

## СНИЖЕНИЕ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ ЗА СЧЕТ РОСТА ОПЕРАЦИОННОЙ ПРИБЫЛИ

### Финансовые результаты 1 п/г 2012 г.

**Рентабельность выросла более чем на 10 б.п.** Вчера Ренова-СтройГруп представила достаточно хорошие финансовые результаты за 1 п/г 2012 г. по МСФО. Так, выручка компании возросла на 16% (здесь и далее – год к году, если не указано иное) до 217 млн долл. EBITDA составила 47 млн долл., увеличившись на 120%. Стоит заметить, что мы рассчитываем EBITDA иначе, чем компания. Так, мы не учитываем в этом показателе доход от переоценки инвестиционной собственности. В 1 п/г 2012 г. существенно выросла рентабельность девелопера – с 11,5% до 21,8%. К сожалению, Ренова-СтройГруп не прокомментировала отчетность, однако, как мы понимаем, рост выручки и рентабельности связан с постепенным заселением главного объекта компании – КОТ «Академический» – и ростом рыночного спроса на квартиры в этом районе. Чистая прибыль девелопера по итогам 1 п/г 2012 г. составила 30 млн долл., увеличившись на 64%. Помимо вышеперечисленных факторов, росту прибыли способствовало существенное снижение финансовых расходов, ставшее, в свою очередь, следствием конвертации существенной части долга в виде акционерных займов в капитал.

**Высокие операционные результаты 1 п/г 2012 г.** Ранее, в презентации к недавнему размещению займа РСГ-Финанс-2, компания раскрыла операционные показатели за 1 п/г 2012 г., отразившие рост продаж в 2,3 раза на фоне внушительного спроса во всех регионах присутствия. Так, было продано 145,5 тыс. кв. м. площадей, из которых 69% пришлось на основной проект – КОТ «Академический». Существенную долю продаж (15%) также составил проект в Щелково. В 1 п/г 2012 г. в эксплуатацию было введено около 52,6 тыс. кв. м. площадей против 11,7 тыс. кв. м. в 1 п/г 2011 г. Однако это не совсем репрезентативный показатель, поскольку основная часть площадей сдается в конце года. Объем проектов в стадии строительства за год вырос на 38% до 591,6 тыс. кв. м.

**Свободный денежный поток сошел на нет.** Операционный денежный поток компании до изменений в оборотном капитале в 1 п/г 2012 г. увеличился на 129% до 55 млн долл. При этом чистый операционный денежный поток составил лишь около 13 млн долл. против 162 млн долл. годом ранее. Однако высокий показатель годичной давности во многом объяснялся сокращением дебиторской задолженности за счет погашения долга Министерства обороны по госконтрактам. Тем не менее свободный денежный поток оказался практически нулевым – при низком объеме капвложений (9 млн долл.).

**Долговая нагрузка ощутимо снизилась.** Величина общего долга компании за последние шесть отчетных месяцев сократилась на 6% до 332 млн долл., величина чистого долга при этом не претерпела изменений, составив 311 млн долл. Рост операционных показателей позволил компании существенно сократить долговую нагрузку за полугодие – с 6,1 на конец 2011 г. до 4,1 на конец 1 п/г 2012 г. Если же довольствоваться правилами расчета EBITDA, используемыми компанией, то к концу 1 п/г 2012 г. показатель чистый долг/EBITDA снизился до 2,7.

### Обращающиеся выпуски

RENFIN (Bloomberg)				
Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
РСГ-1	3 000 R	10,75	25 дек 12	11,37
РСГ-2	2 500 R	13,75	21 апр 14	13,97

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

### Основные показатели Ренова-СтройГруп

МСФО, млн долл.	1 п/г 2011			2 011			1 п/г 2012		
Выручка		187	365			217			
Валовая прибыль		59	110			73			
EBITDA		22	51			47			
Чистая прибыль		18	52			30			
Долг		604	351			332			
Чистый долг		533	309			311			
Капитал		404	603			620			
Активы		1 315	1 257			1 312			
Валовая рентабельность, %		31,8	30,1			33,8			
Рентабельность по EBITDA, %		11,5	13,9			21,8			
Долг/EBITDA		6,6	6,9			4,3			
Чистый долг/EBITDA		5,8	6,1			4,1			
Акционерный капитал/Активы		0,3	0,5			0,5			
Акционерный капитал/Долг		0,7	1,7			1,9			
Коэффициент текущей ликвидности		1,2	1,8			1,8			
Доля краткосрочного долга, %		45,2	27,3			21,2			
Опер. денежный поток		162	33			13			
Ден. поток от инв. деятельности		(2)	(38)			(17)			
Ден. поток от фин. деятельности		(132)	21			12			
Капзатраты		(3)	(19)			(14)			
Свобод. денежный поток		159	14			(1)			
Опер. ден. поток/Капзатраты		59,8	1,7			0,9			

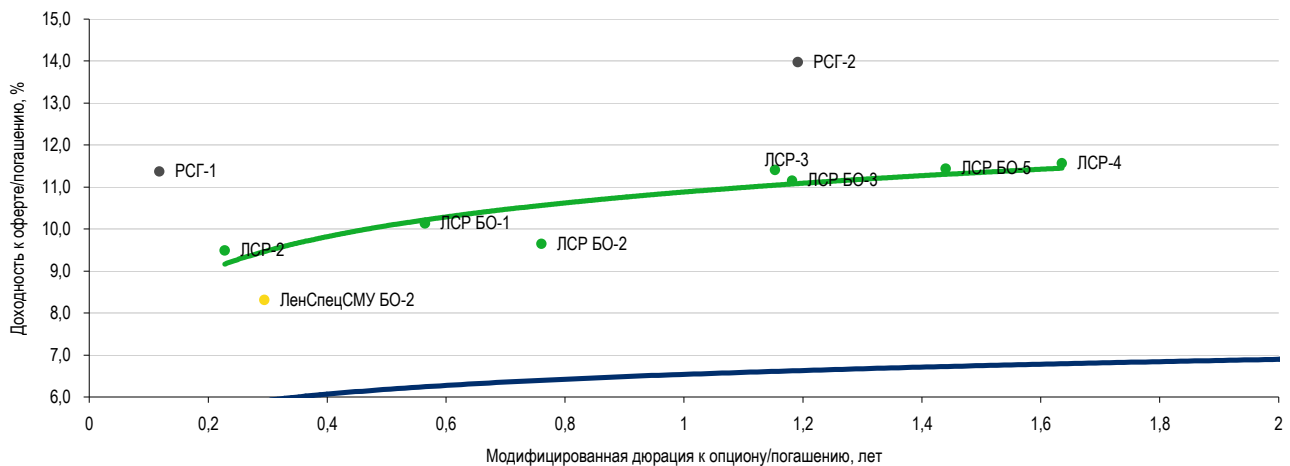
Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

**Риски рефинансирования не высоки.** Согласно опубликованным данным, краткосрочный долг составил 70 млн долл., или 21,2% от совокупного объема задолженности. При этом значительная часть этого долга подлежит погашению не раньше апреля 2013 г. Необходимо отметить, что компания классифицирует выпуск облигаций РСГ-Финанс-1 (91 млн долл. на балансе), оферта по которому состоится в конце декабря 2012 г., а погашение – в июне 2014 г., как долгосрочное обязательство. По нашему мнению, весь выпуск вряд ли будет предъявлен к выкупу по оферте, однако если это произойдет, то объем долга, который компании предстоит рефинансировать в ближайший год, может достичь 160 млн долл. При этом на балансе компании на конец полугодия находилось 21 млн долл. в виде денежных средств, и еще около 80 млн долл. компания привлекла за последний месяц, разместив выпуск облигаций второй серии. Также, согласно данным отчетности, у компании есть доступ к 372 млн долл. невыбранных кредитных средств. Исходя из ранее представленной презентации, большая часть из них (около 11,3 млрд руб.) приходится на невыбранные остатки по проектному финансированию, а остальное (около 700 млн руб.) – это овердрафт и невыбранные возобновляемые кредитные линии. Таким образом, мы не видим рисков рефинансирования для компании на указанном горизонте.

**Новый выпуск РСГ-Финанс-2 выглядит спекулятивно привлекательно.** Кредитный профиль компании представляется нам привлекательным для инвесторов, толерантных к риску, с которым сопряжены инвестиции в бумаги эмитентов третьего эшелона. Лоббистские возможности Ренова-СтройГруп позволяют ей удерживать затраты на низком уровне. Поддержка на различных уровнях государственных программ дает девелоперу возможность не только получать субсидии разработку и реализацию ряда проектов, но и рассчитывать на дополнительный спрос при ухудшении макроэкономической ситуации. Около месяца назад компания разместила новый выпуск облигаций. Теперь в обращении находятся два выпуска классических рублевых облигаций – РСГ-Финанс-1 (модифицированная дюрация 0,1; YtP 11,37%) и РСГ-Финанс-2 (модифицированная дюрация 1,2; YtP 13,98%). По первому выпуску компании предстоит пройти оферту 25 декабря. Принимая во внимание объем денежных средств на балансе, а также средства, полученные в ходе недавнего размещения облигаций, мы не ожидаем, что компания столкнется с какими-либо сложностями. Новый выпуск мы считаем спекулятивно привлекательным: облигации, удовлетворяющие критериям включения в ломбардный список ЦБ РФ, с модифицированной дюрацией 1,2 г. и доходностью выше 13,5% достаточно редки на российском рынке. Спред короткого выпуска к ОФЗ составляет около 580 б.п., в то время как по новому выпуску он равен 730 б.п. Разница в 150 б.п. за лишний год срочности в терминах модифицированной дюрации представляется нам чрезмерной.

**Новый выпуск РСГ-Финанс-2 выглядит спекулятивно привлекательно**

Рублевые облигации компаний строительной отрасли, 01.11.2012 г.



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Предыдущие публикации по теме:

26 сентября 2012 г. Новое предложение от динамично растущего девелопера. Новый выпуск облигаций с офертой через полтора года

[http://www.uralsibcap.ru/products/download/120925\\_FI\\_%20Renova\\_New%20Issue.pdf?docid=13727&lang=ru](http://www.uralsibcap.ru/products/download/120925_FI_%20Renova_New%20Issue.pdf?docid=13727&lang=ru)

## Департамент по операциям с долговыми инструментами

### Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgi@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 Боженко, bozhenkonv@uralsib.ru

Ольга Стерина, sterinaoa@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 Девятков, 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, kondratievds@uralsib.ru

#### Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai\_ma@uralsib.ru

Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

#### Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

#### Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che\_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

#### Минеральные удобрения/

#### Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru

Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

#### Потребительский сектор

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru

#### Недвижимость

Марат Ибрагимов, ibragimovmy@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 Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

#### 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