

ЛЕНСПЕЦСМУ (В/Стабильный) Новый выпуск – новые возможности

14 апреля 2010 г.

Среди бумаг из Ломбардного списка ЦБ облигации ЛенСпецСМУ предлагают одну из самых привлекательных доходностей. Недавнее включение облигации 1 серии позволило компании рассчитывать на новые выпуски со ставкой доходности, которая позволяет соблюсти баланс между интересами инвесторов (ликвидность, доходность), так и интересами ЛенСпецСМУ (приемлемая ставка финансирования, инвестиционные возможности)

Первая компания среди строительных эмитентов вышла на публичный рынок. ЛенСпецСМУ – первая компания строительной отрасли, которая провела рыночное размещение облигаций с начала кризиса. Успешность 1-го выпуска, высокий спрос инвесторов позволили компании планировать новые публичные размещения.

ЛенСпецСМУ – одна из немногих компаний 3-го эшелона своевременно исполняющая обязательства перед держателями облигаций в период массового дефолта эмитентов 3-го эшелона, в том числе и строителей.

Лидирующие позиции на рынке. ЛенСпецСМУ – один из крупнейших вертикально-интегрированных строительных холдингов Северо-Западного региона России с полным производственным циклом. Компания сохранила свое лидирующее положение и долю на рынке недвижимости Санкт-Петербурга в 2009г., где компания обеспечивает около 13% от общего объема ввода в эксплуатацию.

Диверсифицированный портфель заказов. Компания обладает диверсифицированным портфелем проектов (61% приходится на жилую недвижимость, 22% – коммерческую и 16% – гаражи), который в настоящий момент включает 67 объектов, общей площадью 1,8 млн. кв. м. Портфель заказов обеспечивает девелоперскую деятельность ЛСС до 2016г.

Высокая финансовая прозрачность. Компания регулярно публикует консолидированную аудированную отчетность по МСФО на полугодовой основе. В середине мая 2010г. компания ожидает публикацию результатов за 2009г.

Сильные промежуточные финансовые результаты по итогам 2009г. В начале марта компания опубликовала отчетность по РСБУ своей основной компании-застройщика – ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» и сообщила об операционных результатах за 2009г. и первые месяцы 2010г., которые можно охарактеризовать как положительные:

- рост операционных показателей более чем в 2 раза (выручка, EBITDA),
- значительное снижение уровня долговой нагрузки до 1.2х в терминах «Чистый долг/EBITDA» по сравнению с 5.6х в 2008г.
- хороший уровень ликвидности, что не вызывает опасений относительно краткосрочной кредитоспособности компании. По состоянию на 14.04.2010г. у компании на депозитах находится 961,4 млн руб., а сумма невыбранных кредитных линий – \$42 млн.
- положительный операционный денежный поток, позволяющей компании самостоятельно финансировать текущие проекты.

Высокий кредитный рейтинг. Компания обладает одним из самых высоких кредитных рейтингов среди всех строительных компаний РФ и Восточной Европы. Кредитный рейтинг компании от агентства S&P установлен на уровне В, прогноз «Стабильный».

Привлекательная структура займа. Компания размещает облигации основной компании группы – ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» – застройщика и головной компании группы ЛенСпецСМУ. Необеспеченный долг на уровне основного держателя недвижимости и основного центра денежных потоков дает инвесторам больший комфорт, нежели долг на уровне SPV-финанс.

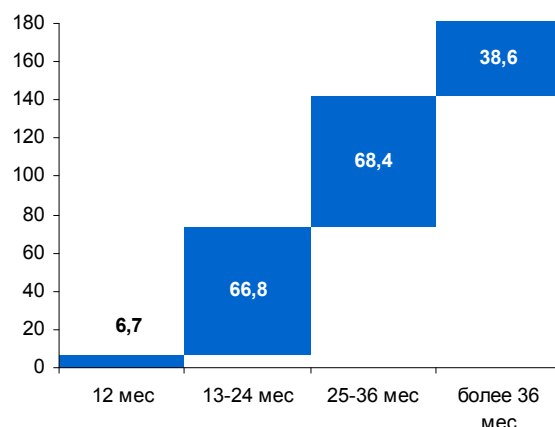
Потенциал вхождения в ломбардный список. Предыдущий рублевый выпуск ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» серии 01 был включен ЦБ РФ в Ломбардный список, что значительно расширяет круг потенциальных инвесторов и способствует повышению уровня ликвидности по облигациям компании. Мы ожидаем включения в Ломбардный список ЦБ и новых облигационных выпусков ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ».

Основные финансовые показатели ЛенСпецСМУ

млн руб.	2007А	2008А	2009О	2010П	2011П
Выручка	8 903	13 024	15 105	20 947	13 241
ЕБИТДА	2 138	3 863	4 514	7 146	3 564
Чистая прибыль	1 077	1 307	2 861	5 508	2 155
Чистый долг	5 980	5 220	4 021	4 912	3 147
Чистый долг/ЕБИТДА	2,80х	1,35х	0,89х	0,69х	0,88х

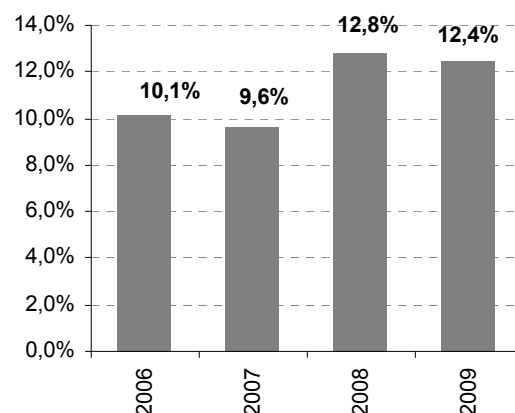
Источник: данные компании

Структура кредитного портфеля после размещения нового выпуска облигаций, \$ млн



Источник: данные компании

Динамика доли рынка ЛенСпецСМУ в 2006-2009гг.

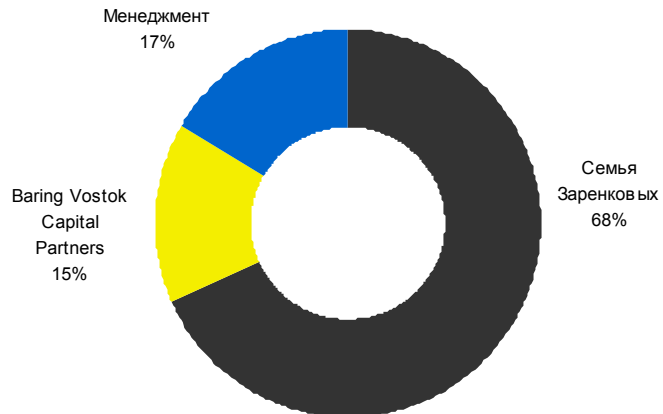


Источник: Петростат, данные компании

Общая информация о компании

ЛенСпецСМУ (ЛСС) – крупнейший вертикально-интегрированный строительный холдинг, ведущий свою деятельность преимущественно в Санкт-Петербурге.

Компания контролируется семьей Заренковых, которая является ее основным конечным бенефициаром (В.А. Заренков, Г.Н. Заренкова и Д.В. Заренков). Помимо них в акционерном капитале представлены топ-менеджмент компании и Baring Vostok Capital Partners (с 2008г.).



ЛенСпецСМУ является вертикально-интегрированной группой компаний и объединяет 24 компании. В настоящее время операционная структура ЛСС представлена следующими бизнес-направлениями: Строительство, Производство строительных материалов, Риэлтерский бизнес, Эксплуатация недвижимости, и прочие сопутствующие виды деятельности. Головной компанией ЛСС является ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ», которое также является основной компанией-застройщиком группы и выступает эмитентом обращающихся облигаций.

Текущая структура ЛСС позволяет контролировать себестоимость, операционные риски и централизованно управлять всем инвестиционным и строительным процессом.

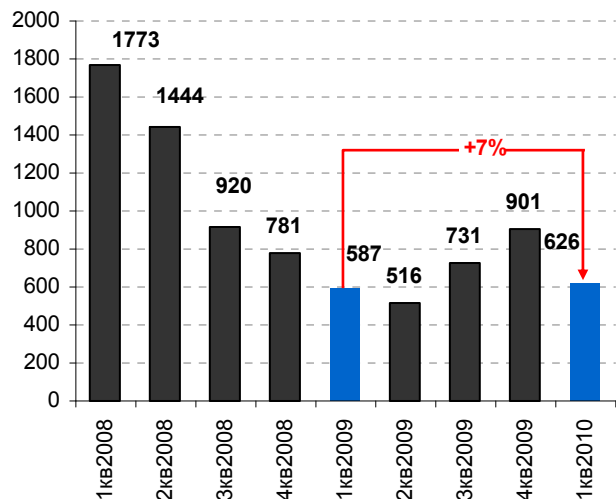
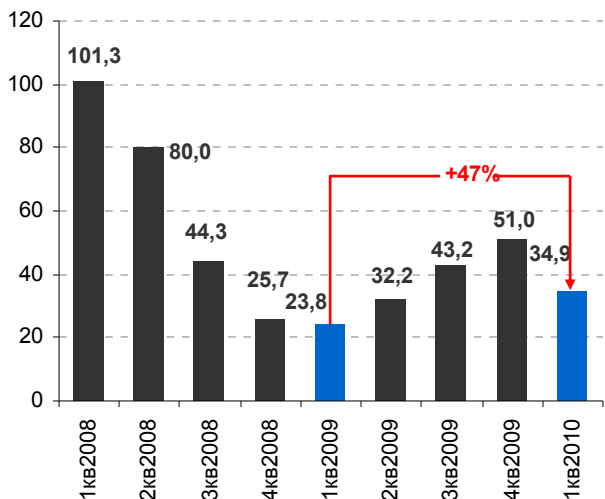
Рынок недвижимости

Стабилизация спроса и некоторые признаки оживления рынка недвижимости

В 2008 г. и большую часть 2009гг. российский рынок недвижимости переживал стадию спада, подобно большинству прочих сегментов российской экономики.

Объем работ в строительстве снизился за 9 мес. 2009 г. на 18%. Компания отмечала падение спроса, снижение цен с последующей стагнацией, усиление концентрации рынка на фоне недостаточного финансирования проектов. Ряд заметных игроков первичного рынка жилой недвижимости покинули его или сменили владельцев, не имея достаточно средств на обслуживание значительного объема долговых обязательств, привлеченных под реализацию проектов.

Динамика продаж недвижимости ЛенСпецСМУ, тыс. м кв. Динамика сделок по покупке недвижимости ЛенСпецСМУ



Источник: данные компании

После достижения «дна» в середине 2009г., компания отмечает оживление спроса с 4 кв. 2009г. Так, наименьшее количество сделок купли-продажи квартир отмечается в марте-июне, тогда как в

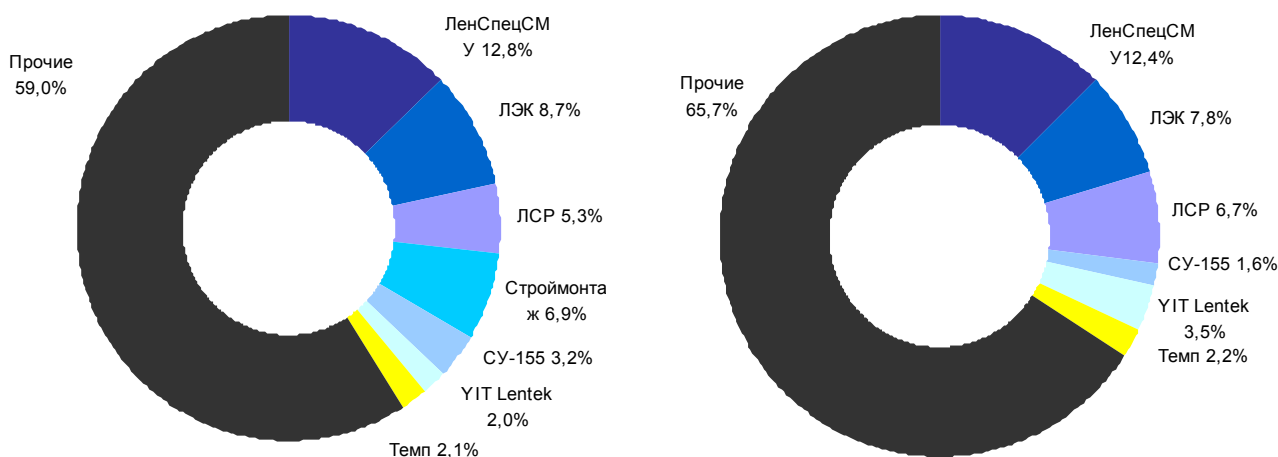
сентябре-декабре 2009г. наблюдается их рост. Первые месяцы 2010г. также позволяют говорить о сохранении динамики восстановления спроса.

Положение компании на рынке недвижимости Санкт-Петербурга

Все проекты ЛСС сосредоточены в Санкт-Петербурге, за исключением двух проектов: «Изумрудные холмы» в Московской области (г. Красногорск) и «Дом у Ратуши» в Калининградской области (г. Гусев). На рынке жилья Санкт-Петербурга компания занимает около 13% по объемам сданной в эксплуатацию недвижимости (по данным на 2009г). Одно из основных изменений, произошедших в кризис – уход некоторых крупных игроков с рынка недвижимости Санкт-Петербурга (Строймонтаж, ИВИ-93) и возникновение серьезных проблем у ряда других застройщиков (М-Индустрия, Маяк, ЛенСпецСтрой, ЛЭК и др.). По оценкам ЛСС, с рынка ушли компании, которые контролировали порядка 11%. В результате объем всего вводимого в эксплуатацию жилья в Санкт-Петербурге упал в 2009г. на 19%.

Доля ЛенСпецСМУ на рынке Санкт-Петербурга в 2008г

Доля ЛенСпецСМУ на рынке Санкт-Петербурга в 2009г



Источник: Петростат, данные компаний

Другим важным изменением, произошедшим за период кризиса, является изменение практики приобретения земельных участков в сторону неденежных расчетов. Собственники земельных участков готовы продавать их на инвестиционных условиях за долю в проекте. Таким образом, компании требуется значительно меньший инвестиционный капитал при начале нового проекта, чем в докризисные времена.

Текущий операционный денежный поток позволяет ЛСС финансировать существующую адресную программу (портфель проектов). Компании требуется внешнее финансирование на приобретение новых проектов (документация, проектно-изыскательские работы, частичное приобретение земельных участков).

Финансовый профиль компании

Компания готовит консолидированную аудированную финансовую отчетность по МСФО с 2003 г.

млн. руб.	2004	2005	2006	2007	2008	1П 2008	1П 2009
Выручка	6 145	5 629	7 712	8 903	13 024	4 615	9 593
ЕБИТДА	202	547	754	2 138	3 863	1 180	3 826
Чистая прибыль	105	303	393	1 077	1 307	643	1 924
Финансовый долг	268	1 568	2 606	6 655	6 619	5 345	6 638
Краткосрочный долг	266	38	255	2 487	3 683	976	5 032
Денежные средства	41	242	2 025	674	1 400	1 210	1 758
Чистый долг	227	1 326	581	5 980	5 220	4 135	4 879
Авансы от клиентов	4 974	5 775	7 652	10 325	20 079	19 794	16 041
Собственный капитал	337	654	1 068	2 053	3 884	3 219	6 042
Всего активы	6 685	9 728	13 585	20 979	36 055	32 077	34 205
<i>Рентабельность по ЕБИТДА</i>	<i>3,3%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,8%</i>	<i>24,0%</i>	<i>29,7%</i>	<i>25,6%</i>	<i>39,9%</i>
<i>ЕБИТДА / Процентные расходы</i>	<i>36,2</i>	<i>14,5</i>	<i>6,5</i>	<i>6,8</i>	<i>6,7</i>	<i>4,2</i>	<i>9,2</i>
<i>Финансовый долг / ЕБИТДА</i>	<i>1,3</i>	<i>2,9</i>	<i>3,5</i>	<i>3,1</i>	<i>1,7</i>	<i>3,3</i>	<i>1,0</i>
<i>Чистый долг / ЕБИТДА</i>	<i>1,1</i>	<i>2,4</i>	<i>0,8</i>	<i>2,8</i>	<i>1,4</i>	<i>2,5</i>	<i>0,7</i>
<i>Финансовый долг / Собственный капитал</i>	<i>0,8</i>	<i>2,4</i>	<i>2,4</i>	<i>3,2</i>	<i>1,7</i>	<i>1,7</i>	<i>1,1</i>

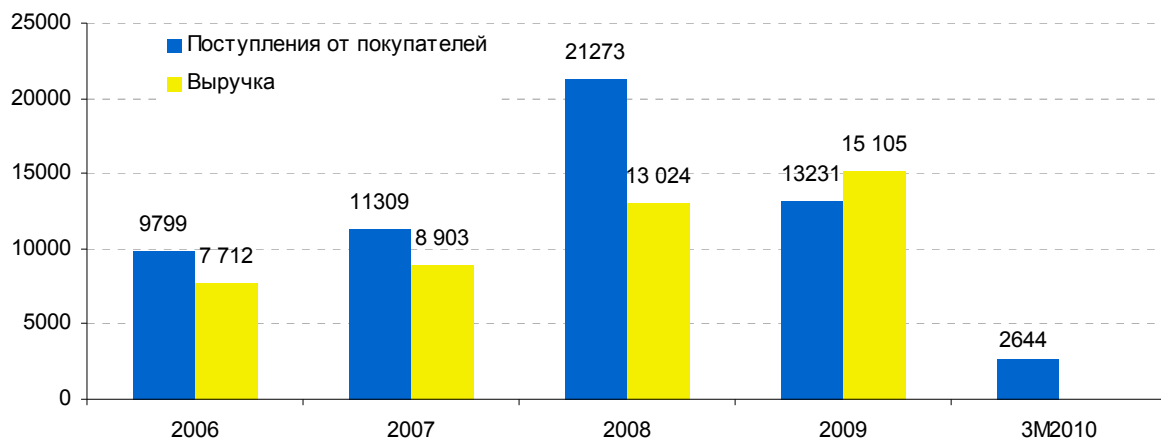
Источник: данные компании

Выручка

Существенным отличием учетной политики ЛСС от других компаний отрасли является использование метода полного завершения (full completion) при признании выручки, что отражается на финансовой отчетности ЛСС. Так, выручка компании в 2008г. увеличилась по сравнению с 2007г. (+46% у-о-у) и за 6М2009 г. (+108% у-о-у). Значительный рост выручки в кризисный период объясняется вводом в эксплуатацию порядка 280 тыс.кв.м. недвижимости во втором полугодии 2008 г. и задержкой в признании выручки в результате завершения всех процедур по сверке и проведению окончательных расчетов с покупателями, что нашло отражение в выручке 1П2009г.

Таким образом, для понимания реальных показателей роста масштабов бизнеса не менее важным является величина поступлений денежных средств от покупателей.

Динамика поступлений денежных средств покупателей и выручки, млн руб.



Источник: данные компании

Спад в строительной отрасли в результате снижения покупательной способности населения привел к снижению объема инвестиций от покупателей. Однако, даже с учетом рецессии в отрасли, ЛСС в течение всего 2009 г. привлекало денежные средства от клиентов в объеме, превосходящем уровень 2007 г. Начиная с июня 2009 г. на фоне макроэкономической стабилизации ЛСС отмечает определенное восстановление покупательского спроса и увеличение поступлений по операционной деятельности.

Рентабельность

ЛСС сохраняет один из самых высоких показателей рентабельности в отрасли, что обусловлено в первую очередь, эффективным контролем над себестоимостью и некоторой премией к рынку в цене на недвижимость ЛСС, которая объясняется высокой репутацией и устойчивостью компании.

Долговая нагрузка

Ключевой характеристикой финансового состояния компании является один из самых низких уровней долговой нагрузки среди российских строительных компаний. Согласно результатам МСФО за 6М2009 значение коэффициента «Чистый долг/ЕБИТДА» составляет 0.7х (для сравнения: в 2008 г. – 1.4х, в 2007 г. – 2.8х), при величине ЕБИТДА/Проценты на уровне 9.1х (в 2008 г. – 6.6х, в 2007 г. – 6.5х). По предварительным данным за 2009г. соотношение Чистый долг/ЕБИТДА находится на уровне 0.89х.

Изменение кредитного портфеля компании по сравнению ноябрем 2009г.

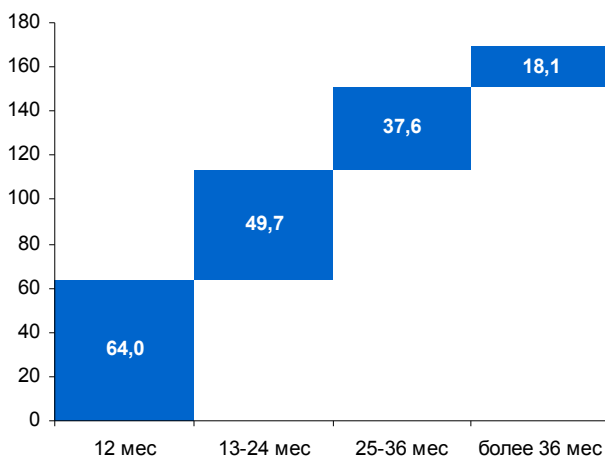
По сравнению с 31.10.2009, кредитный портфель на 14.04.2010 в долларовом выражении увеличился на 15,9%. При этом чистый долг сократился на 6,3%: на 14.04.2010 составлял 136,2 млн долл., а на 31.10.2009 – 145,3 млн долл.

	Ед. из	на 31.10.2009	Получение	Погашение	на 14.04.2010
Облигационный заём ЗАО ЦУН, 02	млн RUR	579,9		579,9	
Облигационный заём ЗАО ССМО ЛенСпецСМУ, 01	млн RUR		2 000,0		2000,0
Кредитные ноты (CLN)	млн USD	32,5		16,3	16,3
РОСБАНК	млн USD	34,3		20,6	6,9
Райффайзенбанк	млн USD	8,0		4,0	4,0
Альфа-банк	млн USD		15,0	1,7	13,3
ПромСервисБанк	млн USD	2,4		2,4	
Банк Санкт-Петербург (овердрафт)	млн RUR	106,6	195,0	106,6	195,0
Банк Санкт-Петербург (лизинг)	млн USD	45,3			45,3
Банк Александровский	млн USD		7,8		7,8
ИТОГО	млн RUR	686,5	2 000,0	686,5	2 195,0
	млн USD	122,6	22,8	45,0	93,6
ИТОГО	млн USD	146,2	98,6	68,7	169,4

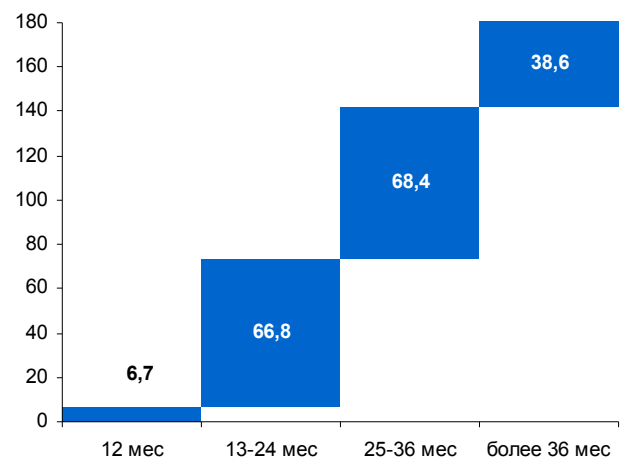
Источник: данные компании

За счет привлеченных в декабре 2009г. денежных средств от нового выпуска облигаций ЛСС 01 погасила предыдущий рублевый облигационный заём (ЗАО «ЦУН», 02), два транша в соответствии с графиком погашения CLN (\$16.3 млн), а также кредит Росбанка на \$27.4 млн. Компания планирует направить средства от нового выпуска биржевых облигаций на погашение краткосрочных кредитов (РОСБАНК – \$6,9 млн, Райффайзенбанка – \$4,0 млн, CLN – \$16,3 млн, Банк СПб (лизинг) – \$9,1 млн, Облигации серии 01 – \$13,7 млн) и на приобретение и развитие новых проектов.

Структура кредитного портфеля по срокам (на 14.04.2010), \$ млн



Структура кредитного портфеля после размещения нового выпуска облигаций, \$ млн



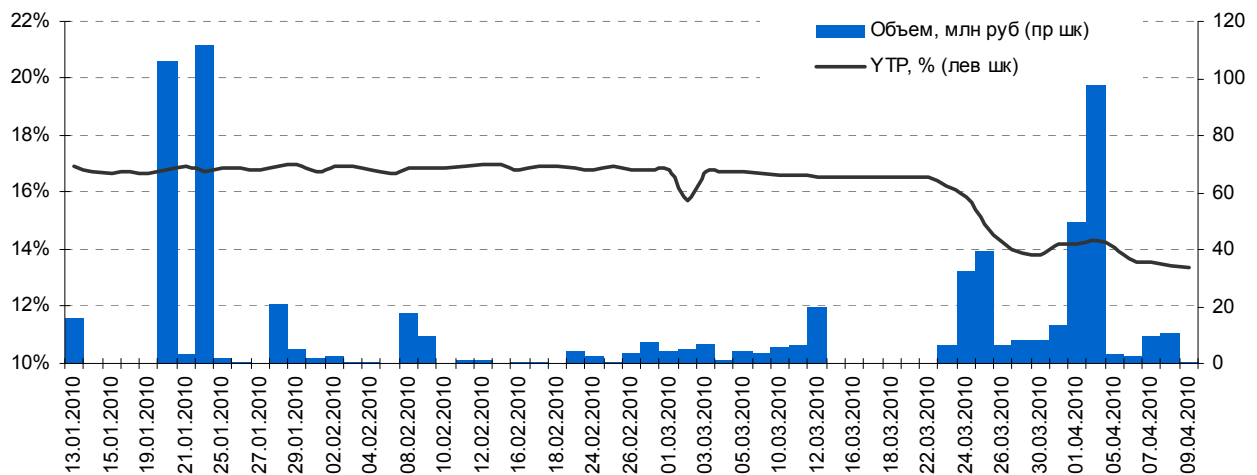
Источник: данные компании

Включение первого выпуска в Ломбардный список

С 31 марта 2010г. ЦБ РФ включил облигации ЗАО ССМО «ЛенСпецСМУ» серии 01 в Ломбардный список («Вестник Банка России» №18 (1187) от 31.03.2010). Данное событие стало закономерным, учитывая хорошие показатели ликвидности и кредитный рейтинг компании. Включение в Ломбардный список ЦБ значительно расширяет круг потенциальных инвесторов и привело к значительному повышению уровня ликвидности по облигациям компании.

С начала вторичного обращения облигации ЛенСпецСМУ демонстрируют хорошую ликвидность. Вместе с тем, наблюдается рост объемов торгов в бумагах ЛенСпецСМУ с конца февраля 2010г., что связано с ожиданиями включения выпуска в Ломбардный список ЦБ.

Данные по торгам на бирже ММВБ



Источник: ММВБ

Среди облигаций компаний представленных в Ломбардном списке ЦБ РФ, выпуск ССМО ЛЕНСПЕЦСМУ-01 ('B' от S&P) предлагает одну из самых привлекательных доходностей (около 14% годовых). Для сравнения, на рынке представлены облигации другой строительной компании ЛСР ('B-' от Fitch, 'B3' от Moody's), выпуск которой также входит в Ломбардный список. Выпуск ЛСР-2 в последнее время торгуется на уровне 11.75%-12.5% годовых к ofercie в феврале 2011г.

Контактная информация

Альфа-Банк (Москва)

Россия, Москва, 107078, пр-т Академика Сахарова, 12

Управление долговых ценных бумаг и деривативов

Саймон Вайн, Руководитель Управления

(+7 495) 745-7896

Торговые операции

Константин Зайцев, вице-президент по торговым операциям

(7 495) 785-74 08

Михаил Грачев, вице-президент по торговым операциям

(7 495) 785-74 04

Сергей Осмачек, трейдер

(7 495) 783 51 02

Игорь Панков, вице-президент по продажам

(7 495) 786-48 92

Владислав Корзан, вице-президент по продажам

(7 495) 783-51 03

Олег Артеменко, директор по финансированию

(7 495) 785-74 05

Дэвид Мэтлок, директор по международным продажам

(7 495) 974-25 15 доб. 7050

Татьяна Мерлич, старший менеджер по международным продажам

(7 495) 786-48 97

Ольга Паркина, менеджер по продажам

(7 495) 785-74 09

Мария Широкова, вице-президент по продажам на долговом рынке капитала (7 495) 755-59 26

Аналитическая поддержка

Екатерина Леонова, старший аналитик по внутреннему долгу

(7 495) 785-96 78

Михаил Авербах, аналитик по внешнедолговому рынку

(7 495) 783-50 29

Денис Воднев, старший кредитный аналитик

(7 495) 792-58 47

Екатерина Журавлева, кредитный аналитик

(7 495) 974-2515 доб. 7121

Долговой рынок капитала

Александр Гуня, Директор по работе на долговом рынке капитала (7 495) 974-25 15

Наталья Юркова, Старший менеджер (7 495) 785-9671

ОАО «Промсвязьбанк»

Россия, Москва, 109052, ул. Смирновская, д. 10, стр. 22

Инвестиционный департамент

Денис Тулинов, Руководитель Департамента

(+7 495) 777-1020 доб. 70-47-38

Денис Зибарев, Руководитель Департамента

(+7 495) 777-1020 доб. 70-47-77

Мария Субботина, Заместитель Руководителя

Департамента,

(+7 495) 777-1020 доб. 70-47-33

Торговые операции

Анатолий Павленко, трейдер (торговля и продажи)

(7 495) 705-90 69, (+7 495) 777-1020 доб. 70-47-23

Юлия Рыбакова, трейдер (торговля и продажи)

(7 495) 705-90 68, (+7 495) 777-1020 доб. 70-47-41

Александр Панфилов, размещение и синдикация

(7 495) 782-62 19, (7 495) 228-39 22

Ирина Галямина, размещение и синдикация

(7 495) 705-97 56, (+7 495) 777-1020 доб. 70-47-85

Иван Хмелевский, размещение и синдикация

(7 495) 411-51 37, (+7 495) 777-1020 доб. 70-47-18

Аналитическая поддержка

Дмитрий Монастрышин, Заместитель начальника

отдела анализа предприятий и отраслей

(7 495) 777-10 20, доб. 70-20-10

Долговой рынок капитала

Денис Никитин, Руководитель управления рынков капитала (7 495) 777-10 20 доб. 70-47-30

Айгуль Шайхутдинова, Руководитель Управления структурирования и сопровождения деятельности

на рынке ценных бумаг (7 495) 777-10 20 доб. 70-47-42