

17 ноября 2011 г.

## Стресс-тест: слабые звенья корпоративной цепи

---

### Уроки кризиса не прошли бесследно для частного сектора

Кризис 2008 г. Россия встретила в хорошей форме с точки зрения состояния государственных финансов (профицит бюджета и платежного баланса (двойной профицит) и высокий объем ЗВР), однако частный сектор характеризовался повышенным уровнем короткого долга. Сейчас ситуация несколько хуже на уровне госфинансов (по итогам 2012 г. ожидается бюджетный дефицит, а размер госфондов существенно ниже, чем в 2008 г.). С другой стороны, риски краткосрочного рефинансирования частного сектора ниже. В посткризисный период компаниям удалось заметно удлинить свой финансовый долг, что привело к сокращению краткосрочных внешних обязательств с 86,6 млрд долл. на конец сентября 2008 г. до 45,8 млрд долл. на конец апреля 2011 г. Общая задолженность частного сектора также сократилась с 356,5 до 306 млрд долл. При этом наиболее сильно перегруженные долгом компании не смогли пройти естественный отбор еще в кризис 2008 г.

### Некоторые компании на волне восстановления рынка вновь успели накопить долг

За довольно короткий период экономического восстановления в целом корпоративный сектор не успел нарастить свой долг, хотя некоторые его представители вновь увеличили долговую нагрузку, выполняя амбициозные инвестиционные планы. Поскольку, на наш взгляд, последствия текущей нестабильности на внешних рынках не будут такими разрушительными, как в 2008 г., а частный сектор лучше подготовлен, мы считаем, что корпоративных дефолтов будет намного меньше.

Тем не менее, в текущей волатильной рыночной среде вопрос устойчивости кредитного профиля эмитентов облигаций к кризису вновь приобрел актуальность. На наш взгляд, исходя из опыта 2008 г., поддержка со стороны государства позволит сгладить большую часть кредитных рисков компаний, находящихся под прямым госконтролем и выполняющих системообразующие функции. Поэтому мы решили сконцентрироваться, главным образом, на корпоративных эмитентах, контролируемых частными акционерами.

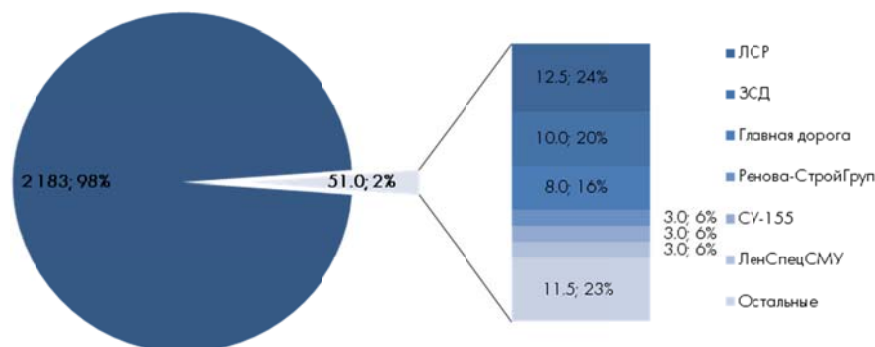
Мы начали анализ отраслей, представленных на публичном долговом рынке, со строительного сектора, т.к. в силу специфики, обусловленной, помимо прочего, и низким качеством корпоративного управления, в нем было зафиксировано значительное число проблем с обслуживанием долга в 2008-2009 гг.

Мы бы хотели обратить внимание на то, что наши рассуждения относительно состояния компаний в будущем отражают развитие событий по стрессовому сценарию и не являются нашим прогнозом или базовым вариантом.

## Строительный сектор на рынке облигаций

Из представленных на рынке рублевых облигаций частных эмитентов строительной отрасли, торговая ликвидность присутствует лишь в выпусках ЛСР и ЛенСпецСМУ, на которых мы и сосредоточимся в нашем обзоре. Мы сознательно не рассматриваем бумаги ЗСД и Главной дороги, т.к. они являются частью государственных инфраструктурных проектов, и их риски производны от суверенного. Также мы не стали рассматривать кредитный профиль Ренова-СтройГруп по причине отсутствия свежей отчетности (последняя доступна только за 2010 г.), хотя и понимаем, что эта компания также находится в зоне риска.

### Место строительного сектора на рынке облигаций



Источник: Сbonds, оценки Райффайзенбанка

**Кредитный профиль ЛСР имеет невысокий запас прочности в случае развития кризиса**

По нашим оценкам, кредитный профиль ЛСР имеет невысокую устойчивость к обострению кризиса, что обусловлено, главным образом, высокой долговой нагрузкой. Текущий показатель LTM EBITDA едва покрывает выплату долга и процентные платежи в 2012 г. и недостаточен для погашения долга в 2013 г. Тем не менее, мы не исключаем, что, как и в 2008-2009 гг., при ухудшении конъюнктуры компания сможет частично компенсировать снижение рыночных продаж государственными заказами. Диверсификация бизнеса (на девелопмент приходится 40% выручки) также является положительным фактором для кредитного профиля компании.

**Кредитные риски ЛенСпецСМУ ниже, чем у ЛСР, и минимизируются значительной денежной позицией на уровне материнской компании**

Строительный бизнес ЛенСпецСМУ сконцентрирован, главным образом, на девелопменте жилой недвижимости, который имеет высокую чувствительность к макроэкономическим шокам. С точки зрения устойчивости автономных кредитных метрик к стресс-сценариям, мы полагаем, что положение у ЛенСпецСМУ лучше, чем у ЛСР. Наличие подушки ликвидности на балансе материнской компании Etalon также позитивно для кредитного профиля ЛенСпецСМУ, которая является основным подразделением в рамках всей группы (>80% консолидированной EBITDA в 2010 г.). Однако мы не исключаем, что эти денежные средства могут быть направлены на другие проекты акционеров за периметром консолидации ЛенСпецСМУ, поэтому расцениваем их наличие лишь как дополнительный фактор поддержки.

**Облигации ЛенСпецСМУ интересны для buy&hold**

На наш взгляд, обращающиеся выпуски ЛенСпецСМУ-1 (с погашением в декабре 2012 г.) и ЛенСпецСМУ БО-2 (с погашением в мае 2013 г.) интересны с точки зрения их удержания до погашения (с YTM более 12%), учитывая высокую ставку купона (16% и 14,5% годовых, соответственно) и присутствие в списке РЕПО ЦБ. Котировки облигаций ЛСР не предполагают почти никакой премии к выпускам ЛенСпецСМУ, что, на наш взгляд, не оправдано с учетом различий в кредитном качестве эмитентов.

## Строительный сектор лучше готов к кризису, чем в 2008 г.

**Строительная  
отрасль - важное  
звено в  
формировании  
роста ВВП**

Строительный сектор занимает одно из ключевых мест в формировании добавленной стоимости российской экономики, причем доля строительства в ВВП только возрастает (до 5,7-6,3% в 2007-2010 гг. с 5,2% в 2006 г.). Как и в большинстве других сегментов, спрос в строительной отрасли (на объекты недвижимости, строительные материалы и услуги) во многом определяется текущей конъюнктурой нефтегазового и финансового секторов. Будучи капиталоемким, строительство находится в сильной зависимости от инвестиционной активности, будь то частные инвестиции (капвложения компаний) или госрасходы. При этом основное значение для отрасли по-прежнему играют именно госвложения, роль которых только возрастает в свете предстоящих к завершению в ближайшие годы крупных инфраструктурных проектов (в том числе, АТЭС-2012, Сочи-2014).

**Позитивный эффект  
от высоких цен на  
нефть нивелируется  
оттоком капитала**

Ввиду сильной сырьевой зависимости экономики РФ, высокие цены на нефть способствуют росту прибылей компаний и за пределами нефтегазового сектора, что транслируется в расширение их инвестиционных планов (строительных, в частности).

Другим определяющим фактором для роста строительной отрасли является интенсивность притока капитала. В 2010-2011 гг., несмотря на благоприятную сырьевую конъюнктуру, капитал только "утекает" из страны, что является одной из ключевых причин, сдерживающих строительную активность компаний. Реализация государством инфраструктурных проектов, на которые приходится львиная доля нового строительства, и осуществление жилищных программ для населения в целом позволяют существенно сгладить высокую чувствительность отрасли к изменению внешней конъюнктуры.

**В числе рисков -  
высокая  
зависимость от  
заемного капитала**

Специфика зависимости отрасли от финансового сектора заключается в высокой доле заемного капитала при реализации проектов. Значительные объемы строительства осуществляются за счет привлеченных средств (банковские кредиты, финансовый лизинг, облигации и пр.). Кроме того, заметная часть спроса на жилую недвижимость формируется за счет ипотечного кредитования (порядка 15-20% от всех сделок в РФ).

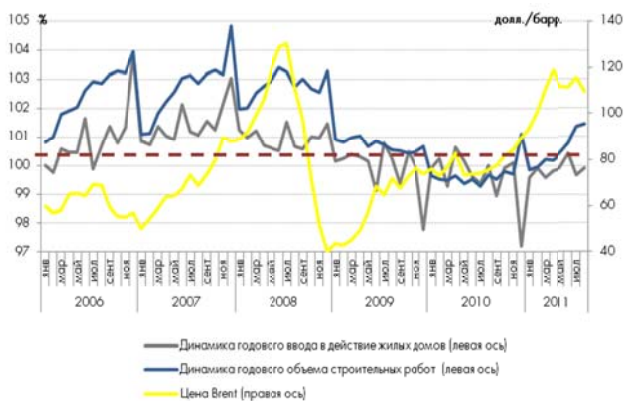
**Девелопмент  
стагнирует,  
несмотря на рост  
строительной  
отрасли в целом**

В положительную область годовые показатели динамики строительства в России вышли лишь в 3 кв. 2011 г. Мы бы хотели отметить, что в этом году устойчивый рост наблюдается лишь по строительным работам (подрядным услугам), в то время как ввод в действие жилых домов, с учетом сезонности, по-прежнему стагнирует. Слабые данные во многом обусловлены тем, что падение в строительстве в 2009 г. было очень глубоким для отрасли (-13%) и, учитывая ее капиталоемкость, восстановление происходит крайне медленно. Дело в том, что возобновившийся в 2010 г. спрос на объекты недвижимости не нашел должной поддержки со стороны предложения стройматериалов (в первую очередь, цемента), которое сильно сократилось во время кризиса, следуя за приостановкой и "замораживанием" строительных проектов. Дефицит строительных материалов по-прежнему является немаловажной причиной, препятствующей ускорению роста строительной отрасли. Среди причин, которые называют эксперты, проблемы с транспортировкой (значительные транспортные расходы, дефицит подвижного состава и пр.). Тем не менее, за 9М 2011 г. строительство выросло на 7,9% г./г. по сравнению с падением на 4% г./г. за аналогичный период предыдущего года.

Спрос на строительные услуги наиболее устойчив со стороны компаний, имеющих нецикличный бизнес (например, телекоммуникация и связь, продуктовые розничные сети, энергетика), которые сокращают инвестиционные программы лишь в острую фазу кризиса. Однако из-за большой доли именно циклических секторов в экономике РФ, довольно хрупкое восстановление строительного рынка и девелопмента может сильно пострадать от снижения уверенности потребителей на фоне развивающегося кризиса в Европе.

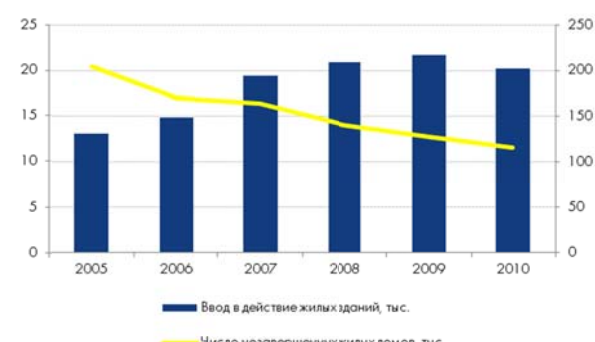
В последние месяцы в секторе жилой недвижимости наблюдается некоторое улучшение, которое связано с посткризисным восстановлением потребления на фоне растущих доходов населения, активизации кредитования и снижения ставок по ипотечным кредитам (средняя рублевая ставка достигла 12,2% в 1П 2011 г. против 14,6% в 1П 2009 г.). Площадь введенных в эксплуатацию жилых объектов за 9М 2011 г. возросла до 33,8 млн кв. м, что на 2,8% выше, чем за аналогичный период 2010 г.

Строительные работы лучше защищены от шоков, чем девелопмент



Источники: Росстат, оценки Райффайзенбанка

Динамика незавершенного жилого строительства



Источник: Росстат, оценки Райффайзенбанка

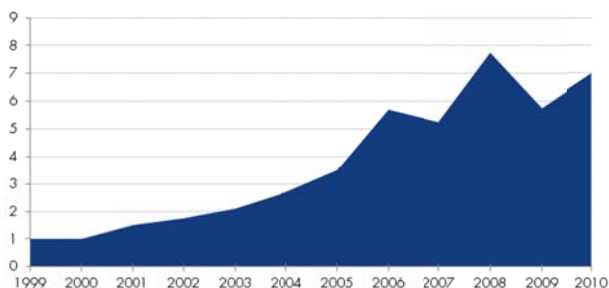
Восстановление рынка недвижимости отстаёт от цен на нефть

Расхождение динамики ввода жилых домов с общим индексом строительства может быть связано с включением в итоговый показатель реализации крупных инфраструктурных проектов, стимулом для которых, как мы уже говорили, выступают масштабные госинвестиции. Кроме того, на показателях ввода жилья в 2011 г. с некоторой задержкой сказываются последствия 2009 г. Во время кризиса компании приостанавливали уже начатые проекты и откладывали запуск новых. Наконец, это также обусловлено более консервативной долговой политикой девелоперов, которые в текущих условиях зачастую вынуждены строить новые объекты по мере реализации готовых объектов недвижимости.

Макросреда менее благоприятна для застройщиков

Таким образом, сложившаяся обстановка в секторе строительства и недвижимости свидетельствует о более благоприятной конъюнктуре для производителей стройматериалов и компаний, предоставляющих строительные услуги, нежели для девелоперов. Исходя из этого, важным фактором, повышающим устойчивость строительной компании, является диверсификация направлений деятельности.

Индекс цен на жилую недвижимость в Москве



Источник: im.ru, оценки Райффайзенбанка

Динамика цен и кол-ва сделок на рынке жилья



Источник: Росреестр, Росстат, оценки Райффайзенбанка

Жилье хоть и утратило спекулятивный спрос, но в мегаполисах цены уже восстановили большую часть потерь

Стоит отметить, что сочетание низкого предложения строящегося жилья с восстановлением ипотечного кредитования и ростом оборотов рынка не привело к увеличению цен на жилье выше уровня инфляции. Во многом это было обусловлено снижением предпринимательской уверенности на фоне неустойчивого экономического восстановления, и, как следствие, сокращением спекулятивной составляющей в формировании спроса. В то же время основная масса сделок сместилась в сегмент эконом класса, преимущественно, на вторичном рынке. Стагнация цен и высокий срок экспозиции не стимулируют увеличение строительства новых домов. С другой стороны, в крупных городах РФ (прежде всего, в Москве и Санкт-Петербурге) цены на жилую недвижимость уже отыграли значительную часть падения, наблюдавшегося в 2008-2009 гг. При этом наблюдается увеличение числа сделок.

## ЛСР: высокая долговая нагрузка вызывает опасение

Группа ЛСР (-/B2/B) является одной из крупнейших российских диверсифицированных строительных компаний и осуществляет деятельность в основном в Москве, Санкт-Петербурге и Екатеринбурге. Компания присутствует практически во всех сегментах строительного бизнеса от производства стройматериалов (кирпичей, плитки, панелей) и предоставления строительных услуг до девелопмента недвижимости. На текущий момент капитализация ЛСР составляет 2,3 млрд долл.

### Ключевые финансовые показатели ЛСР

в млн руб., если не указано иное	2008	2009	2009/2008	2010	2010/2009	LTM*	LTM/2010
Выручка	49 813	51 024	2%	49 950	-2%	55 197	11%
ЕБИТДА	13 178	14 732	12%	8 687	-41%	9 598	10%
Денежные средства	3 246	2 896	-11%	1 327	-54%	1 531	15%
Долг/ЕБИТДА LTM	2,80x	2,68x		3,65x		3,74x	
Краткоср. долг/ЕБИТДА LTM	1,36x	1,02x		0,46x		0,35x	
ЕБИТДА/проценты	4,2x	3,17x		2,23x		2,17x	

\* за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**На долю девелопмента приходится менее 40% всей выручки**

В общем объеме выручки на долю девелопмента приходится ~40%, остальную часть занимают сырьевой сегмент (песок, щебень), производство секционных конструкций и стройматериалов (кирпичей, цемента, бетонных и оконных блоков, дверей). Такой уровень диверсификации бизнеса мы оцениваем как положительный фактор для кредитного профиля компании.

### Выручка диверсифицирована по сегментам



Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

### Почти 50% ЕБИТДА формирует девелопмент



Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

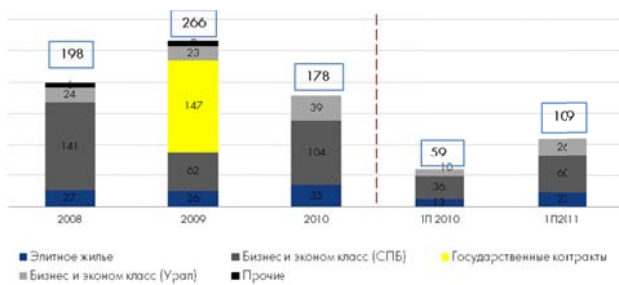
**Государство также формирует спрос на строительные работы и материалы**  
...

Также важным, на наш взгляд, является тот факт, что спрос на строительные материалы/работы компании формируется и со стороны государства по жилищным программам и инфраструктурным проектам. В частности, ДСК Блок, входящий в состав ЛСР, ведет строительство социального жилья по заказу г. Санкт-Петербурга и Министерства Обороны РФ (в том числе квартала для семей военнослужащих в поселке Осиновая роща, состоящего из 49 жилых домов общей площадью около 380 тыс. кв. м).

**... что помогло сгладить кризис в 2009 г.**

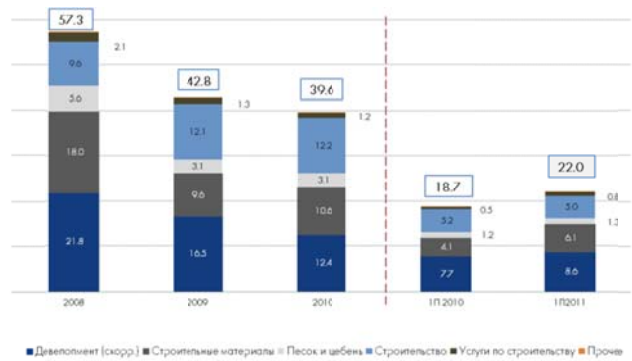
Несмотря на кризис, в 2009 г. объем заключенных контрактов по продаже квартир даже увеличился, что было обусловлено реализацией крупного госпроекта (на долю которого пришлось более половины всех продаж в 2009 г.). В 2010 г., по нашему мнению, поддержку продажам оказала гибкая ценовая политика компании.

Динамика и структура продаж, тыс. кв. м



Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Динамика выручки, млрд руб.\*



\* скорректированный показатель

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Девелопмент сильнее остальных сегментов пострадал в 2008-2010 г.**

Более низкие уровни цен на жилье позволили реализоваться отложенному спросу, который был сформирован докризисными сбережениями. Тем не менее, падение выручки в сегменте девелопмента, которую мы скорректировали на денежные средства, поступающие от продажи квартир в недостроенных домах, составило 24% в 2009 г. и в 2010 г., и только в 2011 г. начался медленный рост. Благодаря более быстрому восстановлению спроса на строительные услуги общая выручка за 2010 г. не сильно снизилась по сравнению с 2009 г.

**Более половины девелопмента приходится на эконом-класс**

Мы отмечаем, что более половины девелоперских проектов ЛСР приходится на жилье эконом- и бизнес-класса, спрос на которое наиболее сильно пострадал во время кризиса 2008-2009 гг., поскольку средний класс населения чувствителен к ухудшению состояния в экономике. Снижение уверенности потребителей приводит к падению продаж строящегося жилья, что ставит застройщика перед выбором: либо увеличивать долговую нагрузку для завершения объекта, либо приостанавливать/снижать темпы строительства.

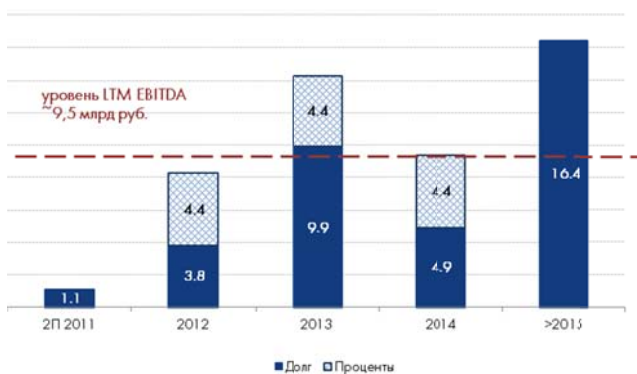
**Снижение цен на жилье сказалось на EBITDA**

Из-за специфики бухгалтерского учета влияние кризиса (в виде падения цен на недвижимость) на финансы компании нашло отражение только в отчетности за 2010 г., когда показатель LTM EBITDA упал на 41%, а отношение Долг/EBITDA увеличилось с 2,7х до 3,65х.

**Долговая нагрузка продолжает рост**

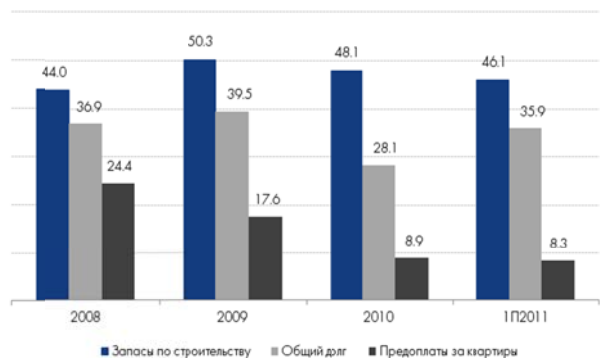
Несмотря на рост показателя LTM EBITDA на 10% в 1П 2011 г., долговая нагрузка достигла 3,74х в терминах Долг/EBITDA, что стало следствием как осуществления инвестиций, так и строительства жилых домов темпами, опережающими продажи квартир (отношение долга к запасам (в которых учитываются строящиеся и готовые квартиры) составляет 78%). Некоторую устойчивость к краткосрочным рискам обеспечивает относительно низкий размер короткого долга, который не превышал 10% от всего кредитного портфеля в 1П 2011 г.

Запас прочности невелик, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Высокий темп строительства за счет долга, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Операционного потока едва хватает, чтобы покрыть процентные платежи**

Согласно отчетности по МСФО за 1П 2011 г., денежный поток от операционной деятельности (до налогов и процентных платежей) увеличился в 2,8 раза г./г., составив 1,7 млрд руб. Однако его хватает только для покрытия процентных платежей (1,4 млрд руб.). Соответственно, инвестиционная деятельность, состоящая, в основном, из капзатрат (1,5 млрд руб.) и приобретения долей в компаниях (1 млрд руб.), потребовала увеличения долга. Также были выплачены дивиденды в сумме 1,6 млрд руб. Низкий уровень покрытия процентов операционным потоком, а также высокая долговая нагрузка повышают чувствительность кредитного профиля эмитента к затяжному ухудшению рыночной среды.

**Сильные стороны**

- Низкий уровень краткосрочного долга
- Высокая диверсификация выручки. Около 60% всей выручки и 50% EBITDA образуются за счет стройматериалов и услуг
- Присутствие на рынках крупнейших городов РФ, где наблюдается быстрое восстановление рынка недвижимости
- Участие в реализации государственных социальных программ в сфере строительства

**Слабые стороны**

- Высокая долговая нагрузка, выше, чем до кризиса 2008-2009 гг.
- Низкое покрытие процентных платежей операционным потоком
- Высокая доля проектов финансируется за счет долга

На основе динамики финансовых показателей, которую компания продемонстрировала в период кризиса, мы оценили устойчивость ее кредитных метрик к изменению конъюнктуры рынка недвижимости. В качестве тестируемых показателей мы взяли отношение показателя LTM EBITDA к процентным платежам (Проценты) и Чистого краткосрочного долга к погашению в 2012 г. + Проценты к LTM EBITDA. Для описания изменения конъюнктуры рынка недвижимости мы выбрали два естественных параметра: среднюю цену за кв. м и продаваемые площади.

**Эластичность продаж по цене может быть ниже, чем была в 2008-2009 гг.**

Очевидно, что на хорошем рынке происходит рост цен вместе с увеличением продаж, тогда как при слабом рынке застройщику приходится выбирать между ценой и реализуемыми площадями. Как правило, снижение цен на жилье (в виде различного рода скидок) позволяет стимулировать продажи: так было в кризис 2008-2009 гг., когда скидки на новостройки составляли до 30% от котировок вторичного рынка. Стоит отметить, что спрос на жилье в тот период формировался в основном за счет сбережений, накопленных в благополучные для экономики предыдущие года. Сейчас же этот фактор отсутствует. Как следствие, мы не исключаем, что в случае резкого снижения уверенности потребителей и закрытия ипотечного рынка падение цен на жилье окажет гораздо более умеренную поддержку продажам, чем в 2008-2009 гг.

Основным допущением является маржа по EBITDA в сегменте девелопмента, которую мы зафиксировали на уровне 25%, предположив, что компания будет жертвовать объемами продаж в угоду ценам. Мы полагаем, что при ухудшении конъюнктуры на рынке жилой недвижимости ЛСР сможет частично компенсировать падение продаж за счет сегмента стройматериалов и строительных услуг. Мы также учли, что ухудшение ситуации на строительном рынке негативно скажется на сегментах стройматериалов и услуг. В этой связи в нашей модели мы зафиксировали снижение показателя EBITDA по ним на 20% в 2012 г.

**Матрица результатов стресс-теста EBITDA/Проценты**

Цена тыс. руб./кв.м	Объем продаж квартир, тыс. кв. м							
	60	80	100	120	140	160	210	230
50	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3
55	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1	1.3	1.4
60	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1	1.2	1.4	1.4
65	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.4	1.5
70	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.3	1.5	1.6
75	0.9	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	1.5	1.6
80	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.8	1.9

**(Чистый краткосрочный долг + Проценты) / EBITDA**

Цена тыс. руб./кв.м	Объем продаж квартир, тыс. кв. м							
	60	80	100	120	140	160	210	230
50	1.9	1.7	1.6	1.5	1.5	1.4	1.2	1.2
55	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1
60	1.8	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.1	1.1
65	1.7	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
70	1.7	1.6	1.5	1.3	1.3	1.2	1.0	1.0
75	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
80	1.6	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	0.9	0.8

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка  
\* голубым цветом выделено состояние, близкое к текущему

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка  
\* голубым цветом выделено состояние, близкое к текущему

**Невысокая стрессовая устойчивость может быть сглажена госпроектами**

Результаты нашего стресс-теста свидетельствуют о невысокой устойчивости кредитного профиля ЛСР к затяжному ухудшению макросреды. В частности, даже при снижении цен и объема продаж на 10-15% компания не сможет погасить долг в 2012 г. и выплатить проценты. Стоит отметить, что текущие кредитные метрики ЛСР слабее, чем в преддверии кризиса 2008 г. Наличие госзаказа позволило бы компании сгладить снижение рыночного спроса на квартиры и стройматериалы, как это было в период прошлого кризиса. Кроме того, учитывая участие компании в реализации государственных социальных программ в сфере жилья, мы не исключаем, что ЛСР сохранит доступ к банковским кредитам на приемлемых условиях.

**Есть что закладывать для привлечения новых кредитов**

Отметим, что большая часть существующего долга привлечена под залог основных средств, запасов, а также контрольных пакетов акций дочерних компаний, в том числе производственных активов, (в частности, ЗАО "ДСК Блок", ОАО "Гранит-Кузнечное"). Принимая во внимание свободные активы на балансе, которые могут выступать предметом залога (~80 млрд руб.), размер обеспеченных кредитов (~26 млрд руб.), залоговый дисконт (50%), мы оцениваем возможность компании по привлечению обеспеченного долга на уровне 13-15 млрд руб.

**Бумаги ЛСР интересны с УТМ более 13% на год**

На рынке рублевых облигаций в обращении находятся пять выпусков ЛСР, из которых торговая ликвидность присутствует лишь в трех ЛСР БО-1 (УТР 10,5% @ июль 2012 г.), ЛСР БО-2 (УТМ 11,2% @ сентябрь 2013 г.) и ЛСР БО-3 (УТМ 11,8% @ март 2014 г.). На текущих ценовых уровнях выпуски эмитента выглядят дорого, мы оцениваем справедливое положение доходностей на уровне выше УТМ 13% для БО-1 и БО-2 (или 95,85% и 98,75% от номинала) и УТМ 13,5% для БО-3 (или 92,95%).

## ЛенСпецСМУ: неслабый кредитный профиль с денежной подушкой

**Негативный эффект кризиса сказался только в 1П2011 г.**

ЛенСпецСМУ (S&P: B) является крупной строительной компанией в сегменте жилой недвижимости Санкт-Петербурга, Москвы и Московской области. Основным направлением ее деятельности является строительство и продажа жилья эконом- и бизнес-класса. На текущий момент капитализация материнской Etalon Group составляла 1,5 млрд долл.

### Ключевые финансовые показатели ЛенСпецСМУ

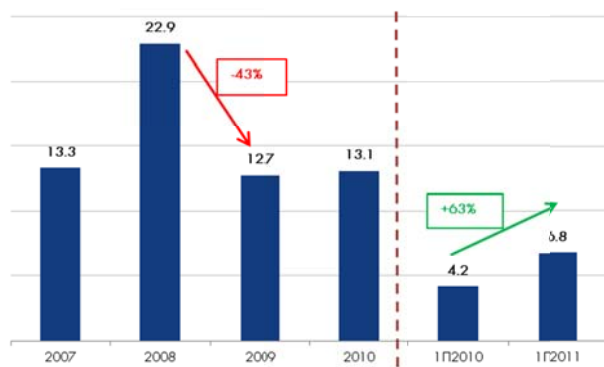
в млн руб., если не указано иное	2008	2009	2009/2008	2010	2010/2009	LTM*	LTM/2010
Выручка	13 024	18 170	40%	17 709	-3%	16 231	-8%
ЕБИТДА	3 791	6 160	62%	5 575	-9%	4 336	-22%
Денежные средства	135	2 158	16x	2 751	28%	2 963	8%
Долг/ЕБИТДА LTM	1,75x	0,99x		1,64x		2,13x	
Краткоср. долг/ЕБИТДА LTM	0,97x	0,55x		0,25x		0,38x	
ЕБИТДА/проценты	6,57x	7,67x		9,22x		16,06x	

\* за последние 12 месяцев

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Как мы уже отмечали, рынок жилой недвижимости крайне чувствителен к ухудшению макроэкономической ситуации. Кризис привел к заметному падению продаж квартир в 2009 г., о чем свидетельствует падение на 43% выручки, которую мы скорректировали на денежные средства, поступающие от продажи квартир в недостроенных домах. В то же время уже в 2010 г. продажи стабилизировались, а в 1П 2011 г. произошел их рост в денежном выражении на 63% г./г.

## Продажи восстанавливаются\*, млрд руб.



\* скорректированные данные

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Высокая обеспеченность собственными материалами**

Несмотря на то, что ЛенСпецСМУ обеспечена строительными материалами лишь на 20-30% от общего используемого объема (в частности, закупается цемент и арматура), в денежном выражении на предприятия группы приходится, по оценкам компании, как минимум 80-90% от всех затрат. Компания располагает кирпичным заводом с карьером мощностью 30 млн кирпичей в год, заводом по производству бетона, газобетона, пенобетона и ЖБИ (вентиляционные камеры, лестничные марши и т.п.). Высокая обеспеченность собственными материалами позволяет компании удерживать маржу по EBITDA на одном уровне с девелоперского бизнеса ЛСР.

**Краткосрочные риски рефинансирования невысоки**

За 1П 2011 г. долг в абсолютном выражении почти не изменился, оставшись на уровне 9,2 млрд руб., при этом в отношении к показателю LTM EBITDA произошло его увеличение с 1,64x в 2010 г. до 2,13x. Краткосрочный долг составляет ~18% всей финансовой задолженности и полностью может быть погашен из накопленных на балансе денежных средств. В качестве риска мы отмечаем низкое покрытие операционным потоком процентных платежей.

**Строится больше, чем продается**

Основным фактором, препятствующим сокращению долговой нагрузки эмитента, являются инвестиции в оборотный капитал, которые вносят наибольший негативный вклад в уровень операционных потоков. Опережающее увеличение запасов по сравнению с предоплатами от клиентов в 1П 2011 г. обусловлено, скорее всего, более высокими темпами строительства в сравнении с продажами квартир.

**Строительство финансируется в основном за счет покупателей**

В то же время сильной стороной кредитного профиля компании является тот факт, что значительная часть строительства все же финансируется за счет предоплаты от покупателей квартир, о чем свидетельствует показатель Авансы полученные/ Запасы на уровне 45%. В этом отношении ЛенСпецСМУ выгодно отличается, в частности, от ЛСР (у него это соотношение не превышает 20%).

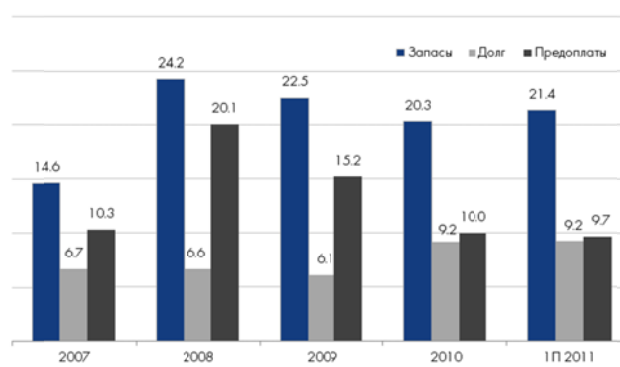
**Влияние рисков финансового кризиса может быть сглажено правильным управлением**

Мы не исключаем, что развитие финансового кризиса может негативно сказаться на операционных показателях в 4 кв. 2011 - 2012 г., в частности, по причине увеличения среднего срока экспозиции продаваемых объектов недвижимости, особенно, находящихся в стадии строительства. В этом случае компании придется или направлять больше средств для финансирования строительства (за счет нового долга), или замедлить темпы возведения объектов. Реализация второго сценария предпочтительнее, с точки зрения сохранения устойчивости.

**Высокая подушка ликвидности, полученная от удачного проведения IPO**

Мы отмечаем, что в апреле этого года материнская компания группы ЛенСпецСМУ Etalon Group Limited успешно провела IPO на LSE и привлекла порядка 575 млн долл. Чистое привлечение средств, отраженное в отчетности группы, составило 13,5 млрд руб. (~477 млн долл. по курсу на 30 июня). Наличие этой подушки ликвидности (правда, на уровне материнской компании), которая превышает долг эмитента, создает определенный комфорт, однако также необходимо понимать, что эти средства могут быть использованы и на другие проекты акционеров.

## Консервативная долговая политика, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

### Сильные стороны

- Невысокий уровень краткосрочного долга (который полностью покрывается денежными средствами)
- Наличие подушки ликвидности на уровне материнской компании (денежные средства составили 602 млн долл. в 1П 2011 г.), покрывающей весь долг ЛенСпецСМУ
- Присутствие на рынках крупнейших городов РФ, где наблюдается быстрое восстановление рынка недвижимости

### Стресс-тест ковенант ...

Мы провели анализ чувствительности финансовых ковенант (на уровне 5,0х для отношения Долг/LTM EBITDA и 1,5х для LTM EBITDA/Проценты) к падению цен на жилье и снижению продаж. Мы предположили (как и в случае с сегментом девелопмента ЛСР), что маржа по EBITDA останется на уровне 25%. ЛенСпецСМУ не продает недвижимость государству, в частности, не осуществляет строительство жилья по государственным заказам, которые могли бы сгладить падение рыночного спроса. Стоит отметить, что сейчас кредитное качество ЛенСпецСМУ лучше, чем до кризиса 2008 г., который был преодолен без нарушения финансовых обязательств.

### Матрица результатов стресс-теста для показателей...

#### EBITDA/Проценты

Цена тыс. руб./кв.м	Объем продаж тыс. кв. м					
	50	80	110	140	170	210
50	2.3	3.7	5.1	6.5	7.9	9.7
55	2.5	4.1	5.6	7.1	8.7	10.7
60	2.8	4.4	6.1	7.8	9.4	11.7
65	3.0	4.8	6.6	8.4	10.2	12.6
70	3.2	5.2	7.1	9.1	11.0	13.6
75	3.5	5.6	7.6	9.7	11.8	14.6
80	3.7	5.9	8.1	10.4	12.6	15.6

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

\* голубым цветом выделено состояние, близкое к текущему

... пройден  
удовлетворительно

Результаты стресс-теста свидетельствуют об относительно более высокой устойчивости кредитного профиля ЛенСпецСМУ в сравнении, скажем, с ЛСР. В частности, ковенанта по долгу будет нарушена лишь при падении цен на недвижимость и объемов продаж квартир на 30%. Только при одновременном снижении цен на недвижимость более чем на 30% (ниже 55 тыс. руб./кв. м) и падении объема продаж более чем на 60% (ниже 80 тыс. кв. м) размер LTM EBITDA окажется недостаточным для погашения краткосрочного долга и уплаты процентов.

Есть обеспечение  
для привлечения  
нового долга

По данным компании, в залоге у банков находится земля под офисом и сам офис (161,3 млн руб.) и готовые квартиры (479,8 млн руб.), что свидетельствует о наличии значительного объема потенциального обеспечения, которое компания может предложить банкам при привлечении нового долга. Кроме того, на текущий момент объем подтвержденных невыбранных кредитных линий составляет 121 млн долл. (~3,6 млрд руб.).

В стрессовом  
сценарии остается  
надеяться на  
поддержку группы  
Etalon...

Тем не менее, в случае существенного сокращения поступления средств от продажи квартир компания не сможет самостоятельно (без поддержки со стороны материнской группы) профинансировать завершение строительства текущих объектов. Сейчас из общей площади объектов, по которым ведется активное строительство (всего 393,6 тыс. кв. м), на долю законтрактованных помещений приходится 39%. В 2012 г. компания должна сдать жилье в г. Санкт-Петербурге площадью 279,2 тыс. кв. м. По нашим оценкам, для этого потребуется порядка 10 млрд руб. (~330 млн долл.).

### Слабые стороны

- Концентрация в сегменте, имеющем высокую чувствительность к макроэкономическим шокам
- Значительные инвестиции в оборотный капитал
- Низкое покрытие процентных платежей операционным потоком
- Поддержка со стороны материнской группы может оказаться ограниченной

#### Долг / EBITDA

Цена тыс. руб./кв.м	Объем продаж тыс. кв. м					
	50	80	110	140	170	210
50	14.8	9.2	6.7	5.3	4.3	3.5
55	13.4	8.4	6.1	4.8	4.0	3.2
60	12.3	7.7	5.6	4.4	3.6	2.9
65	11.4	7.1	5.2	4.1	3.3	2.7
70	10.6	6.6	4.8	3.8	3.1	2.5
75	9.9	6.2	4.5	3.5	2.9	2.3
80	9.2	5.8	4.2	3.3	2.7	2.2

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

\* голубым цветом выделено состояние близкое, к текущему

... которая планирует давать средства по мере необходимости

По данным менеджмента, около половины имеющихся сейчас денежных средств на балансе Etalon Group планируется направить в бизнес ЛенСпецСМУ. Первая часть средств будет получена уже в ноябре (2,1 млрд руб. - через увеличение уставного капитала), остальные деньги будут поступать по мере необходимости. 70% от этой суммы будет направлено на приобретение новых проектов (в т.ч. рефинансирование недавних покупок), а 30% - на строительство на этих участках.

Справедливый уровень YTM мы оцениваем на уровне 12%

На рынке рублевых облигаций обращаются два выпуска эмитента ЛенСпецСМУ-1 (YTM 10,3 @ декабрь 2012 г.) и ЛенСпецСМУ БО-2 (YTM 11,4% @ март 2013 г.), которые, на наш взгляд, выглядят дороговато на текущих ценовых уровнях (102,9-103,6% от номинала). Мы рекомендуем покупать облигации эмитента с YTM не менее 12%, что соответствует цене 102,375% для ЛенСпецСМУ-1 и 102,5% для БО-2. Исходя из сравнения кредитного качества, мы считаем, что премия бумаг ЛСР к ЛенСпецСМУ должна составлять порядка 100 б.п.

## ЗАО «Райффайзенбанк»

---

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

### Аналитика

---

Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Денис Порывай	denis.poryvay@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9843
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801
Мария Помельникова	maria.pomelnikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9845
Павел Папин	pavel.papin@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Ирина Ализаровская	irina.alizarovskaya@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 99 00 доб. 1706

### Продажи

---

Наталья Пекшева	sales@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Анастасия Евстигнеева		(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин		(+7 495) 721 9978
Александр Христофоров		(+7 495) 775 5231
Алексей Баранов		(+7 495) 981 2857

### Торговые операции

Александр Дорошенко	(+7 495) 721 9900
Вадим Кононов	(+7 495) 225 9146

### Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	(+7 495) 721 2846
-----------------	-------------------

### Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	bonds@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов		(+7 495) 721 2835
Денис Леонов		(+7 495) 721 9937
Мария Мурдяева		(+7 495) 221 9807
Надежда Зотова		(+7 495) 221-9801

**ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ.** Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.