

март 2010 г.

Монастыршин Дмитрий  
+7(495) 777-10-20, Monastyrshin@psbank.ru

**ЛенСпецСМУ опубликовало бухгалтерскую отчетность по РСБУ за 2009 г. Результаты по многим показателям оказались лучшими за всю историю существования компании.**

### Основные финансовые показатели ЗАО ССМО "ЛенСпецСМУ", млн. руб.

	2008	2009	г-к-г, %
Активы	37 983	40 459	7%
Капитал	1 714	2 913	70%
Чистый долг	4 581	2 802	-39%
Выручка	4 789	9 743	103%
ЕБИТДА	814	2 296	182%
Чистая прибыль	144	1 199	733%
Маржа ЕБИТДА	17%	24%	7 п.п
Чистый долг / ЕБИТДА	5.6	1.2	б.п.

РСБУ РСБУ  
Источник: РСБУ отчетность

**Выпуск ЛСС-1 имеет привлекательную доходность (16,5% при дюрации 1.3 года) для кредитного риска с рейтингом S&P «В» и обладает потенциалом роста цены вслед за рынком порядка 150 б.п.**

### Параметры облигационного займа

Эмитент	ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»
Поручитель	ЗАО «ЦУН»
номер эмиссии	4-01-17644-J от 12.11.2009г
Объем	2 000 млн. руб.
Дата размещения	23.12.2009 г.
Амортизация	По 20% от номинальной стоимости облигаций каждые полгода, начиная со второго года обращения.
Купон	16%
Купонный период	90 дней
Доходность	16,55% УТР
Организаторы	Альфа-Банк, Промсвязьбанк
Досрочное погашение	В случае делистинга Облигаций из котировального списка «В»
Кредитный рейтинг	S&P: "В/Стабильный"

### Лучшая доходность для кредитного риска на уровне «В/Стабильный»



На прошлой неделе ЛенСпецСМУ (ЛСС) опубликовало финансовые результаты основной компании-застройщика холдинга - ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» по российским стандартам, а также сообщило операционные показатели холдинга за 2009 г. и 2 месяца 2010 г.

- Согласно отчетности **активы** компании выросли до 40.5 млрд. руб. Рост активов произошел главным образом за счет увеличения готовых объектов для продажи (с 10 млрд. руб. на начало 2009г. до 16,5 млрд. руб. на конец года). Стоимость незавершенного строительства уменьшилась с 15,3 млрд. руб. до 9,5 млрд. руб.
- Собственный **капитал** за 2009 г. увеличился с 1,7 млрд. руб. до 2,9 млрд. руб. Источником увеличения объема собственных средств стала капитализация прибыли.
- **Выручка** за 2009 г. выросла более чем в два раза - до 9,7 млрд. руб. Рост выручки обеспечен за счет ввода значительного числа объектов в эксплуатацию (по ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» – 284 тыс.кв.м.) и завершения расчетов с покупателями по введенным объектам.
- Значение **ЕБИТДА** в 2009 г. составило 2 296 млн. руб. (рост в 2,8 раз). Показатель рентабельности ЕБИТДА в 24% является одним из самых высоких среди российских строительных компаний.
- **Чистая прибыль** за 2009 г. составила 1 199 млн. руб. по сравнению со 144 млн. руб. в предыдущем отчетном периоде.
- **Долговая нагрузка** холдинга ЛСС за последние четыре месяца практически не изменилась. Чистый долг на 28.02.2010 г. составлял \$146,0 млн. Показатель ЧистДолг/ЕБИТДА равен 1,2х. До конца 2010 г. ЛСС предстоит погасить \$70,4 млн. Учитывая, что ЛСС в течение последнего года поддерживает объем денежных средств и краткосрочных финансовых вложений на балансе не менее \$50 млн., а также обладает свободными кредитными лимитами (\$48 млн. на 15.03.2010 г.), мы не ожидаем проблем с рефинансированием долга.
- **Поступление денежных средств** за 2009 г. составили 9,2 млрд.руб. по сравнению с 18,7 млрд. руб. за 2008 г. Уменьшение объема средств, полученных от покупателей (значительную долю которых составляют авансы по строящимся объектам) мы связываем с уменьшением покупательской способности населения и снижением интереса к приобретению недвижимости как объекта инвестирования. На сокращение спроса ЛСС адекватно реагирует уменьшением объема строящихся объектов (более подробно см. Таблицу 1).
- **Объем ввода объектов ЛСС** в эксплуатацию в 2009 г. составил меньше прошлогоднего, однако существенно больше уровня 2006-2007 гг. ЛСС в 2009 году ввело в эксплуатацию 13 объектов общей площадью 323,7 тыс.кв.м. (в т.ч. жильё – 71,8%, коммерческая недвижимость – 16,4%, гаражи – 8,6%, прочее – 3,1%). В январе 2010 года в эксплуатацию был введён корпус 1 проекта «Юбилейный квартал, 75А» с подземным гаражом общей площадью 60,7 тыс.кв.м. (подробная информация о реализованных проектах размещена на сайте компании: <http://finance.lenspecsmu.ru/holding/about/objects>).

Таблица 1. Динамика ввода жилья в эксплуатацию, (тыс. кв.м)

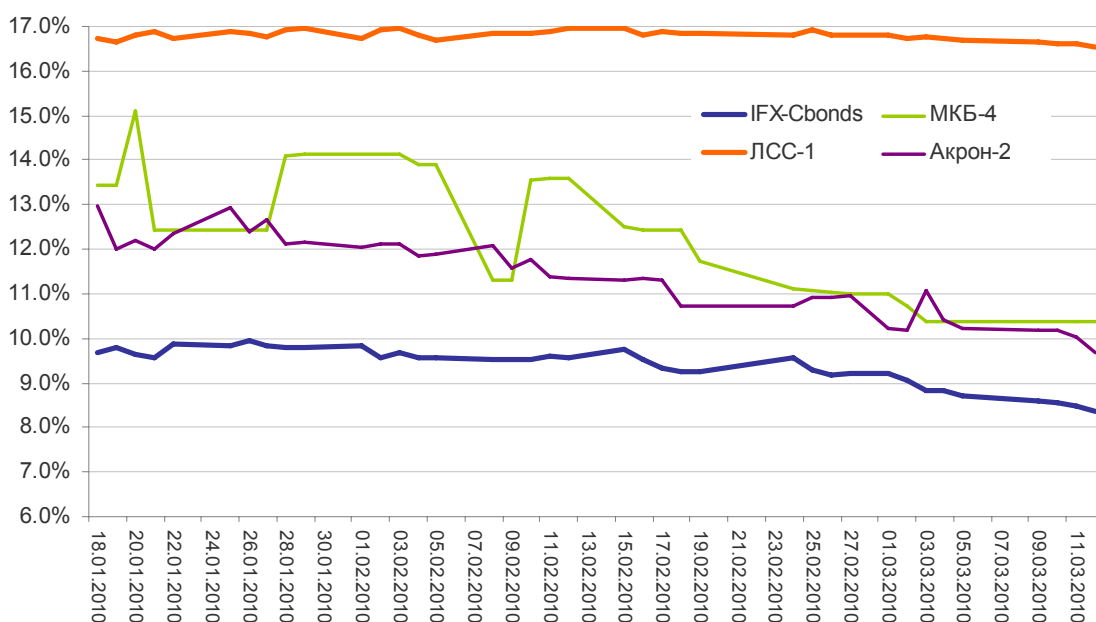
	2006	2007	2008	2009	2010П	2011П
С-Петербург	2 376	2 405	3 212	2 603	2 300	н/д
ЛенСпецСМУ	240	232	412	324	217	329

Источник: данные компании

- **Обращающийся выпуск рублевых облигаций ЛСС** имеет хорошую ликвидность (оборот за последний месяц - 981 млн. руб.). **С учетом низких кредитных рисков и ожидаемого включения в Ломбардный список, доходность ЛСС-1 на уровне 16,55% при дюрации 1,3 года характеризует бумагу как недооцененную.**

Сопоставление динамики изменения эффективной доходности ликвидных выпусков корпоративных облигаций (индекс IFX-Cbonds) и облигаций 01 серии ЛенСпецСМУ за 2010 г. свидетельствует о недооцененности последних. В то время как эф.доходность большинства корпоративных бумаг за период с середины января по середину марта 2010 г. снизилась более чем на 150 б.п., доходность облигаций ЛСС практически не изменилась.

### Динамика эффективной доходности



Источник: Cbonds.ru

**На наш взгляд покупка выпуска ЛСС-1 является интересной инвестиционной идеей, поскольку бумага обладает потенциалом роста цены вслед за рынком порядка 150 б.п.**

**Выпуск облигаций ЛСС-1 обладает потенциалом роста цены порядка 150 б.п.**

К примеру, бонды банков 3 эшелона с рейтингом на уровне «В» от S&P торгуются с доходностью в диапазоне 9,0-14,5% годовых при дюрации до 1.5 лет. КБ Восточный, в частности, имеющий рейтинг Moody's «В3» разместил 11.03.2010 г. выпуск БО-1с купоном 12,5%, что соответствует доходности 13,0% к оферте через 1 год. А доходность выпуска МКБ-4 за два прошедших месяца снизилась с 13,45% до 10,4% годовых.

В небанковском секторе также наблюдается снижение доходностей. Так выпуск Акрон-2 с начала года подорожал на 330 б.п. (доходность снизилась с 12,99% до 9,22%). А выпуск ЮТК БО-1 подорожал на 146 б.п. (доходность снизилась с 10,10% до 8,64%).

Сравнение ЛСС с компаниями, имеющими сопоставимые масштабы бизнеса и близкий уровень кредитных рейтингов, позволяет сделать вывод о существенном потенциале роста котировок ЛСС-1. Существующий в настоящее время спред в 700 б.п. с лихвой компенсирует отраслевой риск и состояние бумаги «ожидающей ломбардности».

### Ключевые финансовые показатели и сведения по облигациям ЛенСпецСМУ и эмитентов с близкими рейтингами

	МКБ	ТатфондБанк	КБ РенКап	Восточный	Акрон	ЮТК	ЛСС
Рейтинг	-/В1/В	-/В2/-	В-/В3/ССС	-/В3/-	-/-/В+	В/В1/-	В/-/-
Облигации	МКБ-4	ТатФонд-4	КБ РенКап-2	БО-1	Акрон-2	БО-1	ЛСС-1
<b>Доходность</b>	<b>7.78%</b>	<b>9.89%</b>	<b>12.16%</b>	<b>13.00%</b>	<b>9.28%</b>	<b>8.64%</b>	<b>16.55%</b>
Дюрация, лет	0.83	1.03	0.54	0.9	1.35	1.5	1.3
Рефинансир. ЦБ	Да	Да	Да	Планируется	Да	Да	Планируется
Активы, млн. р.	90 151	52 521	51 296	41 938	63 501	44 531	40 459
Капитал	10 559	8 443	6 673	8 844	32 177	16 717	2 913
Чист. прибыль	1 031	294	-90	378	13 999	1 313	1 199
Отчетность	2009г	2009г	2009г	2009г	9м2009г	9м2009г	2009г

Источник: отчетность эмитентов, cbonds

**Инвестиционный департамент**

т.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-53-03, 70-20-00

ф.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-47-37

 E-mail: [ib@psbank.ru](mailto:ib@psbank.ru)

**Руководство**

<b>Зибарев Денис Александрович</b> <a href="mailto:Zibarev@psbank.ru">Zibarev@psbank.ru</a>	Руководитель департамента	70-47-77
<b>Тулинов Денис Валентинович</b> <a href="mailto:Tulinov@psbank.ru">Tulinov@psbank.ru</a>	Руководитель департамента	70-47-38
<b>Миленин Сергей Владимирович</b> <a href="mailto:Milenin@psbank.ru">Milenin@psbank.ru</a>	Заместитель руководителя департамента	70-47-94
<b>Субботина Мария Александровна</b> <a href="mailto:Subbotina@psbank.ru">Subbotina@psbank.ru</a>	Заместитель руководителя департамента	70-47-33

**Аналитическое управление**

<b>Грицкевич Дмитрий Александрович</b> <a href="mailto:Gritskevich@psbank.ru">Gritskevich@psbank.ru</a>	Рынок облигаций	70-20-14
<b>Монастыршин Дмитрий Владимирович</b> <a href="mailto:Monastyrshin@psbank.ru">Monastyrshin@psbank.ru</a>	Рынок облигаций	70-20-10
<b>Жариков Евгений Юрьевич</b> <a href="mailto:Zharikov@psbank.ru">Zharikov@psbank.ru</a>	Рынок облигаций	70-47-35
<b>Абдуллаев Искандер Азаматович</b> <a href="mailto:Abdullaev@psbank.ru">Abdullaev@psbank.ru</a>	Рынок облигаций	70-47-32
<b>Шагов Олег Борисович</b> <a href="mailto:Shagov@psbank.ru">Shagov@psbank.ru</a>	Рынки акций	70-47-34
<b>Захаров Антон Александрович</b> <a href="mailto:Zakharov@psbank.ru">Zakharov@psbank.ru</a>	Валютные рынки	70-47-75

**Управление торговли и продаж**

<b>Панфилов Александр Сергеевич</b> <a href="mailto:Panfilov@psbank.ru">Panfilov@psbank.ru</a>	Синдикация и продажи	icq 150-506-020	Прямой: +7(495) 228-39-22 +7(495)777-10-20 доб. 70-20-13
<b>Галямина Ирина Александровна</b> <a href="mailto:Galiamina@psbank.ru">Galiamina@psbank.ru</a>	Синдикация и продажи	icq 314-055-108	Прямой: +7(905) 507-35-95 +7(495) 777-10-20 доб. 70-47-85
<b>Павленко Анатолий Юрьевич</b> <a href="mailto:APavlenko@psbank.ru">APavlenko@psbank.ru</a>	Треjder	icq 329-060-072	Прямой: +7(495)705-90-69 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-23
<b>Рыбакова Юлия Викторовна</b> <a href="mailto:Rybakova@psbank.ru">Rybakova@psbank.ru</a>	Треjder	icq 119-770-099	Прямой: +7(495)705-90-68 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-41
<b>Пинаев Руслан Валерьевич</b> <a href="mailto:Pinaev@psbank.ru">Pinaev@psbank.ru</a>	Треjder		Прямой: +7(495)705-97-57 или +7(495)777-10-20 доб. 70-20-23

**Управление по работе с неэмиссионными долговыми обязательствами**

<b>Бараночников Александр Сергеевич</b> <a href="mailto:Baranoch@psbank.ru">Baranoch@psbank.ru</a>	Операции с векселями		Прямой: +7(495)228-39-21 или +7(495)777-10-20 доб. 70-47-96
---	----------------------	--	--

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не содержит рекомендаций или предложений о совершении сделок. ОАО «Промсвязьбанк» уведомляет, что использование представленной информации не обеспечивает защиту от убытков или получение прибыли. ОАО «Промсвязьбанк» и его сотрудники не несут ответственности за полноту и точность предоставленной информации, а также последствия её использования, и оставляют за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Настоящим уведомляем всех заинтересованных лиц о том, что при подготовке обзора использовалась информация, полученная из сети Интернет, а также других открытых источников информации, рассматриваемых нами на момент публикации как достоверные.

ОАО «Промсвязьбанк», Москва, ул. Смирновская, 10, т.: 777-10-20, web-сайт: [www.psbank.ru](http://www.psbank.ru)

Аналитическое управление Инвестиционного Департамента, т. 777-10-20(доб. 704733), e-mail: [ib@psbank.ru](mailto:ib@psbank.ru)