

Отчетность ЛенСпецСМУ за 2007 г. Долгая дорога к повышению рейтинга

- Отчетность и рейтинг.** Компания ЛенСпецСМУ (один из крупнейших петербургских девелоперов, работающих в сегменте массового жилья) опубликовала отчетность за 2007 г. по МСФО. Агентство S&P сейчас оценивает риски компании на уровне В с прогнозом «позитивный». Исходя из последнего отчета S&P о компании (от четвертого апреля), агентство может расценить представленные результаты деятельности ЛенСпецСМУ как нейтральные либо очень незначительно негативные. В любом случае, мы не видим оснований для изменения рейтинга или прогноза в ближайшее время и предполагаем, что агентство S&P воздержится от их пересмотра как минимум до публикации отчетности за первое полугодие осенью. Мы считаем повышение рейтинга вероятным (возможно, в четвертом квартале), если компания не слишком увлечется покупками новых крупных проектов или региональной экспансией. CLN ЛенСпецСМУ неликвидны, а рублевые облигации слишком короткие, чтобы отреагировать на повышение рейтинга. Мы оцениваем кредитное качество эмитента как сравнительно высокое и не находим фундаментальных причин для предъявления облигаций к оферте в июле.
- Выручка: умеренный рост.** В течение прошлого года компания сдала в эксплуатацию порядка 232 тыс. кв. метров жилья, что на 3% меньше, чем годом ранее. Основная часть площадей была сдана в начале года (58% от показателя всего 2007 г.). В 2006 г., напротив, жилье сдавалось в эксплуатацию преимущественно во втором полугодии (72%), что объясняет гораздо менее значительный прирост выручки за год, чем за первое полугодие. ЛенСпецСМУ не раскрывает параметры отдельных проектов, но мы связываем низкие темпы роста продаж с характеристиками проектов, которые вводились в отчетном периоде. Почти 60% выручки обеспечили проекты, реализация которых началась еще в 2004-2005 гг. (крупные комплексы «Гражданка Сити» и «Гражданка Сити-2» и дома на ул. Брянцева и Октябрьской набережной). Когда начиналось строительство этих объектов, главным источником финансирования деятельности ЛенСпецСМУ служили авансовые платежи клиентов (74% баланса в 2004 г. и 59% в 2005 г.), поэтому компания, возможно, реализовала на ранних этапах строительства значительную часть помещений. Как следствие, стремительный рост цен в марте-сентябре 2006 г. оказал на показатели ЛенСпецСМУ не такое значительное воздействие, как можно было бы ожидать.
- Базовая рентабельность: без изменений.** Хотя показатели отчета о прибылях и убытках малозначимы для девелоперов, признающих доходы по завершении проекта, скорректированная рентабельность EBITDA в 2007 г. оказалась на 5 п. п. ниже результата первого полугодия. Мы предполагали ранее, что результаты за год будут несколько хуже полугодовых, однако это не нашло подтверждения в опубликованной отчетности. До сих пор рост цен на строительные материалы по крайней мере не превышал повышения цен на недвижимость. Валовая рентабельность по сравнению с первым полугодием не изменилась, и если брать в расчет только основное направление деятельности (т. е. без продаж нежилых помещений, подрядных строительных работ в интересах третьих сторон, производства бетона и продаж жилья на вторичном рынке), рентабельность в девелопменте в июле-декабре оказалась даже выше, чем в январе-июне. Реализация квартир в уже принятых домах остается очень прибыльным бизнесом (валовая рентабельность достигает 92%, что почти в два раза выше, чем при продаже жилья на ранних этапах строительства). В целом, мы считаем колебания базовой рентабельности ЛенСпецСМУ незначительными. Снижение рентабельности EBITDA было вызвано увеличением коммерческих и административных расходов (как доля выручки коммерческие расходы удвоились, а административные – утроились по сравнению с первым полугодием).
- Денежные потоки: новая фаза.** Финансирование оборотного капитала ЛенСпецСМУ за 2007 г. достигло рекордных размеров. Возможно, это связано с покупкой большого земельного участка под строительство микрорайона Каменка и началом строительства комплексов «Южный» и «Новое созвездие». Общая площадь проектов ЛенСпецСМУ за прошлый год увеличилась вдвое и достигла 1.8 млн кв. метров (в 2004-2006 гг. показатель почти не изменялся). Благодаря хорошей конъюнктуре рынка поступление денежных средств с января по май составило уже 85% от суммы за весь 2007 г. Мы считаем весьма маловероятным размещение новых выпусков долговых инструментов ЛенСпецСМУ летом и в начале осени, тогда как ближе к концу года компания, возможно, все же вернется на рынок капитала.

Основные финансовые показатели по МСФО

Млн руб., если не указано иное	2007	2006	2007 к 2006
Выручка	8 903	7 712	15%
Валовая прибыль	3 191	1 281	149%
EBITDA (скорректир.)*	2 102	693	204%
Валовая рентабельность	35.8%	16.6%	+19 п. п.
Рентабельность EBITDA*	23.6%	9.0%	+14 п. п.
Денежный поток до финансирования оборотного капитала	2 099	979	114%
Финансирование оборотного капитала	(4 644)	(228)	–
Финансовый долг	6 655	2 606	155%
Долг/EBITDA	3.17	3.76	–
Авансовые платежи клиентов/Активы	49%	60%	-11 п. п.

* Методика расчета EBITDA отличается от определения в документации к выпуску CLN.

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Краснопресненская набережная, 18
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций + 7 (495) 258 7916

Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор + 7 (495) 258 7748

Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Металлургия + 7 (495) 258 7743

Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ + 7 (495) 258 7904

Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Потребительский сектор + 7 (495) 258 7753

Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости + 7 (495) 258 7770 x4959

Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации + 7 (495) 258 7902

Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение + 7 (495) 258 7747

Эдуард Фаритов
EFaritov@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение + 7 (495) 783 5653

Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика + 44 (20) 7367 7793

Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Скляр

Экономика и политика + 7 (495) 258 7703

Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия + 38 (044) 492 7394

Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джефффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головкин

Рынок акций Средней Азии, стратегия + 7 (727) 244 1581

Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке + 7 (495) 258 7764

Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия + 7 (495) 258 7946

Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева

Кредитный анализ + 7 (495) 258 7789

Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Раскоснов
Андрей Марков

Административная поддержка + 7 (495) 725 5216

Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке + 7 (495) 725 5261

Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100