл., а коэффициент Чистый долг/EBITDA, по нашему мнению, не должен существенно увеличиться и повысится до 3,6–3,7. Между тем в дальнейшем, по мере восстановления рынков, мы ожидаем снижения коэффициента.

### В 2010 г. ЛСР существенно удлинила долг

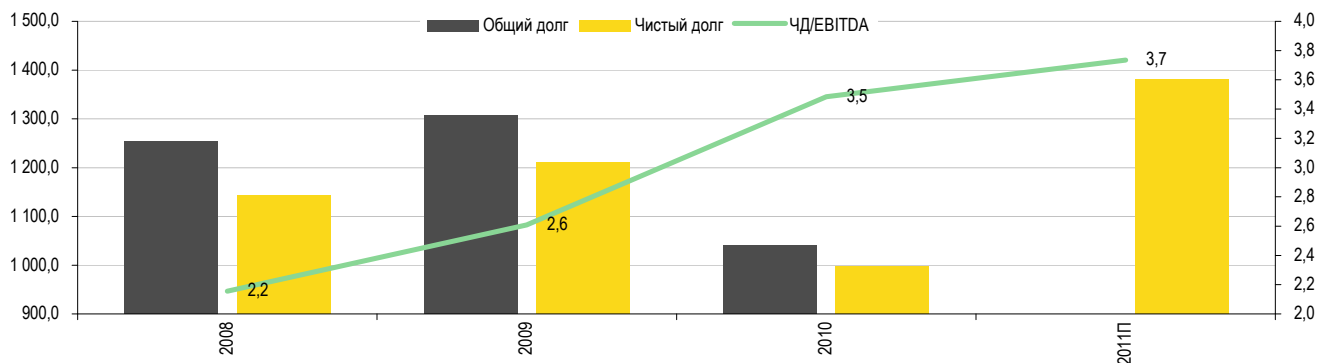
График погашения долга, млрд руб.



Источники: данные компании

### В 2010 г. долг снизился за счет средств, привлеченных в рамках SPO, но в 2011 г. может вновь вырасти

Динамика общего и чистого долга компании и коэффициента ЧД/EBITDA компании



Источники: данные компании, расчеты УРАЛСИБа

**Инвестпрограмма – потенциально негативный фактор для кредитного профиля.** Группа ЛСР довольно динамично развивалась за счет M&A и по-прежнему достаточно активна в части приобретения новых предприятий с целью выстраивания высокодиверсифицированного вертикально-интегрированного холдинга. Основные приобретения осуществляются в сегменте производства и добычи нерудных материалов и общестроительных материалов. Так, 20 июля компания сообщила, что завершила приобретение 100% уставного капитала ООО «436 КНИ» в Ленинградской области (производитель щебня производственной мощностью 1,1 млн куб. м в год), выйдя на первое место в России по запасам гнейсогранитов в России. Сумма сделки составила 960 млн руб. В июне компания сообщила о приобретении в Московской области ОАО «Павловская керамика» – производителя лицевого кирпича производственной мощностью 70 млн шт. условного кирпича в год – за 1,24 млрд руб. В целом же, в I полугодии текущего года, компания приобрела пять предприятий. Не меньшую активность компания проявляет и в строительстве новых предприятий. К примеру, львиная доля капзатрат в 2010 г. была направлена на строительство собственного цементного завода в Сланцевском районе Ленинградской области производственной мощностью 1,86 млн т цемента в год. В июле 2011 г. Сбербанк открыл 10-летнюю кредитную линию на сумму 6,27 млрд руб. «дочке» Группы ЛСР ОАО «Победа ЛСР» на строительство кирпичного завода (производственная мощность – 220 млн т условного кирпича в год) и прилегающей инфраструктуры. Общий объем инвестиций в проект составляет около 10,2 млрд руб. Все перечисленные факторы говорят о достаточно активной инвестиционной политике компании, объем которой может увеличиться. В 2010 г. (по-видимому, отчасти ввиду отрицательного денежного потока от основной деятельности) компания была вынуждена урезать капзатраты на 37,7% до 4,49 млрд руб. В случае восстановления доходов компании и успешной реструктуризации долга затраты могут вновь вырасти, учитывая необходимые инвестиции в строительство и приобретение новых предприятий. Согласно нашему прогнозу, в 2011 г. капзатраты ЛСР могут составить 5–6 млрд руб.

# 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

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

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 Союшкина, 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  
Ольга Степаненко, stepanenkoa@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 Мырсикова, myrsikovann@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru  
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru  
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru  
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

#### Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru  
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru  
Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

#### Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru  
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

#### Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

#### Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru  
Наталья Майорова, mai\_ng@uralsib.ru  
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии  
Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru  
Константин Белов, belovka@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

#### Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт  
Артем Егоренков, egorenkovag@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

#### 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