

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

Облигационный выпуск Группа ЛСР, 04

В эту пятницу Группа ЛСР (-/B2/B) планирует разместить 4-й выпуск классических облигаций объемом 5 млрд. руб. Размещение пройдет в форме конкурса по определению ставки 1-го купона. Ориентир по ставке купона составляет 11.50–11.75% годовых, что соответствует доходности 11.83–12.10% годовых к 2-летней оферте. Привлеченные в ходе размещения средства предполагается направить на рефинансирование краткосрочного долга компании.

- Группа ЛСР представляет собой диверсифицированный строительный холдинг, основные направления деятельности включают производство стройматериалов, строительную деятельность, девелопмент. В состав Группы входят предприятия по добыче и переработке нерудных ископаемых, производству и перевозке стройматериалов, а также строительству зданий (от массовых серий до элитного жилья). Бизнес Группы ЛСР сконцентрирован, главным образом, в Санкт-Петербурге и Ленинградской области (на их долю приходится около 85%). Портфель недвижимости на конец 2011 г. составлял 8.4 млн. кв. метров, а его рыночная стоимость – 124 млрд. руб. (по оценке Cushman & Wakefield на 31 декабря 2011 года).
- По итогам 1П12 консолидированная выручка Группы ЛСР составила 22.7 млрд. руб. (-1.2% г/г). В качестве основного драйвера роста выручки по-прежнему выступает сегмент строительных материалов (+31% г/г), который в значительной степени компенсирует слабые в части роста показатели сегмента жилой недвижимости (-22% г/г). В 1П12 Группа снизила рентабельность на уровне операционной прибыли (-1.5 пп г/г), что в основном стало следствием опережающего роста SG&A-расходов, которое нивелировало результаты достаточно эффективного контроля себестоимости, тогда как рентабельность по ЕБИТДА выросла до 20.9% (+3.9 пп г/г).
- По состоянию на конец 1П12 Группа ЛСР сохранила практически неизменный объем совокупного долга на уровне 39 млрд. руб. Вместе с тем, рост ЕБИТДА на фоне стабильной величины долга не привел к существенному изменению долговой нагрузки Группы из-за сокращения запасов ликвидности на балансе, направленных на финансирование дивидендных выплат. Так, долговая нагрузка Группы на конец 1П12 снизилась до 3.2x в терминах Чистый долг/ЕБИТДА LTM (на конец 2011 г. показатель составлял 3.3x). Отметим, что высокий уровень долговой нагрузки (особенно для компании, работающей в капиталоемком строительном секторе) и возросшие риски рефинансирования, усиливающие зависимость от конъюнктуры рынков долгового капитала, по-прежнему являются ключевыми факторами, оказывающими давление на кредитное качество Группы ЛСР.

Евгений Чердаков
e.cherdakov@zenit.ru

Основные параметры выпуска

Эмитент	ОАО «Группа ЛСР»
Рейтинги	Moody's: B2/Стаб.; Fitch: B/Стаб.
Ломбардный список ЦБ	Да
Объем размещения	5 000 млн. руб.
Ориентир по купону	11.50-11.75%
Ориентир по УТР	11.83-12.10%
Дюрация	1.84 года
Тип размещения	Конкурс по ставке 1-го купона
Размещение на ФБ ММВБ	26 октября 2012 г.
Оферта	через 2 года @ 100%
Срок обращения	5 лет
Организаторы	ФК «Уралсиб», Россельхозбанк Альфа-Банк

Источник: Интерфакс, Группа ЛСР

Ключевые финансовые показатели Группы ЛСР по МСФО за 1П12

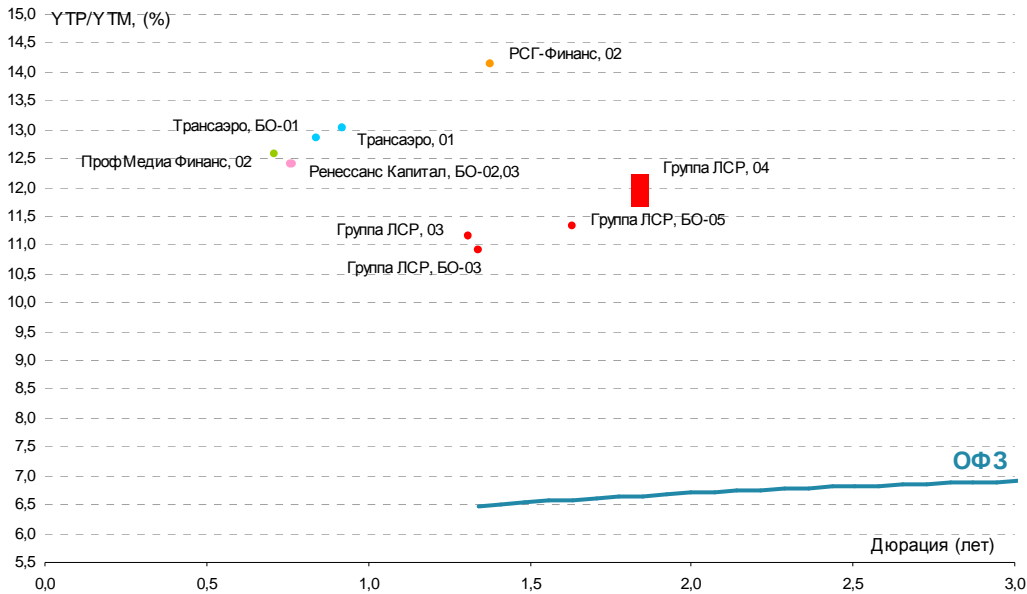
млн. руб.	1П12	1П11	%
Выручка	22 681	22 964	-1.2%
ЕБИТДА	4 666	3 834	21.7%
Операционная прибыль	2 306	2 685	-14.1%
Чистая прибыль	260	668	-61.1%
Рентабельность по ЕБИТДА	20.6%	16.7%	3.9 пп
Операционная рентабельность	10.2%	11.7%	-1.5 пп
Чистая рентабельность	1.2%	2.9%	-1.7 пп
Операц. ден.поток до изм. ОК	3 498	3 328	5.1%
Чист. инвест. в оборотн. кап. (ОК)	(3 460)	1 608	-
Чистый операцион. ден. поток	4 528	(110)	-
Чистое увеличение ден. средств	(1 611)	140	-

млн. руб.	1П12	2011	%
Активы	138 235	126 862	9.0%
в т.ч. денежные средства	3 682	5 195	-29.1%
Долг	39 219	38 922	0.8%
доля краткосрочного долга	20.0%	7.2%	12.8 пп
Чистый долг	35 537	33 727	5.4%
Капитал	52 133	53 947	1.5%
CAPEX	4 463	5 089	-
CAPEX+M&A	4 463	7 753	-
CAPEX/ЕБИТДА	1.0x	0.5x	-
(CAPEX+M&A)/ЕБИТДА	1.0x	0.8x	-
Долг/ЕБИТДА LTM	3.6x	3.8x	-
Ч. Долг/ЕБИТДА LTM	3.2x	3.3x	-
ЕБИТДА/Процентные платежи	2.4x	2.8x	-
Долг/Капитал	0.8x	0.7x	-

Источник: Отчетность ОАО «Группа ЛСР» по МСФО, расчеты Банка ЗЕНИТ

Взгляд на выпуск

Макетируемый ориентир доходности размещаемого выпуска предполагает спрэд 520-550 бп к кривой ОФЗ, тогда как наиболее близкие по дюрации обращающийся выпуски Группы торгуются с премией 440-470 бп к ОФЗ. С учетом фактического отсутствия качественных альтернатив в строительном секторе на среднем участке кривой и столь щедрого предложения эмитента по доходности, мы рекомендуем инвесторам участвовать в размещении даже по нижней границе ценового ориентира, что позволит заработать не менее 50 бп премии к вторичному рынку.



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента Зам.начальника Департамента

Кирилл Копелович
Константин Поспелов

kopelovich@zenit.ru
konstantin.po.spelov@zenit.ru

Управление продаж

Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации
Валютные и рублевые облигации

Светлана Агиевец
Юлия Шабанова
Максим Симагин
Александр Валканов

s.agievets@zenit.ru
j.shabanova@zenit.ru
m.simagin@zenit.ru
a.valkanov@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Макроэкономика
Макроэкономика/кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Кредитный анализ
Количественный анализ
Акции

Владимир Евстифеев
Кирилл Сычев
Наталья Толстошеина
Евгений Чердаков
Наталья Талейко
Дмитрий Чепрагин
Евгения Лобачева

v.evstifeev@zenit.ru
k.sychev@zenit.ru
n.tolstosheina@zenit.ru
e.cherdakov@zenit.ru
n.taleyko@zenit.ru
d.chepragin@zenit.ru
eugenia.lobacheva@zenit.ru

Управление рынков долгового капитала

ibcm@zenit.ru

Рублевые облигации

Денис Ручкин
Алексей Балашов
Фарида Ахметова
Марина Никишова
Гюзель Айзатуллина
Алексей Басов
Екатерина Гашигуллина

d.ruchkin@zenit.ru
a.balashov@zenit.ru
f.akhmetova@zenit.ru
m.nikishova@zenit.ru
g.ayzatullina@zenit.ru
a.basov@zenit.ru
e.gashigullina@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2011 Банк ЗЕНИТ.