

НОВЫЙ ЗАЕМ ОТ ОДНОГО ИЗ КРУПНЕЙШИХ ДЕВЕЛОПЕРОВ

Группа ЛСР удлиняет публичный долг

Группа ЛСР предлагает новый выпуск с полторалетней офертой...

На прошлой неделе стало известно о готовящемся размещении нового выпуска облигаций Группы ЛСР. Эмитент планирует предложить рынку пятилетние бумаги серии 03 на сумму 3 млрд руб. По выпуску предусмотрена оферта через полтора года. Размещение пройдет 14 сентября 2012 г. в форме аукциона. Индикатив организаторов по купону 11,75–12,25% соответствует доходности к оферте 12,11–12,64%. Выпуск удовлетворяет критериям включения в ломбардный список ЦБ, также планируется листинг в котировальном списке А1.

...и объявляет оферту на выкуп короткого выпуска в объеме до 1 млрд руб. В день поступления информации о новом выпуске была объявлена внеплановая оферта по досрочному выкупу выпуска ЛСР-02 в объеме до 1 млрд руб. по номиналу. Цена выкупа установлена на уровне не выше 100,6% от номинала, что выше текущих рыночных уровней (100,4–100,5%). Заявки будут приниматься 12 сентября с 09:00 до 18:00 мск, выкуп состоится 13 сентября 2012 г.

Предложение выглядит привлекательно. По нашему мнению, участие в новом размещении, а также в выкупе старых бумаг весьма привлекательно. Наклон кривой Группы ЛСР достаточно крутой. Спред к ОФЗ по коротким бумагам составляет 250 б.п., а по длинным – почти 500 б.п., что выглядит излишним. По сути, текущее предложение дает инвесторам возможность получить аналогичный риск эмитента, но при большей доходности и комфортной дюрации. Календарь погашения долга Группы ЛСР достаточно ровный и не вызывает у нас опасений на сроке обращения облигаций, таким образом, дополнительный спред более чем 200 б.п. за лишний год дюрации представляется неоправданно высоким. Кроме того, выпуск предлагает премию ко вторичному рынку в размере 30 б.п. даже по нижней границе, что также выглядит привлекательно. При этом мы сохраняем свою рекомендацию и по другим условно длинным выпускам компании – ЛСР БО-3 и БО-5.

Параметры выпуска Группа ЛСР-03

Эмитент	ОАО "Группа ЛСР"
Рейтинг (S/M/F)	-B2/B
Общий объем	3,0 млрд руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	1,5 года
Ориентир ставки купона	11,75-12,25%
Ориентир по доходности	УТР 12,11-12,64%
Тип размещения	Аукцион
Дата аукциона	14 сентября 2012 г.

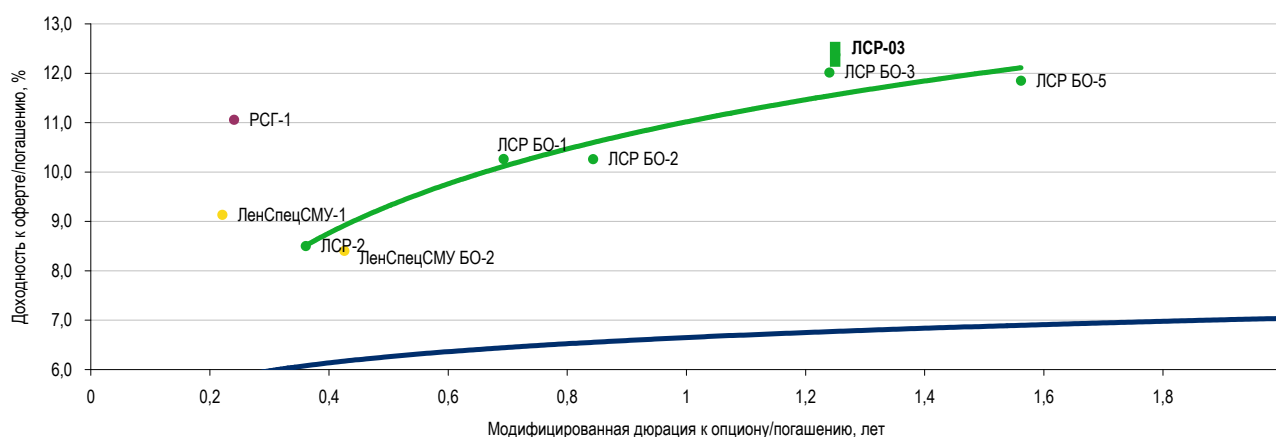
Ключевые показатели Группы ЛСР

МСФО, млн руб.	1 н/г		
	11	2011	12
Выручка	22 964	51 910	22 681
Валовая прибыль	5 791	14 662	6 486
ЕБИТДА	3 834	10 135	4 666
Чистая прибыль	668	2 432	260
Совокупный долг	35 877	38 922	39 219
Чистый долг	34 346	33 728	35 538
Собственный капитал	52 328	53 947	52 133
Активы	113 235	126 862	138 235
Рентабельность по ЕБИТДА, %	16,7	19,5	20,6
ЕБИТДА / Процентные расходы	2,0	2,3	2,3
Долг / ЕБИТДА	3,7	3,8	3,6
Чистый долг / ЕБИТДА	3,6	3,3	3,2
Долг / Собственный капитал	0,7	0,7	0,8
Доля краткосрочного долга, %	9,3	7,2	20,0
Операционный денежный поток	(110)	7 738	4 528
Денежный поток от инвест. деят.	(2 308)	(7 817)	(4 197)
Денежный поток от фин. деят.	2 558	3 971	(1 942)
Капзатраты	(1 508)	(4 870)	(4 011)
Свободный денежный поток	(1 618)	2 868	517

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Новый выпуск ЛСР-03 выглядит привлекательно, как и обращающиеся БО-3 и БО-5

Рублевые облигации компаний строительной отрасли, 10.09.2012 г.



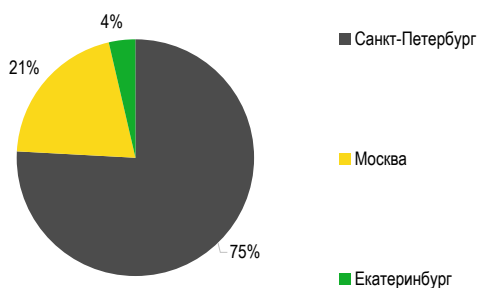
Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Один из крупнейших девелоперов и производителей стройматериалов России. Группа ЛСР входит в тройку крупнейших российских компаний в сфере строительства и девелопмента. ЛСР – вертикально интегрированная компания, которая помимо девелопмента и строительства занимается производством и добычей нерудных, общестроительных материалов и предоставлением механизированных услуг. Центральное место в бизнесе компании занимает сегмент девелопмента и строительства, формирующий около 70% выручки и 53% EBITDA (по данным за 1 п/г 2012 г.). Ключевым регионом для компании является Санкт-Петербург и Ленинградская область, на которые приходится около 85% портфеля недвижимости, более 70% мощностей компании по производству бетона и кирпича и 100% мощностей по производству цемента. Кроме того, компания представлена в Москве и Московской области, а также в Екатеринбурге. Контролирующим акционером Группы ЛСР является Андрей Молчанов (62%), член Совета Федерации от Ленинградской области. В 2007 г. компания провела IPO, ее акции торгуются на ММВБ и в РТС, а ГДР – на Лондонской фондовой бирже (LSE). Капитализация ЛСР на 10.09.2012 г. составила 2,3 млрд долл.

Львиная доля объектов сосредоточена в Санкт-Петербурге. Чистая площадь в портфеле недвижимости Группы ЛСР по итогам 2011 г. составила 8,4 млн кв. м (+8% год к году). Рыночная стоимость портфеля, в соответствии с оценкой Cushman & Wakefield, составила 124,4 млрд руб. Около 76% в стоимостном и 85% в натуральном выражении в портфеле приходится на объекты на ключевом рынке компании – Санкт-Петербурге и области, на долю объектов в Екатеринбурге приходится всего около 4% (в денежном выражении), остальные сосредоточены в Москве и области. Основная часть площади – 57% (в денежном эквиваленте) – вполне ожидаемо представлена жильем масс-маркет и бизнес-класса, 18% приходится на долю элитной недвижимости (включая загородную). Большая часть площадей компании находится в процессе разработки концепции и проектирования (91% в натуральном выражении, 71% в денежном), при этом доля объектов, классифицированных как завершенные, составляет 3% (в денежном эквиваленте), а объектов в процессе строительства – 23%. Низкая доля завершенных проектов, по нашему мнению, объясняется тем, что основная часть площадей в соответствующих объектах уже реализована и не учитывается в портфеле. Чистая продаваемая площадь широко диверсифицирована по разным проектам, что является сильной стороной операционного профиля.

Ключевой рынок компании – Санкт-Петербург

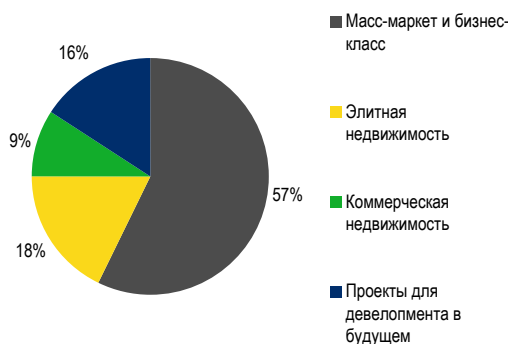
Структура портфеля недвижимости Группы ЛСР в денежном выражении по регионам



Источники: данные компании

В портфеле преобладает наиболее востребованное жилье масс-маркет

Структура портфеля недвижимости Группы ЛСР в денежном выражении по сегментам



Источники: данные компании

В 2012 г. компания увеличила объем портфеля недвижимости за счет совместного проекта с Setl Group по редевелопменту... В феврале текущего года стало известно, что Группа ЛСР совместно с Setl Group приступает к проекту редевелопмента участка площадью 104,7 тыс. кв. м в Санкт-Петербурге. Ранее на данном участке, принадлежавшем дочерней компании Группы ЛСР, располагались мощности по производству железобетонных изделий, которые были перебазированы на другую площадку. В рамках проекта этот земельный участок оценен в 1,56 млрд руб. Строительные работы планируется начать в 2013 г. Площадь возводимого комплекса, по предварительным оценкам, может составить 120 тыс. кв. м. Таким образом, данный проект не окажет ощутимого воздействия на общий портфель компании (+1%), однако добавит 4–6% к объему недвижимости, классифицируемой как проекты в стадии строительства. Согласно оценке наших аналитиков по рынку акций, доля Группы ЛСР в проекте (с учетом того, что участок принадлежал именно ей) составляет, скорее всего, не менее 50%. Исходя из этого, участие в проекте в перспективе нескольких лет должно принести компании выручку в размере около 100 млн долл.

...и заключения контракта на строительство нового ЖК в г. Домодедово. В июле текущего года Группа ЛСР объявила о подписании инвестиционного контракта на строительство жилого комплекса в г. Домодедово Московской области. Этот комплекс представляет собой второй этап проекта массовой застройки «Новое Домодедово», который предусматривает строительство жилых домов на 7 тыс. квартир, а также возведение сопутствующей инфраструктуры на территории площадью 45 га. Напомним, в феврале 2011 г. дочерняя компания Группы ЛСР, ЗАО «Мосстройреконструкция», заклю-

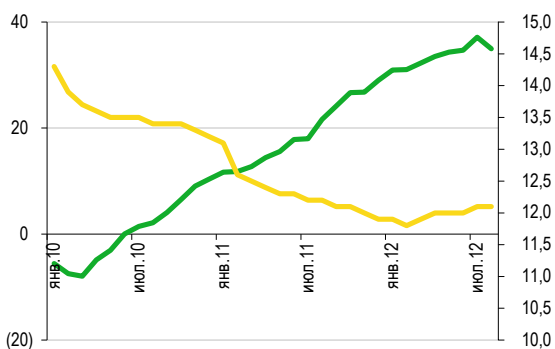
чила контракт с Coalco Development на строительство ЖК «Южный» площадью 325 тыс. кв. м в этом же районе. Согласно контракту, 255 тыс. кв. м, или 78% общей продаваемой площади, должно быть передано Группе ЛСР. Чистая продаваемая площадь второй очереди достигает 350 тыс. кв. м, таким образом, общая чистая продаваемая площадь проекта увеличивается почти вдвое до 685 тыс. кв. м. Строительство планируется начать в 1 кв. 2013 г. и завершить к концу 2017 г. (окончание первого этапа застройки «Новое Домодедово» – ЖК «Южный» – намечено на 4 кв. 2015 г.). Финансовые параметры соглашения не раскрываются, однако исходя из обнародованной информации, относящейся к первому этапу проекта, мы оцениваем долю ЛСР в новом проекте на уровне 75–80%, или 260–280 тыс. кв. м чистой продаваемой площади. По оценке наших аналитиков по рынку акций, новый проект потребует вложений в размере около 370 млн долл., а суммарная денежная выручка в 2013–2016 гг. от реализации всех построенных квартир достигнет 560 млн долл. (расчеты основаны на средней цене жилья 2,0–2,1 тыс. долл./кв. м). «Новое Домодедово» увеличивает портфель проектов Группы ЛСР на 3,2% до 8,69 млн кв. м, а портфель ее московских проектов – на 32% до 1,13 млн кв. м чистой продаваемой площади.

Основной двигатель спроса на жилье – ипотечное кредитование... С начала 2010 г. в Москве и с 4 кв. 2010 г. в Санкт-Петербурге наблюдается восстановление спроса в сегменте жилья масс-маркет на фоне роста потребительской уверенности и улучшающихся условий ипотечного кредитования. Доступная ипотека остается главным двигателем спроса на наиболее востребованное жилье экономкласса. Так, Группа ЛСР в комментариях к своей отчетности за 1 п/г 2012 г. указывала, что около 30% прямых продаж были профинансированы посредством ипотечного кредитования.

...по-прежнему растет высокими темпами, несмотря на замедление. Согласно данным ЦБ, в 2011 г. было выдано 524 тыс. ипотечных кредитов на общую сумму 717 млрд руб. (+89% год к году). Несмотря на замедление (по итогам 2010 г. показатель увеличился на 148%), в абсолютном значении прирост показателя оказался существенно выше, чем годом ранее. Вырос и средний объем кредита – с 1,3 до 1,4 млн руб., в то время как средняя ставка (в рублях) снизилась с 13,1% до 11,9%. В текущем году снижение ставок приостановилось – по состоянию на начало августа средняя ставка выросла на 0,2% с начала года до 12,1% в русле общей тенденции к повышению ставок на финансовом рынке. Рост объема выданных ипотечных кредитов в текущем году продолжил замедляться – с начала года по начало августа было выдано ипотечных кредитов на 517 млрд руб. (+56% год к году). Совокупная задолженность по ипотечным кредитам на начало августа 2012 г. составляла 1,71 трлн руб. (+34,9% год к году). Несмотря на снижение темпов роста ипотечного кредитования, они остаются существенными и отражают значительный спрос на жилую недвижимость, подкрепляя наше позитивное мнение о перспективах сектора. Повышению темпов роста кредитования могло бы способствовать общее снижение ставок в системе, однако в ближайшее время это не столь очевидно.

Объемы ипотечного кредитования растут...

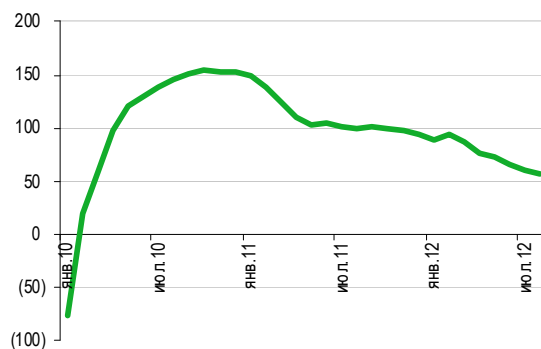
Динамика задолженности по ипотеке, % год к году, и средняя ставка (руб.), %



Источники: ЦБ РФ

...однако темпы роста снижаются

Помесячная динамика объема выданных ипотечных кредитов, % год к году



Источники: ЦБ РФ

Существенная доля на рынке Санкт-Петербурга... В 2011 г. на ключевом для компании рынке Санкт-Петербурга построено 640 жилых домов и введено в эксплуатацию 2,71 млн кв. м жилья (+2% год к году), из них Группой ЛСР введено 113 тыс. кв. м, или 4,2% общего объема. Всего в Санкт-Петербурге в 2011 г. было продано 35,3 тыс. квартир общей площадью 2,05 млн кв. м, причем более 90% сделок совершено в сегменте масс-маркет. Группа ЛСР в указанный период продала 234 тыс. кв. м (186 тыс. кв. м в сегменте масс-маркет) – 11% суммарного показателя. Средняя стоимость квадратного метра элитной недвижимости у Группы ЛСР составила 153,3 тыс. руб., что существенно ниже среднерыночного уровня в Санкт-Петербурге (206 тыс. руб., по нашей оценке, основанной на данных компании). Однако сравнивать цены в элитном сегменте не совсем корректно, поскольку они существенно различаются в зависимости от уникальных характеристик объектов. В сегменте масс-маркет средняя стоимость недвижимости у Группы ЛСР оказалась немного ниже рыночной – 70,4 тыс. руб./кв. м против 73,7 тыс. руб./кв. м (по данным bn.ru). Мы считаем, что по итогам 2012 г. среднегодовой рост цен на рынке Санкт-Петербурга останется на уровне предыдущих лет – около 5–7%.

Цены на недвижимость на основном рынке демонстрируют устойчивый рост

Динамика цен на недвижимость в Санкт-Петербурге, тыс. руб./кв. м



Источники: bn.ru

...наращивание присутствия на московском рынке... На московском рынке жилья в 2011 г. введено в эксплуатацию около 1,8 млн кв. м жилья, что хотя и на 2,2% выше, чем в 2010 г., в целом отражает общую тенденцию к снижению объемов вводимой площади на столичном рынке в свете ограниченной доступности земельных участков под застройку. В Московской области показатель постепенно повышается, за 2010 г. объемы ввода жилья увеличились на 3,8% до 8,2 млн кв. м. Москва – относительно новый рынок для Группы ЛСР, в 2011 г. компания ввела минимальный объем недвижимости – 2 тыс. кв. м в клубном жилом доме «Грюнвальд». При этом ЛСР активно наращивает продажи в московском регионе: в 2011 г. заключены контракты на продажу 37 тыс. кв. м жилья (против всего 4 тыс. кв. м в 2010 г.) при средней цене 62,2 тыс. руб./кв. м. Среднерыночная цена квадратного метра в 2011 г. составила 158 тыс. руб. в Москве и 65 тыс. руб. в области. Более низкая цена у Группы ЛСР объясняется, на наш взгляд, именно большей долей областной недвижимости в продаваемых площадях. По итогам года мы ожидаем роста цен на столичном рынке в пределах инфляции.

...и упрочение позиций на рынке Екатеринбурга. В конце 2007 г. группа ЛСР вышла на один из крупнейших региональных рынков недвижимости, г. Екатеринбург, путем покупки активов местной компании «НоваГрупп». В 2011 г. в городе построено около 1,05 млн кв. м жилья, 789 тыс. кв. м из них – в многоквартирных домах. Предприятия Группы ЛСР в этот же период ввели в эксплуатацию около 21 тыс. кв. м, что существенно меньше, чем в 2010 г. (82 тыс. кв. м), однако, насколько мы понимаем, это связано с графиком сдачи объектов. По данным самой компании, спрос на рынке многоквартирного жилья в Екатеринбурге за 2011 г. вырос на 69% и составил 710 тыс. кв. м. В этот период компания заключила контракты на продажу 72 тыс. кв. м жилья.

В продажах компания выглядит сильнее ближайших конкурентов. Основные конкуренты Группы ЛСР на ключевом для нее рынке Санкт-Петербурга – ЛЭК и ЛенСпецСМУ. Однако на публичном рынке представлен лишь последний, являющийся основным активом Группы Эталон. Объемы бизнеса у нее существенно ниже, чем у Группы ЛСР – выручка по итогам 2011 г. составила 23 млрд руб. против 52 млрд руб. Объем чистой площади в портфеле Эталона – 5,2 млн кв. м, из которых 31% относится к московскому рынку, однако сосредоточен всего в трех проектах. К сожалению, Группа Эталон не раскрывает операционных результатов в разрезе по сегментам и регионам, и мы используем общие данные. Так, в 1 п/г 2012 г. компания заключила контракты на продажу 147 тыс. кв. м, при средней стоимости 73,3 тыс. руб./кв. м. Совокупные продажи Группы ЛСР за тот же период составили 193 тыс. кв. м (на 31% больше, чем у Группы Эталон) при средней стоимости квадратного метра 89,6 тыс. руб. (на 22% выше). Более высокая стоимость квадратного метра у Группы ЛСР объясняется, на наш взгляд, большей долей проектов в сегменте элитной недвижимости. Отметим, что в 2011 г. Группа ЛСР также выглядела лучше: продажи компании составили 340 тыс. кв. м жилья при средней цене 76,5 тыс. руб./кв. м, а Группы Эталон – 270 тыс. кв. м и 67,8 тыс. руб./кв. м (ниже на 11,5%). При этом Группа Эталон в 1 п/г 2012 г. ввела в эксплуатацию 91 тыс. кв. м против 31 тыс. кв. м у ЛСР. Схожая ситуация наблюдалась и по итогам 2011 г.: 328 тыс. кв. м против 136 тыс. кв. м. Однако, по нашему мнению, более низкие показатели ввода площадей у Группы ЛСР объясняются графиком завершения строительства объектов – в посткризисные 2009–2010 гг. количество новых проектов компании было ограниченным.

Основные инвестиции сосредоточены в сегменте добычи и производства строительных и нерудных материалов. Не менее активна компания в сегменте производства строительных и нерудных материалов, на долю которого (включе с сегментом механизированных услуг) пришлось 43% выручки и 40% EBITDA по итогам 2011 г. В 1 п/г 2012 г. доля двух сегментов в выручке снизилась до 30%, что, впрочем, выше, чем годом ранее (22%), при этом доля в EBITDA увеличилась до 47% вследствие повышения рентабельности. Насколько мы понимаем, такая динамика связана с графиком завершения проектов в сегменте девелопмента и соответствующим распознаением выручки. В 1 п/г 2012 г. выручка в сегменте строительных и нерудных материалов возросла на 35% год к году, а в сегменте девелопмента и строительства – снизилась на 26% и 2% соответственно. Основная доля выручки приходится на продажи железобетонных изделий, товарного бетона, песка и гранитного щебня. В последние годы компания активно скупала новые предприятия по производству материалов и строила собственные. Так, в прошлом году Группа ЛСР, помимо прочего, приобрела 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 гнейсо-гранитов в России. Также был приобретен завод по производству кирпича «Павловская керамика» мощностью 70 млн шт. условного кирпича в год – за 1,24 млрд руб., запуск производства которого состоялся в июне текущего года. Во 2 кв. 2012 г. на плановую мощность 1,86 млн т цемента в год вышел цементный завод в Сланцевском районе Ленинградской области, технологический запуск которого состоялся еще в конце 2010 г. Однако сегмент общестроительных и нерудных материалов остается основным потребителем инвестиций – на него пришлось более половины 4,5 млрд руб. инвестиционных затрат 1 п/г 2012 г. Мы положительно оцениваем намерение компании повысить степень вертикальной интеграции, так как это позволит ей захеджировать часть рисков, связанных с девелоперским бизнесом, что уже заметно в публикуемой отчетности.

Fitch подтвердило рейтинг дефолта эмитента Группы ЛСР на уровне «В» со стабильным прогнозом. В середине июля международное рейтинговое агентство Fitch подтвердило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента ОАО «Группа ЛСР» на уровне «В» со стабильным прогнозом, отметив сильные позиции компании как девелопера и производителя стройматериалов на ключевом рынке присутствия, а также растущую географическую диверсификацию бизнеса группы. В целом рейтинг Группы ЛСР также поддерживается позитивным среднесрочным прогнозом агентства по рынку недвижимости и стройматериалов, основанном на росте реальных доходов и высоком потенциале увеличения ипотечного кредитования, а также реализацией масштабных инфраструктурных проектов. Fitch считает ликвидную позицию группы приемлемой и ожидает снижения леввереджа начиная с 2013 г. Рейтинг может быть повышен в случае стабильного удержания рентабельности по EBITDAR выше 25% или снижения леввереджа по денежному потоку от операций ниже 3,0. Понижение рейтинга может произойти, если маржа опустится ниже 15% или леввередж по денежному потоку от операций в течение продолжительного времени будет превышать 4,0.

Снижение показателей связано с методом признания выручки. Последняя опубликованная отчетность компании по МСФО – за 1 п/г 2012 г. Выручка компании в указанный период составила 22,7 млрд руб. (-1% год к году). Показатель EBITDA вырос на 22% год к году до 4,7 млрд руб., а рентабельность увеличилась на 4 п.п. до 21%. Всего на долю сегмента строительства и девелопмента в 1 п/г 2012 г. пришлось около 70% выручки и 53% EBITDA, оставшаяся часть была сгенерирована сегментом производства и добычи нерудных материалов, общестроительных материалов и механизированных услуг. Чистая прибыль Группы ЛСР в 1 п/г снизилась на 61% год к году до 260 млн руб.

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР

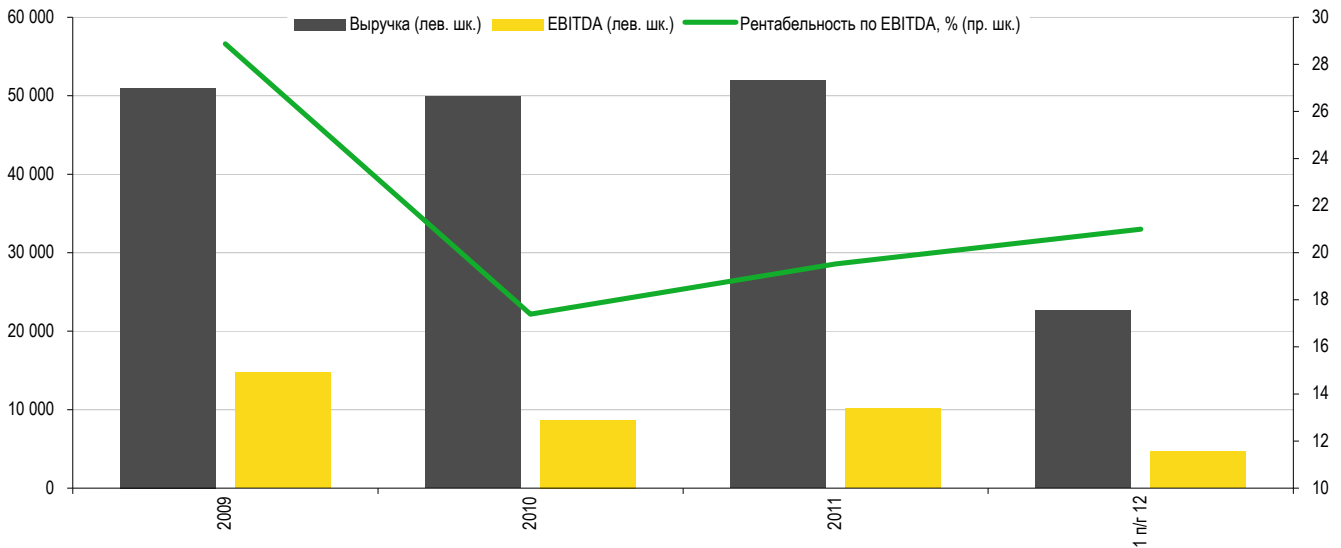
МСФО, млн руб.					
	2009	2010	1 п/г 11	2011	1 п/г 12
Выручка	51 024	49 950	22 964	51 910	22 681
Валовая прибыль	18 744	13 074	5 791	14 662	6 486
ЕБИТДА	14 732	8 687	3 834	10 135	4 666
Процентные расходы	(5 416)	(4 461)	(1 949)	(4 329)	(2 051)
Чистая прибыль	4 590	1 742	668	2 432	260
Совокупный долг	39 541	31 703	35 877	38 922	39 219
<i>Краткосрочный долг</i>	15 107	3 989	3 329	2 788	7 835
<i>Долгосрочный долг</i>	24 433	27 714	32 548	36 134	31 384
<i>Денежные средства</i>	2 896	1 327	1 531	5 195	3 682
Чистый долг	36 645	30 376	34 346	33 728	35 538
Собственный капитал	39 621	53 144	52 328	53 947	52 133
Активы	110 314	106 220	113 235	126 862	138 235
Кoeffициенты					
Рентабельность по EBITDA, %	28,9	17,4	16,7	19,5	20,6
Валовая рентабельность, %	0,4	0,3	25,2	28,2	28,6
EBITDA / Процентные расходы	2,7	1,9	2,0	2,3	2,3
Долг / EBITDA	2,7	3,6	3,7	3,8	3,6
Чистый долг / EBITDA	2,5	3,5	3,6	3,3	3,2
Долг / Собственный капитал	1,0	0,6	0,7	0,7	0,8
Доля краткосрочного долга, %	38,2	12,6	9,3	7,2	20,0
Операционный денежный поток	3 470	(2 375)	(110)	7 738	4 528
Денежный поток от инвест. деят.	(5 740)	(4 505)	(2 308)	(7 817)	(4 197)
Денежный поток от фин. деят.	1 975	5 491	2 558	3 971	(1 942)
Капзатраты	(7 526)	(4 490)	(1 508)	(4 870)	(4 011)
Свободный денежный поток	(4 055)	(6 866)	(1 618)	2 868	517

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Падение EBITDA в сегменте девелопмента обусловлено сокращением объемов передачи недвижимости покупателям, запуск новых мощностей поддержит показатели сегмента стройматериалов. Как отмечалось нами ранее, выручка сегмента девелопмента за отчетный период сократилась на 26% год к году, а показатель EBITDA снизился более чем в два раза до 975 млн руб. С нашей точки зрения, это является следствием снижения объемов передачи объектов недвижимости покупателям. Так, объемы передачи в сегментах элитной недвижимости и масс-маркет Санкт-Петербурга (основного рынка в сегменте девелопмента) снизились на 59% и 24% соответственно, а в Екатеринбурге падение составило 30%. В Москве объемы передачи, наоборот, выросли на 115%, однако в абсолютном выражении они пока незначительные. В этой связи стоит вновь отметить, что более релевантный показатель – текущие продажи – демонстрирует хорошую динамику, что будет отражено в отчете о прибылях и убытках с временным лагом. Строительный сегмент продемонстрировал умеренный рост выручки (+10% год к году до 10,3 млрд руб.), по большей части за счет рынка Санкт-Петербурга. EBITDA в сегменте снизилась на 6% до 1,1 млрд руб. при рентабельности 10,3%, что ниже, чем 12% годом ранее, и, по нашему мнению, может объясняться реализацией проектов в рамках госконтрактов. Наибольший рост показал сегмент производства и добычи нерудных материалов, общестроительных материалов и механизированных услуг – выручка увеличилась на 35% до 7,9 млрд руб., а показатель EBITDA взлетел более чем в два раза и составил 1,9 млрд руб. Рентабельность повысилась до 24,1% против 15,7% в 1 п/г 2011 г. Положительная динамика показателей в данном сегменте связана как с увеличением объема отгрузки, так и с ростом цен. Упомянутый выше запуск кирпичного и цементного заводов во 2 кв. 2012 г. должен способствовать дальнейшему улучшению показателей во 2 п/г 2012 г.

Сегмент строительных и нерудных материалов поддерживает рентабельность

Динамика выручки и EBITDA компании, млн руб.



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ранее компания представила неплохие операционные результаты. В 1 п/г 2012 г. компания заключила контракты на продажу 39 тыс. кв. м элитной недвижимости в Санкт-Петербурге (из которых 34 тыс. кв. м приходится на некоммерческую недвижимость), что выше показателя предыдущего года на 69%. Общая стоимость заключенных контрактов на продажу некоммерческой элитной недвижимости в 1 п/г 2012 г. составила 6,2 млрд рублей (+97% год к году). Исходя из этого, средняя цена за полугодие выросла примерно до 182 тыс. руб./кв. м. В сегменте масс-маркет в Санкт-Петербурге продажи составили 86 тыс. кв. м (+43% год к году), а общая стоимость заключенных контрактов составила 6,7 млрд руб. (+58%). Таким образом, средняя цена квадратного метра за полугодие повысилась приблизительно на 11% до 77,9 тыс. руб., показав опережающий рост по сравнению с рынком в целом (+6%). Вновь динамичный рост зафиксирован на новых для компании рынках – в Екатеринбурге и Москве. Так, объем проданной площади в 1 п/г в Екатеринбурге составил 33 тыс. кв. м (+25%), а в Москве – 40 тыс. кв. м (+375%). Общая стоимость заключенных контрактов на рынке Екатеринбурга составила почти 2 млрд руб. (+52%), а в Москве – 2,4 млрд руб. (+335%), что подразумевает некоторое снижение цены реализации в московском регионе. Неплохие результаты продемонстрировал строительный сегмент – в 1 п/г предприятия Группы ЛСР в Санкт-Петербурге, Москве и Екатеринбурге передали заказчикам 311 тыс. кв. м домов из сборного железобетона (+31% год к году). Мы связываем прирост объемов в том числе с реализацией относительно большого количества проектов по госконтрактам. Так, только в 2011 г. были заключены четыре контракта на строительство жилья для военнослужащих в Мытищах, Солнечногорске и Балашихе общей площадью 276 тыс. кв. м и стоимостью 11 млрд руб.

Строительный сегмент и сегмент общестроительных и нерудных материалов демонстрируют умеренный рост.

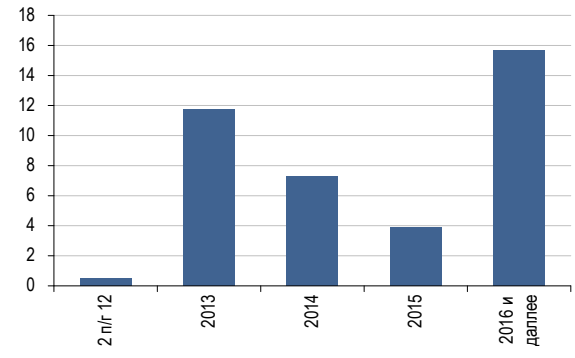
Объемы реализации большинства видов продукции в сегменте общестроительных и нерудных материалов в отчетном периоде выросли в среднем на 10–30%. Максимальный рост отмечен в отгрузке щебня (+56% год к году до 2 947 тыс. куб. м) благодаря реализации таких проектов, как Западный скоростной диаметр, строительство железнодорожной ветки в районе Усть-Луги и стадиона «Зенит».

Положительный свободный денежный поток. Чистый операционный денежный поток компании по итогам 1 п/г 2012 г. составил 4,5 млрд руб., против минус 110 млн руб. годом ранее, в связи с существенным ростом кредиторской задолженности, что как мы понимаем, обусловлено в том числе высокими продажами по итогам полугодия. Объем капитальных затрат за год увеличился в 2,5 раза до 4 млрд руб., тем не менее, компания сумела продемонстрировать свободный денежный поток на уровне 517 млн руб. против минус 1,6 млрд руб. в 1 п/г 2011 г. Согласно прогнозу менеджмента, объем капитальных затрат во 2 п/г 2012 г. окажется существенно ниже – около 2 млрд руб., из которых около 1,3 млрд руб. будет потрачено на строительство кирпичного завода в Ленинградской области. Ожидающееся в 2013 г. сокращение инвестиционной программы позволит компании направить операционный поток на сокращение долга. В 1 п/г 2012 г. Группа ЛСР также выплатила дивиденды на сумму 2,1 млрд руб.

Долг стабилен. Общий долг компании за 1 п/г 2012 г. не претерпел существенных изменений, составив 39,2 млрд руб., при этом чистый долг вырос на 5% до 35,5 млрд руб. Долговая нагрузка по коэффициенту Чистый долг/ЕБИТДА несколько снизилась – с 3,3 на конец 2011 г. до 3,2 на конец 1 п/г 2012 г. За последние полгода структура долга изменилась незначительно – на долю облигаций приходится около 24%, в то время как остальная часть практически полностью представлена кредитами госбанков. К концу 1 п/г 2012 г. существенно выросла доля краткосрочного долга – с 7% до 20%. При этом до конца текущего года компании предстоит погасить лишь около 515 млн руб., а оставшаяся часть краткосрочного долга (около 7,3 млрд руб.) гасится в 1 п/г 2013 г., из которой чуть менее половины (около 3,1 млрд руб. – исходя из нашей оценки на основе публичных данных) приходится на погашение/оферту по выпускам облигаций серии 02 и БО-1, невыкупленные по прошлым офертам. Исходя из структуры долга компании и графика погашений, у ЛСР, по нашему мнению, не возникнет серьезных трудностей при рефинансировании. Возвращение эмитента на публичный рынок долга соответствует нашим ожиданиям. По сути, в рамках текущего предложения Группа ЛСР постарается оптимизировать структуру кредитного портфеля путем замены до 1 млрд руб. краткосрочного долга на долгосрочный. Также напомним, что всего в 2013 г. компании предстоит погасить обязательства на общую сумму 11,6 млрд руб. (минус объем, который будет выкуплен по оферте). Около 40% всей задолженности Группы ЛСР запланировано к погашению после 2015 г., что выглядит комфортно, особенно для компании, занимающейся девелопментом и строительством.

Около 40% общего долга запланировано к погашению после 2015 г.

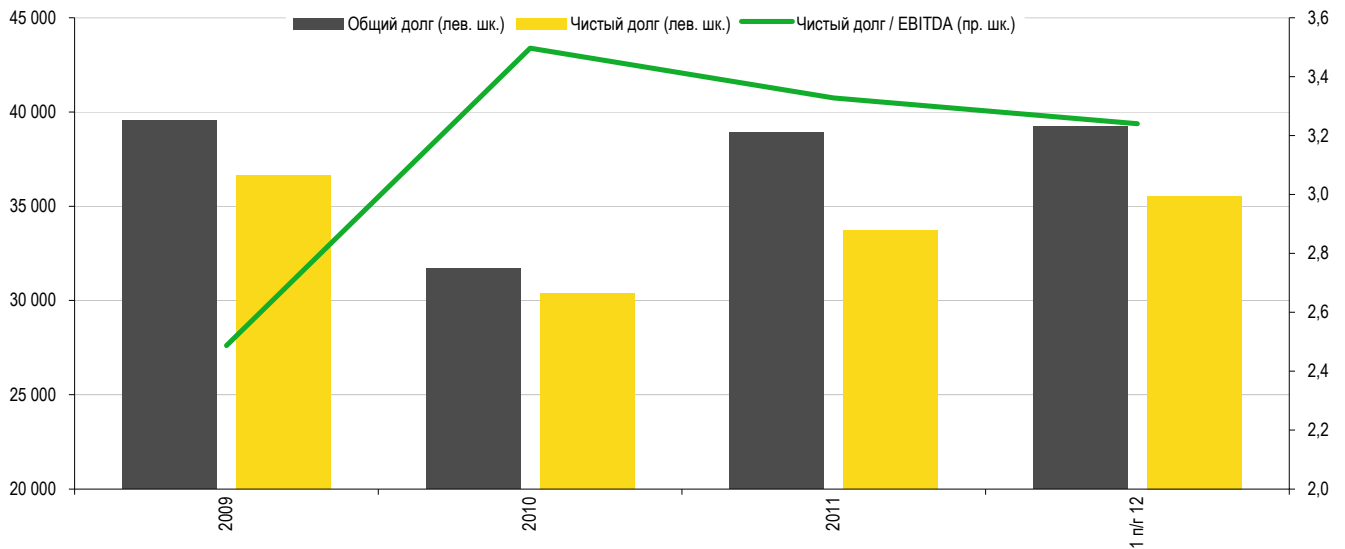
График погашения долга, млрд руб.



Источники: данные компании

Долговая нагрузка стабильна, некоторое снижение отношения Чистый долг/ЕБИТДА связано с ростом ЕБИТДА

Динамика общего и чистого долга компании, млн руб., и коэффициента Чистый долг/ЕБИТДА



Источники: данные компании, 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

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru

Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru

Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru

Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@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

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, myrsikovanv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru

Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru

Татьяна Днепровская, dneprovskata@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru

Станислав Кондратьев, kondratievsd@uralsib.ru

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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru

Алексей Смородин, smorodinay@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 2012