



22 сентября 2016 г.

ОБЛИГАЦИИ ГРУППЫ ЛСР: НАЧИНАЕМ СТРОИТЬ ЗАНОВО

Параметры выпуска Группа ЛСР, 001P-01

Эмитент	Группа ЛСР
Рейтинг (S&P/M/F)	-/B1/B
Дата book-building	26.09.2016
Размещение	28.09.2016
Планируемый объем	5 млрд руб.
Номинал	1000 руб.
Срок обращения	5 лет
Амортизация	по 20% в даты выплаты 12, 14, 16, 18 и 20-го купонов
Дюрация	3,27-3,24 г.
Купонный период	3 мес.
Ориентир ставки купона	11,0-11,5%
Ориентир доходности	11,46-12,01% соответствует
Ломбардный список ЦБ	требованиям включения
Ожидаемый листинг	первый уровень

Группа ЛСР (Группа) планирует 26 сентября провести сбор заявок инвесторов на 5-летние облигации серии 001P-01 объемом 5 млрд рублей. Ориентир ставки купона установлен в размере 11,0-11,5% годовых, что соответствует доходности к погашению 11,46-12,01% годовых. По облигациям предусмотрены ежеквартальные купоны, процентная ставка определяется на весь период обращения бумаг. Новый выпуск ЛСР предлагает премию к суверенной кривой 300-360 б.п., а к облигациям ЛенспецСМУ порядка 75-110 б.п., что в обоих случаях, на наш взгляд, выглядит завышено. Принимая во внимание схожие кредитные профили этих двух эмитентов при значительно большем масштабе бизнеса ЛСР, считаем, что наличие премии неоправданно. Спред нового выпуска ЛСР к ОФЗ в 230 б.п. полагаем достаточным, что на данный момент соответствует доходности 10,7% годовых (купон – 10,3%).

СИЛЬНЫЕ СТОРОНЫ И ПРЕИМУЩЕСТВА

Ведущие рыночные позиции Группа ЛСР - один из ведущих девелоперов и производителей стройматериалов в России. Компания реализует проекты жилой недвижимости в Санкт-Петербурге, Москве и Екатеринбурге. Земельный банк Группы превышает 9 млн кв. м. (оценен на 31.12.2015г. в 136 млрд руб.).

Публичность. Мажоритарным акционером с долей 61% является А. Молчанов, в свободном обращении 32% акций. Рыночная капитализация Группы ЛСР на 22.09.2016 составляет порядка 90 млрд руб.

Рейтинг. Агентство Moody's в августе 2016 г. повысило Группе ЛСР кредитный рейтинг до «B1» со «стабильным» прогнозом, отметив способность Группы «справляться с отраслевыми циклами, сохраняя достаточно хорошие операционные и финансовые показатели». Fitch в декабре 2015г. повысило прогноз по рейтингу до «стабильного», подтвердив его на уровне «B».

Финансовые и кредитные метрики. Финансовый профиль Группы ЛСР, несмотря на снижение маржинальности, выглядит устойчивым. Выручка компании по итогам 1П2016 г. составила 31,6 млрд руб. (+10% г-к-г), показатель EBITDA – 4,5 млрд руб. (-22%), рентабельность по EBITDA – 14% (-6 п.п.), денежный поток от операционной деятельности положительный - 3,0 млрд руб. против (-3,6) млрд руб. годом ранее. Менеджмент Группы ожидает, что по итогам 2016 г. компании удастся сохранить выручку и EBITDA на уровнях не ниже 2015 г. (86,8 млрд руб. и 18,6 млрд руб. по итогам 2015г. соответственно) в результате более удачной конъюнктуры, наблюдаемой на рынке недвижимости, начиная со 2 квартала текущего года. Кредитный профиль Группы ЛСР является одним из наиболее сильных среди публичных компаний. На 30.06.2016 г. общий долг составил 43,9 млрд. руб. (+33% к началу 2016 г.) с преобладанием долгосрочных займов (доля 61%). Весь долг рублевый. Основную часть портфеля (99%) составляли банковские кредиты и займы, на облигации приходилось менее 1%. Однако, в планах Группы довести долю облигаций в портфеле до 30%. Запас ликвидности достаточный: денежные средства на балансе в 1,5 раза превышали краткосрочную задолженность по займам, дополнительно имеются свободные неиспользованные лимиты в банках в размере 10,4 млрд руб. Соотношение ND/EBITDA на 30.06.2016г. составило 1,09х против 0,68х на 31.12.2015 г., что является комфортным уровнем для эмитента.

Основные финансовые показатели Группы ЛСР в 2011-2015 гг.

	2011	2012	2013	2014	2015
Выручка, млрд руб.	51,9	61,1	60,2	92,3	86,8
ЕБИТДА, млрд руб.	10,1	13,4	11,7	21,6	18,6
Рентабельность	20%	22%	19%	23%	21%
Чистая прибыль, млрд руб.	10,6	9,2	3,3	4,9	2,4
Долг, млрд руб.	38,9	39,5	34,1	27,4	33,0
доля краткосрочного долга	7,2%	13,9%	23,2%	31,8%	33,7%
ND/ЕБИТДА, х	3,3х	2,7х	2,4х	0,1х	0,68х
Денежный поток от операционной деятельности, млрд руб.	7,7	5,2	14,2	22,3	(-8,3)

Источник: данные эмитента

СЛАБЫЕ СТОРОНЫ И РИСКИ

Стагнирующий рынок. Основные риски мы видим в стремлении Группы наращивать земельный банк на фоне отсутствия очевидных предпосылок для существенного роста рынка недвижимости на перспективу ближайших нескольких лет. Средства, полученные от размещения нового выпуска облигаций, частично будут направлены на эти цели.

Рост доли краткосрочного долга. В последние годы временная структура долга смещалась в сторону краткосрочных кредитов и займов (в 2011г. – 7,2%, на 30.06.2016 г. – 33%). В ходе встречи с инвесторами менеджмент Группы озвучил планы снизить долю краткосрочного долга до 20%. Пик погашения долга приходится на 2017 г. – 17,8 млрд руб., из которых большая часть (10 млрд руб.) обеспечена остатками на депозитных счетах.

ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ ВЫПУСКА

Собственная кривая Группы ЛСР неинформативна, так как в результате оферт выпуски серий 03 и 04, размещенные в 2012 году, были почти полностью выкуплены с рынка. Новый ЛСР, 001P-01 является первым выпуском компании, размещаемым в рамках программы облигаций общим размером 100 млрд руб. В целях позиционирования нового выпуска ближайшим аналогом Группы ЛСР может выступать входящая в Etalon Group Ltd. ГК «ЛенСпецСМУ» (В+/-/-), на локальном рынке представленная двумя выпусками облигаций ЛенССМУ,02 (дюрация – 0,7 г., УТМ – 10,7%) и ЛнССМУ, Б1P1 (дюрация – 2,8 г., УТМ – 10,9%). Новый выпуск ЛСР предлагает премию к суверенной кривой в размере 300-360 б.п., а к облигациям ЛенСпецСМУ порядка 75-110 б.п. что в обоих случаях, на наш взгляд, выглядит завышено. Принимая во внимание схожие кредитные профили ЛенСпецСМУ и ЛСР и значительно больший масштаб бизнеса последнего, считаем, что наличие премии неоправданно. Спред нового выпуска ЛСР к ОФЗ в 230 б.п. полагаем достаточным, что на данный момент соответствует доходности 10,7% годовых (купон – 10,3%). Участие в размещении выглядит интересно на всем маркируемом диапазоне купона.

БК «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр "Конкорд"
Многоканальный телефон: (495) 777 29 64
Факс: (495) 7772964 доб. 234
www.region.ru

REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК
Владислав Владимирский (доб. 268, vlad@region.ru)
Дарья Грищенко (доб.185, grischenko@region.ru)
Екатерина Шилаева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)
Татьяна Тетеркина (доб. 112 , Teterkina@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ
Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)
Юлия Гапон (доб. 294, gapon@region.ru)

Группа компаний «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр «Конкорд»
Многоканальный телефон: (+7 495) 777 29 64 Факс: (+7 495) 7772964 доб. 234
www.region.ru REUTERS: REGION BLOOMBERG: RGNM

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.