

## ЛСР (ВЗ/NR/В-): ПОЗИТИВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ИТОГИ 2009 ГОДА И SPO НА USD515 МЛН.

СЕРГЕЙ ГОНЧАРОВ +7 495 789 36 09  
sergey.goncharov@trust.ru

Сегодня с утра строительная компания из Санкт-Петербурга – Группа ЛСР – представила свои финансовую отчетность по МСФО за 2009 год, а также объявила о публичном размещении допэмиссии около 14.6% от увеличенного уставного капитала. Планируется таким образом привлечь до USD515 млн., из которых до USD300 млн. будет направлено на погашение текущей задолженности, а остальное – на развитие девелоперской деятельности, приобретение новых активов, финансирование текущего строительства и капитальных затрат.

У нынешних акционеров будет преимущественное право на покупку акций по цене до 10% ниже цены предложения для других инвесторов, в то же время у владельцев GDR ЛСР такого права не будет, и они будут участвовать на общих условиях. Напомним, что ранее Fitch отмечало в своем пресс-релизе, что не планировало производить позитивных рейтинговых действий в связи с данной новостью из-за неопределенности относительно использования данных средств. С учетом заявленных планов, мы считаем, что позитивные действия возможны.

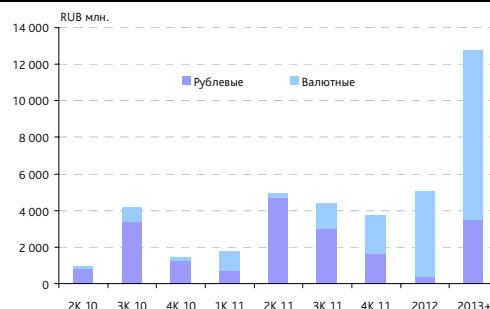
Основные выводы финансовой отчетности, на наш взгляд, таковы:

- **Улучшение финансовых показателей помогло укрепить самостоятельные кредитные метрики эмитента.** За прошедший финансовый год Группе ЛСР удалось нарастить как выручку (+2.4% год к году), так и EBITDA (на 13.9% до внушительных RUB15.2 млрд.), даже несмотря на снижение активности на рынке на протяжении большей части года. При этом основной сегмент – девелопмент – вырос почти в два раза (до RUB23.4 млрд.), таким образом принеся 47% объема всей выручки от внешних клиентов. Рентабельность группы по EBITDA составила рекордные 29.9%.

Мы считаем, что росту способствовали такие основные факторы, как ориентация на высшие ценовые сегменты (41% всей консолидированной выручки), которые в кризис испытали меньшее падение, чем эконом-класс, а также диверсификация бизнеса. Напомним, что ранее поддержку ЛСР оказывало производство строительных материалов. Мы считаем, что, начиная с 2011 года, он вновь принесет неплохую долю доходов за счет введения в действие нового цементного завода в Ленинградской области. Долгосрочные планы компании также предполагают большую ориентацию на сегмент строительных материалов. В текущем же году поддержку операциям ЛСР окажет осуществление строительных проектов по госконтрактам.

- **Денежные потоки выправляются, однако все еще отрицательны.** В 2009 году компания продолжила сокращать отрицательную величину своего свободного денежного потока (-RUB3.4 млрд. против -RUB4.6 млрд. в 2008 году и -RUB13.2 млрд. в 2007), на наш взгляд, из-за строительства своего единственного незамороженного крупного инвестпроекта – цементного завода. В то же время обратим внимание на тот факт, что во 2П 2009 г. эти затраты отчасти компенсировались за счет существенно выросшего чистого операционного денежного потока (с RUB92 млн. в 1П 2009 до RUB3.5 млрд.).
- **Долг растет, долговая нагрузка сокращается, сотрудничество с госбанками – по-прежнему основной источник рефинансирования.** На конец 2009 года общий долг компании несущественно вырос до RUB39.5 млрд., однако улучшение операционных показателей помогло сократить долговую нагрузку в терминах «Долг/EBITDA» с 2.6x до 2.4x, даже ниже уровней 2007 года. На наш взгляд, основным источником средств для рефинансирования довольно большого краткосрочного долга Группы являются кредиты госбанков, доля которых на 31.03.2010 составила 68.9%.

### ДИАГРАММА. ГРАФИК ПОГАШЕНИЯ ДОЛГОВ ЛСР



Источник: данные компании, НБ «Траст»



- **Структура долга остается довольно привлекательной.** За 2009 финансовый год валютная структура долга компании сместилась в пользу долларов и евро (с приблизительно 33.3% до 51.6%). Это, безусловно, негативный фактор для компании, значительная доля выручки которой номинирована в рублях, однако мы считаем, что ситуация будет выправлена за счет рефинансирования от привлечения новых средств.

Что касается временной структуры долга, то отметим, что платежи распределены довольно равномерно, по крайней мере на ближайший год. Да и основные валютные выплаты должны быть произведены не ранее 2012 года (см. диаграмму).

С учетом позитивных результатов, продемонстрированных ЛСР по итогам 2009 года, благоприятной долговой структуры как минимум на протяжении ближайшего года, а также предстоящего SPO, мы считаем, что облигации **Группа ЛСР-2** (УТР 10.70% @ февраль 2011), предлагающие на данный момент довольно неплохую доходность, выглядят очень привлекательно.

ТАБЛИЦА. ОСНОВНЫЕ ФИНАНСОВЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ГРУППЫ ЛСР

| МСФО, RUB млн.                            | 2007          | 1П 08         | 2008          | 1П 09         | 2009          | 09/08   |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------|
| Выручка                                   | 35,874        | 22,157        | 49,813        | 20,330        | 51,024        | 2.4%    |
| ЕБИТДА                                    | 8,027         | 5,857         | 13,382        | 5,699         | 15,235        | 13.9%   |
| Чистая прибыль                            | 9,180         | 70            | -8,007        | -188          | 4,590         | -157.3% |
| Чистый операционный денежный поток        | -8,491        | -2,493        | 4,373         | 92            | 3,470         | -20.6%  |
| Капитальные вложения                      | 4,685         | 4,386         | 8,955         | 3,215         | 6,856         | -23.4%  |
| Всего активы                              | 95,753        | 108,941       | 113,899       | 109,272       | 110,314       | -3.1%   |
| Собственный капитал                       | 42,977        | 43,103        | 35,011        | 34,873        | 39,621        | 13.2%   |
| Совокупный долг в т.ч.                    | 24,151        | 33,232        | 36,874        | 39,228        | 39,541        | 7.2%    |
| <i>Краткосрочный долг</i>                 | <i>10,804</i> | <i>12,631</i> | <i>18,010</i> | <i>24,654</i> | <i>15,107</i> | -16.1%  |
| Денежные средства и эквиваленты           | 8,708         | 7,574         | 3,246         | 679           | 2,896         | -10.8%  |
| <b>Показатели</b>                         |               |               |               |               |               |         |
| ЕБИТДА margin (%)                         | 22.4          | 26.4          | 26.9          | 28.0          | 29.9          |         |
| ЕБИТДА/проценты (x)                       | 3.9           | 4.7           | 4.2           | 2.8           | 3.3           |         |
| Долг/ЕБИТДА (x)                           | 3.0           | 3.2           | 2.8           | 3.0           | 2.6           |         |
| Чистый долг/ЕБИТДА (x)                    | 1.9           | 2.5           | 2.5           | 2.9           | 2.4           |         |
| Ликвидные средства/Краткосрочный долг (%) | 80.9          | 60.5          | 18.4          | 3.9           | 19.2          |         |
| Долг/Собственный капитал (x)              | 0.6           | 0.8           | 1.1           | 1.1           | 1.0           |         |

Источник: данные компании, НБ «ТРАСТ»

## КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

### ДИРЕКЦИЯ АНАЛИЗА ЭКОНОМИКИ И ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Евгений Надоршин +7 (495) 789-35-94

### Департамент макроэкономики и стратегии

Владимир Брагин +7 (495) 786-23-46  
Мария Помельникова

Департамент кредитного анализа +7 (495) 789-36-09

Юрий Тулинов  
Татьяна Днепровская  
Сергей Гончаров

Выпускающая группа +7 (495) 789-36-09

Татьяна Андриевская  
Николай Порохов Ричард Холиоук  
[research.debtmarkets@trust.ru](mailto:research.debtmarkets@trust.ru)

### ДИРЕКЦИЯ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Игумнов +7 (495) 647-25-98

### Торговые операции

Андрей Труфакин +7 (495) 789-60-58  
Дмитрий Рябчук +7 (495) 647-25-97

### Клиентские продажи

Себастьян де Принсак +7 (495) 647-25-74  
Олеся Курбатова +7 (495) 647-28-39  
Александр Хлопецкий +7 (495) 647-28-39

[sales@trust.ru](mailto:sales@trust.ru)

### Департамент количественного анализа и информационного развития

Андрей Малышенко +7 (495) 647-28-40  
Вадим Закройщиков  
Дмитрий Пущ

## REUTERS: TRUST

TRUSTBND/RUR1 ОФЗ  
TRUSTBND/RUR2 Субфедеральные облигации  
TRUSTBND/RUR3 Телекоммуникационные облигации  
TRUSTBND/RUR4 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/RUR5 Корпоративные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR1 Суверенные и субфедеральные еврооблигации  
TRUSTBND/EUR2 Корпоративные еврооблигации (нефть и газ, телеком)  
TRUSTBND/EUR3 Корпоративные еврооблигации (промышленность)  
TRUSTBND/EUR4 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR5 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/EUR6 Корпоративные еврооблигации (банки и финансы)  
TRUSTBND/RF30 Russia 30

## BLOOMBERG: TIBM

TIBM11. Рублевые корпоративные облигации  
TIBM12. Суверенный долг и OBB3  
TIBM13. Корпоративный внешний долг  
TIBM4. Макроэкономика и денежный рынок  
TIBM2. Навигатор долгового рынка  
TIBM3. Анализ эмитентов

WEB: [HTTP://WWW.TRUST.RU](http://www.trust.ru)

Настоящий отчет не является предложением или просьбой купить или продать какие-либо ценные бумаги или связанные с ними финансовые инструменты либо принять участие в какой-либо стратегии торговли. Хотя информация и мнения, изложенные в настоящем отчете, являются, насколько нам известно, верными на дату отчета, мы не предоставляем прямо оговоренных или подразумеваемых гарантий или заключений относительно их точности или полноты. Представленная информация и мнения не были специально подготовлены для конкретной операции любых третьих лиц и не представляют детальный анализ конкретной ситуации, сложившейся у третьих лиц. Мы можем изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. Информация и заключения, изложенные в настоящем отчете, не заменяют независимую оценку инвестиционных потребностей и целей какого-либо лица. Мнения, выраженные в данном отчете, могут отличаться или противоречить мнениям других подразделений НБ «ТРАСТ» (ОАО) («Банк») в результате использования разных оценок и критериев, а также проведения анализа информации для разных целей. Данный документ может использоваться только для информационных целей. Описание любой компании или компаний, или их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном отчете, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов не обязательно свидетельствуют о будущих результатах. Банк и связанные с ним стороны, должностные лица, директора и/или сотрудники Банка и/или связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем отчете, и/или намереваются приобрести такие доли капитала и/или выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). Банк и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в данном отчете, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, Банк может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). Сотрудники Банка или связанные с ним стороны могут или могли быть также сотрудниками или директорами упомянутых компаний (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). В Банке разработаны и внедрены специальные процедуры, препятствующие несанкционированному использованию служебной информации, а также возникновению конфликта интересов в связи с оказанием Банком консультационных и других услуг на финансовом рынке. Банк и связанные с ним стороны не берут на себя ответственность, возникающую из использования любой информации или заключений, изложенных в настоящем отчете. Цитирование или использование всей или части информации, содержащейся в настоящем отчете, допускается только с прямо оговоренного разрешения Банка. Настоящий отчет может быть использован инвесторами на территории России с учетом действующего законодательства РФ. Иностранные инвесторы (включая, но не ограничиваясь: Швейцария, Королевство Нидерландов, Германия, Италия, Франция, Швеция, Дания, Австрия) могут использовать настоящий отчет только, если они являются институциональными инвесторами по законодательству страны регистрации. Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован в качестве брокера-дилера уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций США, распространяется контрагентам Банка в США и предназначается только для этих лиц, которые подтверждают, что они являются основными институциональными инвесторами США, как это определено в Правилах 15a-16 Закона США о ценных бумагах от 1934 года, и понимают и принимают все риски, связанные с операциями с финансовыми инструментами (включая ценные бумаги). Настоящий отчет подготовлен Банком, который не зарегистрирован уполномоченным органом по регистрации финансовых организаций Великобритании, и распространяется контрагентам Банка в Великобритании, не являющимися частными инвесторами.

Каждый аналитик Департамента исследований долговых рынков, частично или полностью отвечающий за содержание данного отчета, подтверждает, что в отношении каждого финансового инструмента или эмитента, упомянутых в отчете: (1) все выраженные мнения отражают его личное отношение к данным ценным бумагам или эмитентам; (2) его вознаграждение напрямую или косвенно не связано с рекомендациями или взглядами, выраженными в отчете; и (3) он не проводит операции с финансовыми инструментами компаний, анализ деятельности которых он осуществляет. Банк не несет никакой ответственности за использование кем-либо информации, основанной на мнении аналитика Департамента исследований долговых рынков в отношении какого-либо финансового инструмента.