

Специальный комментарий. Еврооблигации ЗАО «ЛенСпецСМУ»

3 ноября 2010 года UFS IC закрыла книгу заявок инвесторов на покупку еврооблигаций ЛенСпецСМУ объемом 150 миллионов долларов США. Объем заявок превысил предложение в 2,1 раза. Процентная ставка составила 9,75% годовых, период обращения - 5 лет с ежеквартальными купонными выплатами и амортизацией, дюрация - 2,916 лет.

С 15 ноября еврооблигации стали обращаться на вторичном рынке.

Операционная деятельность

Группа является вертикально-интегрированным Холдингом, головной компанией которого является ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ». Компания ведет свою деятельность главным образом в Санкт-Петербурге.

Холдинг АСС является лидером Санкт-Петербурга по объемам ввода жилья с долей рынка 12,4%.

В период кризиса многие участники рынка жилья сильно сократили долю присутствия или покинули его. В этих условиях АСС смог увеличить долю присутствия; так, по количеству заключенных договоров на первичном рынке доля АСС выросла в два раза до 29,8%.

К моменту выпуска еврооблигаций компания обладает диверсифицированным портфелем проектов до конца 2016 года. Портфель состоит из 67 объектов общей площадью 1,8 млн.кв.м.

Риском операционной деятельности является низкая географическая диверсификация бизнеса.

Финансовое состояние

Не смотря на значительное падение рынка жилья в конце 2008-2009 года, ЗАО «ЛенСпецСМУ» показал увеличение финансовых результатов по итогам 2009 года. Так, выручка увеличилась на 39,5% и составила 18 170 млн. рублей, EBITDA выросла на 59,6% до 6 160 млн. рублей, а операционная рентабельность достигла 33,9%.

Жесткий контроль над операционными расходами позволил по итогам I полугодия текущего года увеличить рентабельность по EBITDA до 42,9%.

Менеджмент компании исходит из консервативного прогноза и планирует, что выручка по итогам этого года снизится до 15 180 млн. рублей, в то время как EBITDA увеличиться на 18% и составит 4 356 млн. рублей.

Компания в отличие от многих строительных холдингов всегда придерживалась консервативной долговой политики.

Уровень долга у АСС минимальный среди компаний отрасли. Соотношение Долг/EBITDA на конец 2009 года составило 1.0x, к концу июня 2010 года - 0.9x. Внутреннее ограничение компании по данному коэффициенту составляет 3.5x. Соотношение EBITDA/Процентные расходы равен 9.2x, что также существенно лучше внутреннего ограничения (>4.0x).

Сохранению низкой долговой нагрузки помогает высокая степень реализации квартир на начальном этапе, это позволяет ограничить объем заемных средств уровнем 10-20% от стоимости объекта.

Следует отметить, что за первое полугодие 2010 года Холдинг существенным образом изменил временную структуру долга. Так, если к концу 2009 года более 60% приходилось на краткосрочную задолженность, то к сентябрю 2010 года только 24% долга имеет срок погашения менее 1 года. При этом весь краткосрочный долг покрывается средствами депозитов и открытыми кредитными линиями банков.

Устойчивое финансовое положение эмитента нашло

Параметр выпуска:

Заёмщик	ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ»
Поручители	ЗАО «ЦУН», ЗАО «АКТИВ», ЗАО «СПб МФТЦ»
Рейтинг Заемщика	Standard and Poor's В/ Стабильный
Эмитент, технический агент	North Star Luxemburg
ISIN	XS0557837993
Общий объем выпуска	150 млн. долл. США
Номинал ноты	100 тыс. долл. США
Срок обращения	5 лет (1 800 дней)
Купонный период	90 дней
Купон	9,75%
Цена размещения	100 % от номинала
Рейтинг выпуска	От Standard & Poor's В/стабильный

Основные финансовые показатели ЗАО «АСС»

млн. руб.	2008	2009	6М'10	2010П
Выручка	13 024	18 170	8 558	15 180
Долг	5 220	6 079	5 365	6 079
EBITDA	3 863	6 160	3 668	4 356
Чистая прибыль	1 307	3 576	2 539	2 790
Маржа EBITDA	29,7%	33,9%	42,9%	29,00%
Долг/EBITDA	1.7x	1.0x	0.9x	2.0x

*данные ЗАО «АСС», расчеты UFS IC

отражение в присвоении кредитного рейтинга компании от Standard&Poor's на уровне В/Стабильный, который был подтвержден 11 июля 2010 года. Отметим, что это наивысший рейтинг среди строительных компаний РФ и Восточной Европы.

Среди рисков финансовой устойчивости в настоящий момент можно выделить только валютный риск: 23% долга ЗАО «АСС» номинировано в долларах. В то же время, реализация этого риска возможна только при значительном росте курса доллара США относительно рубля. Учитывая текущий уровень цены на нефть и неизбежную девальвацию доллара в связи с началом новых вливаний ликвидности в экономику со стороны ФРС США, нам представляется это маловероятным.

Кредитная история

ЗАО «АСС» является известным заемщиком на публичных рынках капитала. С 2006 года компанией было эмитировано 4 выпуска рублевых выпуска облигаций на 6,5 млрд. рублей и 1 выпуск CLN объемом \$100 млн. По всем выпускам были полностью и в срок погашены проценты и основная сумма долга.

В настоящее время 77% финансового долга эмитента составляет публичный долг.

Стратегия эмитента

В финансовой стратегии АСС на ближайшие годы стоит отметить следующие моменты:

- ✓ Сохранение низкой долговой нагрузки;
- ✓ Отказ от краткосрочного долга;
- ✓ Отказ от займов с выплатами в дату погашения. Все дальнейшие займы будут предусматривать амортизационные выплаты, соответствующие поступающим денежным потокам от операционной деятельности.

Среди положительных моментов деятельности эмитента отметим так же его высокий уровень прозрачности. ЗАО «АСС» регулярно раскрывает информацию о своей операционной деятельности и финансовом состоянии, в том числе путем публикации отчетности по МСФО.

Позиционирование займа

Отметим, что выпуск имеет амортизационную структуру. Включение амортизационных выплат в структуру займа эмитент произвел для того чтобы выплаты можно было производить за счет операционного денежного потока.

Тем самым, дюрация выпуска составила порядка 2,9 года.

Позиционирование выпуска АСС-15 целесообразно провести относительно облигационных займов с рейтингом аналогичной категории «В» в диапазоне от «В-» до «В+».

На долговом рынке (как рублевом, так и валютном) обращается достаточно большое количество бумаг эмитентов рейтинговой категории «В». На рынке еврооблигаций практически нет бумаг соответствующей рейтинговой категории, доходность которых находится около 10% годовых.

Дополнительным позитивным фактором роста стоимости бумаги и поддержания достаточной ликвидности на вторичном рынке является то, что выпуск АСС-15 (LPN) отвечает всем требованиям для включения в Ломбардный список ЦБ РФ.

Компания провела размещение данного выпуска не в самый удачный момент на рынке. Из-за коррекции многие инвесторы заняли выжидательную позицию до заседания ФРС США, вследствие чего эмитенту пришлось предложить небольшую премию к рынку, чтобы заинтересовать игроков.

Тем не менее, размещение можно назвать удачным, поскольку при первоначальных ориентирах по купону 10.0-10.5%, ставка при размещении составила 9,75%.

На сегодняшний день бумага торгуется на вторичном

Основные коэффициенты ЗАО «АСС»

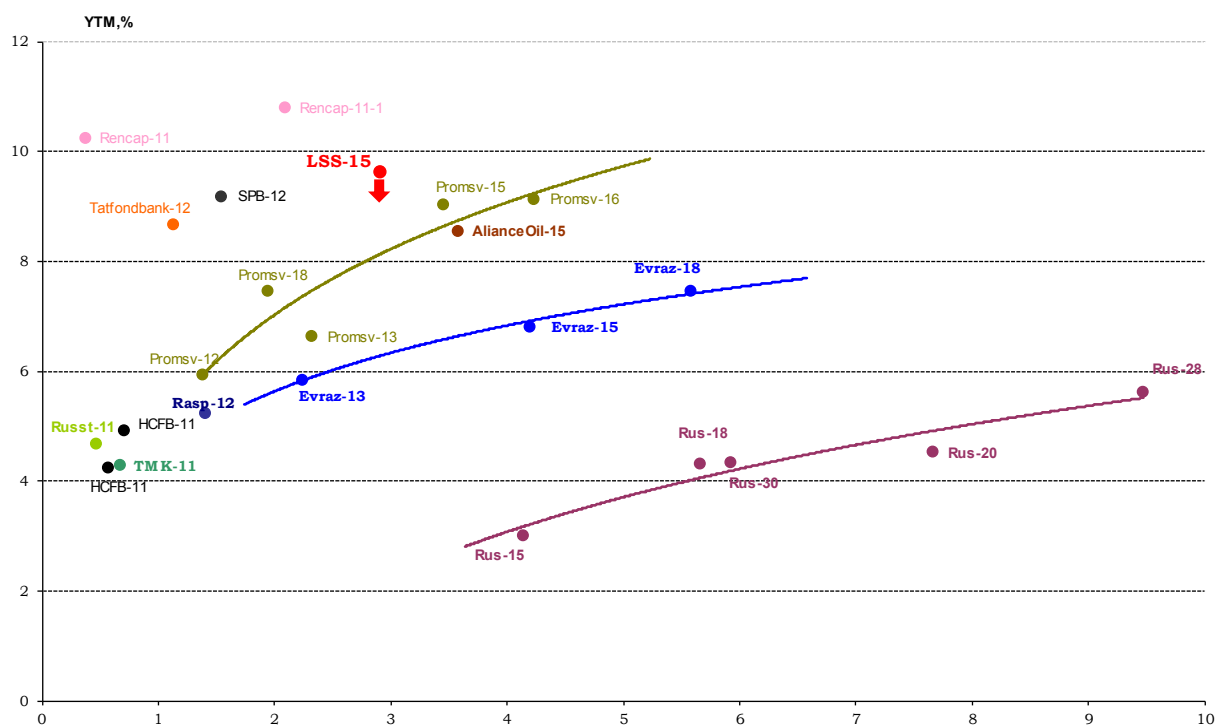
	2008	2009	6М'10
Маржа EBITDA	29,7%	33,9%	42,9%
Долг/EBITDA	1,7x	1,0x	0,89x*
Чистый долг/EBITDA	1,4x	0,6x	0,64x*
EBITDA/процентные расходы	6,7x	7,6x	7,71x
Долг/Собственный капитал	1,7x	0,8x	0,6x
Коэффициент текущей ликвидности	1,11	1,31	1,7x

*данные ЗАО «АСС», расчеты UFS IC

рынке с доходностью 9,5-9,6% или 100,4-100,7% от номинала.

По нашему мнению справедливая доходность еврооблигаций АСС-15 должна составлять 9,0-9,25%, что соответствует потенциалу роста цены на 100-160 б.п. до 101,4-102,0% от номинала (или снижению на 40-50 б.п. по доходности). После нормализации ситуации на долговом рынке, мы ожидаем реализацию этого потенциала. Поэтому облигации, на наш взгляд, являются интересными для входа на вторичном рынке.

Оценка справедливого уровня доходности еврооблигаций ЛенСпецСМУ-15, с учетом ситуации на долговом рынке на 16 ноября 2010г.



Департамент торговли и продаж

Лаухин Игорь Владимирович	Тел. +7 (495) 737 93 03
Кулаева Тамара Борисовна	Тел. +7 (495) 737 93 71
Лосев Алексей Сергеевич	Тел. +7 (495) 737 93 44
Козлов Алексей Александрович	Тел. +7 (495) 737 93 81
Горев Сергей Александрович	Тел. +7 (495) 956-26-78
Куц Алексей Михайлович	Тел. +7 (495) 737 93 70

Аналитический департамент

Письменный Станислав Владимирович	Тел. +7 (495) 956 15 47
Василиади Павел Анатольевич	Тел. +7 (495) 737 93 71
Назаров Дмитрий Сергеевич	Тел. +7 (495) 956 12 52