

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Монитор первичного рынка

Группа ЛСР размещает третий выпуск облигаций объемом 3 млрд. руб. Накануне размещения у инвесторов появился шанс по-новому взглянуть на компанию: Группа опубликовала отчетность по МСФО за 2005 – 2006 гг., заверенную KPMG, а также получила довольно высокий кредитный рейтинг от международного агентства – «В1» от Moody's. В пользу эмитента говорят внушительные масштабы бизнеса, а также диверсифицированная структура выручки. В то же время, «слабыми местами» являются довольно умеренная по отраслевым меркам рентабельность и высокая на фоне аналогов долговая нагрузка, перспективы снижения которой зависят от реализации планов по IPO. В целом, мы оцениваем диапазон справедливой доходности на уровне **9.1% - 9.3% к двухлетней оферте**. (Подробнее стр.2)

| | |
|-----------------|---|
| ЛСР-Инвест-2 | 2 |
| Стройтрансгаз-2 | 3 |

Стройтрансгаз размещает второй облигационный заем в объеме 5 млрд. руб. с пятилетней дюрацией. Компания входит в лидирующую тройку по объему выручки на российском рынке инфраструктурного строительства в нефтегазовой отрасли. С позитивной стороны помимо масштаба бизнеса можно отметить значительную диверсификацию выручки по сравнению с 2005 г., наличие опыта работы на высокорентабельных проектах «под ключ» в формате EPC и сохраняющуюся аффилированность с Газпромом. К негативным аспектам мы относим отсутствие отчетности по МСФО, сложную организационную структуру и рост долговой нагрузки по итогам текущего года. Диапазон организатора по купону, соответствующий доходности **в 8.94-9.1% к погашению через пять лет** мы считаем справедливым. (Подробнее стр.3)

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

www.zenit.ru

Размещения текущей недели

| Дата | Эмитент | Сумма, млн.р. | Организатор | Оценки Банка ЗЕНИТ |
|--------|------------------------|---------------|---------------|--------------------|
| 19 июл | ЛСР-Инвест-2 | 3 000 | Уралсиб | УТР 9.1% - 9.3% |
| 19 июл | Банк Россия /С-Пб/ | 1 500 | ВТБ | - |
| 19 июл | Моторостроитель-Финанс | 1 000 | ИГ Капитал | - |
| 19 июл | Липецкая обл-2 | 500 | Промсвязьбанк | - |
| 20 июл | Стройтрансгаз | 5 000 | Газпромбанк | УТМ 8.95% - 9.1% |

19 июля свой третий по счету выпуск разместит Группа ЛСР. Объем выпуска – 3 млрд. рублей, срок до погашения – 4 года с двухлетней офертой. Организаторы выпуска (Уралсиб, ABN Amro) ориентируют на купон 8.9%, что соответствует доходности к оферте 9.1% годовых.

Группа ЛСР - уже довольно известное имя на долговом рынке. В то же время, накануне размещения очередного выпуска у инвесторов появился шанс по-новому взглянуть на компанию: во-первых, Группа опубликовала отчетность по МСФО за 2005 – 2006 гг., заверенную KPMG. Во-вторых, ЛСР стала третьей компанией строительной отрасли на публичном рынке долга, получившей кредитный рейтинг от международного агентства – «В1» от Moody's. При этом, оценка оказалась на ступень выше, чем у двух других компаний, Миракс («В2» от Moody's) и ЛенСпецСМУ («В» от S&P).

Исходя из данных МСФО отчетности, консолидированная выручка Группы в прошлом году выросла почти на 70% до 776.6 млн. долл. С точки зрения бизнеса, ЛСР, в отличие от большинства сопоставимых аналогов на рынке, в большей степени является строительной компанией (22% продаж – услуги по строительству/генподряду) и производителем материалов (41.6% - стройматериалы, 17% - нерудные материалы), тогда как доля девелопмента составляет лишь 15.3%. Хотя меньшая доля девелопмента и ограничивает потенциальные выгоды от «растущего рынка» жилья, диверсифицированная структура выручки, на наш взгляд, делает компанию менее чувствительной к возможным колебаниям спроса на недвижимость и в перспективе способствует большей стабильности денежных потоков, что является безусловным плюсом с точки зрения кредитного качества.

Рентабельность EBITDA по итогам прошлого года составила около 19%, что выглядит заметно скромнее, чем аналогичный показатель московских компаний – Миракс (по предварительным оценкам 36%) и ПИК (30%), и, в то же время, сопоставимо с рентабельностью ЛенСпецСМУ (17%). При этом, наиболее эффективным стал сегмент нерудных материалов (щебень, песок), обеспечивший рентабельность (по операционной прибыли, по сегменту) на уровне 26.6%, а самой низкой нормой прибыли (9.2%) характеризовался сегмент общестроительных материалов, внесший наибольший вклад в выручку. Не очень высокая рентабельность по направлению «девелопмент» (12%), на наш взгляд, могла быть вызвана тем фактом, что в выручке были отражены введенные в строй объекты, продажи которых активно велись в 2004-2005 гг., когда питерский рынок недвижимости переживал падение спроса и цены на жилье практически не росли.

Стоит отметить, что сравнение результатов ЛСР с аналогами из строительной отрасли, имеющими МСФО отчетность, несколько затрудняется спецификой бизнеса – хотя ЛСР использует принцип признания доходов от продажи жилья «по факту передачи прав собственности» (как, например, ЛенСпецСМУ и ПИК), довольно небольшая доля девелопмента обуславливает тот факт, что существенная часть выручки отражает доходы, непосредственно полученные за отчетный период. В этом плане напрямую сравнивать по масштабам бизнеса ЛСР можно только с Миракс Групп (использует принцип зачисления доходов в выручку пропорционально проценту освоения), который, по предварительным оценкам, уступал по итогам 2006 года ЛСР с т.з. выручки. В любом случае, ЛСР – одна из крупнейших компаний отрасли, уступающая по масштабам лишь крупным московским игрокам (ПИК, СУ-155). В пользу этого говорит и довольно внушительный объем располагаемых участков под застройку, позволяющих, по оценкам менеджмента, возвести 5.5 млн. кв. м. недвижимости.

«Слабым местом» финансовой картины ЛСР представляется уровень долговой нагрузки, по которому ЛСР с показателем Debt/EBITDA на уровне 3.8 выглядит заметно хуже, чем

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

ЛСР-Инвест-2

Размещение: 19 июля 2007 г.

Объем: 3 млрд. руб.

Срок до погашения (оферты): 4 года (2 года)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, 2-4 приравниваются первому, остальные определяет эмитент

Доходность к погашению

(оферте): определяется на аукционе

Организатор: Уралсиб, АБН АМРО Банк

Миракс Групп (1.7, или 2.2 с учетом второго выпуска CLN в начале года), ЛенСпецСМУ (1.9) и ПИК (1.9). Размещаемый займ не приведет к существенному росту долгового бремени, т.к. большая часть (75%) пойдет на замещение имеющихся кредитов и займов. В то же время, для финансирования заявленной в размере 1.2 – 1.6 млрд. долл. США до 2010 года, могут потребоваться новые заемные средства, т.к. собственные источники, судя по прошлому году, довольно ограничены: операционный денежный поток в 2006 г. лишь немногим превысил 20 млн. долл.

Показатели крупных строительных компаний, имеющих МСФО отчетность:

| | ЛенСпецСМУ | ЛСР | Миракс Групп | ПИК |
|--------------------------------------|------------|--------|--------------|--------|
| Выручка, '05 (млн.долл.) | 195,6 | 462,6 | 163,3 | 769,2 |
| Выручка, '06 (млн.долл.) | 292,9 | 776,6 | 555,1 | 1596,8 |
| ЕБИТДА, '06 (млн.долл.) | 50,9 | 146,0 | 198,1 | 484,8 |
| Debt, '06 (млн.долл.) | 99,0 | 549,8 | 342,4 | 912,4 |
| Активы, '06 (млн.долл.) | 515,9 | 1471,3 | 1200,0 | 2493,4 |
| ЕБИТДА margin | 17% | 19% | 36% | 30% |
| Debt/ЕБИТДА | 1,9 | 3,8 | 1,7 | 1,9 |
| ЕБИТ/Interest paid | 5,3 | 2,6 | 7,9 | 9,4 |
| Текущ. портфель проектов, тыс. кв.м. | 1680 | 5500* | 5000 | 9756 |

Источник: Данные компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ. Данные по Миракс Групп за 2006 – предварительные.

* ЛСР: потенциальная площадь строительства на имеющихся участках под застройку

В то же время, мы не исключаем, что деньги на инвестиции будут привлечены из других источников: ранее в СМИ уже появлялась информация о планах ЛСР выйти на IPO к осени 2007 года, и удачное размещение ПИК на лондонской бирже должно было только добавить компании уверенности в этом направлении. С учетом величины кредитного портфеля на 01.05.07 и целей использования привлекаемых от займа средств, после выпуска облигаций объем долга вырастет по сравнению с началом года на 13% до 623 млн. долл. Учитывая результаты прошлого года, можно ожидать, что рост денежных потоков будет более существенным: если сделка IPO состоится в этом году, и потребности в новых займах до конца года не будет, соотношение Debt/ЕБИТДА должно опуститься в более «комфортную» зону.

Из числа обращающихся выпусков строителей на отрезке дюрации около 2 лет ориентиром для ЛСР-3 выступает второй выпуск Миракс Групп (УТМ 8.83%, дюрация 710 дней). Мы полагаем, что выпуск ЛСР, несмотря на более высокий кредитный рейтинг и более существенный объем продаж в прошлом году, а также более диверсифицированную структуру выручки, должен размещаться с небольшой премией к Миракс-2 – главным образом за счет более высокой в относительном выражении долговой нагрузки. При этом, эта премия, скорее всего, исчезнет, если реализуется «фактор IPO». Учитывая также небольшую премию за первичное размещение, мы видим диапазон справедливой доходности на уровне 9.1% - 9.3%.

На 20 июля намечено размещение второго выпуска одной из крупнейших строительного-инжиниринговых компаний на рынке РФ, Стройтрансгаз, в объеме 5 млрд. руб. на пять лет без опфтеры. Прогноз организатора по ставке первого купона составляет 8.75%-8.9%, что соответствует доходности в 8.94%-9.1% к погашению. 80% средств планируется направить на рефинансирование текущей задолженности, удлинив кредитный портфель, а оставшиеся 20% - на финансирование текущей деятельности.

На российском рынке компания является одним из крупнейших игроков и входит в лидирующую тройку по объему выручки (46 млрд. руб.). Следует отметить, что среди российских конкурентов Стройтрансгаз единственный, имеющий опыт работы на международных проектах. По международным меркам компания пока невелика и занимает 12 позицию среди крупнейших инфраструктурных компаний мира. На развитых западных рынках компания пока не может составить конкуренцию крупнейшим корпорациям, поэтому делается акцент на развивающиеся и «политически нестабильные» рынки средиземноморского бассейна и Северной Африки. Закрепление позиций на этих рынках в настоящее время должно повысить конкурентоспособность компании в будущем, когда на них придут крупнейшие международные игроки. Доля зарубежных контрактов в выручке составляет около 30% (против 5% в 2003 г.) и в дальнейшем планируется ее поддержание на этом уровне.

Основные конкуренты на рынке инфраструктурного строительства в нефтегазовой сфере – Глобалстройинжиниринг (аффилированная структура ЛУКОЙЛа), Старстрой и Газпромстройинжиниринг. Доля компании на этом рынке составляет порядка 5-6%. Основными заказчиками на рынке выступают Газпром (30%), крупнейшие нефтегазо-

Мария Сулима
m.sulima@zenit.ru

Стройтрансгаз-2

Размещение: 20 июля 2007

Объем: 5 млрд. руб.

Срок до погашения (опфтеры): 5 лет (-)

Купон: полугодовой, ставка 1 купона устанавливается на аукционе, остальные приравниваются к первому

Доходность к погашению (опфтеры): определяется на аукционе

Организатор: Газпромбанк, Тройка Диалог

вые компании и нефтетранспортная монополия, Транснефть. Пока доля международных строительных компаний, предоставляющих весь комплекс услуг (от проектирования до строительства), невелика, поскольку основной спрос со стороны заказчиков существует на услуги генерального подряда (т.е. строительно-монтажные работы). Тем не менее, в будущем спрос, скорее всего, будет постепенно смещаться в сторону предоставления полного спектра услуг (EPC – инжиниринг, снабжение и строительство) и здесь Стройтрансгаз имеет преимущества перед российскими конкурентами, а именно, опыт работы на международных проектах EPC.

На рынке энергетического строительства опять же ключевыми конкурентным преимуществом Стройтрансгаза перед отечественными игроками является опыт предоставления услуг на условиях EPC, которые на данном рынке значительно более востребованы по сравнению с рынком нефтегазового строительства. Наряду с российскими компаниями основными конкурентами на этом рынке являются турецкая компания – Gamta, французская – Альстом, а также ожидается приход китайских и корейских строителей. Тем не менее, «слабая» сторона Стройтрансгаза - весьма небольшой опыт реализации строительных энергетических проектов (лишь 4% в выручке за 2007Г), тогда как 96% приходится на нефтегазовые инфраструктурные проекты. Однако у компании существует объективная возможность и потенциал увеличить присутствие на этом рынке ввиду озвученных масштабных планов РАО ЕЭС России по вводу в эксплуатацию генерирующих мощностей в объеме около 40 ГВт до 2011 г. (т.е. увеличение мощностей с текущего уровня на 20%) на фоне небольшого количества строительно-монтажных предприятий, способных обеспечить возведение 20% запланированных к возведению мощностей.

По сравнению с 2005 г., когда размещался первый трехлетний заем на 3 млрд. руб., компания сделала значительный шаг вперед в части диверсификации бизнеса и выручки. Если в момент размещения первого займа зависимость от заказов Газпрома была практически тотальной (70% в выручке), то по прогнозам на текущий год картина иная: хотя зависимость от газового монополиста по-прежнему велика - 25%, на зарубежные подряды приходится 30%, нефтегазовые компании - 41%, энергетику - 4%. В дальнейшем, мы полагаем, будет постепенно увеличиваться доля «энергетических проектов» (прогноз к 2010 г. – 26%) преимущественно за счет сокращения доли заказов Газпрома, что параллельно может способствовать поддержанию рентабельности деятельности (стандарт EPC, по сути, предоставляет собой создание «цепочки добавленной стоимости»).

Другим моментом, связанным с «сокращением» аффилированности с Газпромом является продажа последним блокирующего пакета акций Стройтрансгаза летом прошлого года. Однако хотя конечных бенефициаров компания не раскрывает, тем не менее, присутствие четырех директоров – представителей Газпрома и Газпромбанка в СД Стройтрансгаза напрямую указывает, что компания по-прежнему « в тесной связке» с газовым монополистом, что, в принципе, выгодно обоим, обеспечивая заказчику контроль себестоимости, а исполнителю – гарантированный поток заказов и возможные преимущества при проведении тендеров.

К негативным моментам, характеризующим эмитента, на наш взгляд, относятся (помимо отсутствия информации о собственниках), отсутствие аудированной отчетности по международным стандартам и громоздкую организационную структуру, объединяющую порядка 30 юриц. Кроме того, к рискам мы относим значительные потребности в финансировании оборотного капитала особенно на начальных этапах реализации проектов, что обусловлено спецификой деятельности (в северных условиях): на начальных этапах большинства проектов требуется опережающая закупка материалов, составляющая до 50% от необходимого объема. Таким образом, увеличение объема заказов приводит с одной стороны к росту выручки, с другой – к росту долговой нагрузки, идущей на финансирование текущей деятельности. Именно по этой причине на текущий год прогнозируется пиковое значение Долг/ЕБИТДА в 5.0х без учета лизинга и 4.0х с учетом на фоне совокупных инвестиций в 3.9 млрд. руб. (рост в 4.5 раза по сравнению с 2006 г.). Однако, начиная с 2008 г., ожидается постепенное снижение показателя и доведение до 2.0х. к 2012 г., что в в большей степени будет обусловлено ростом потоков от вышедших на запланированные фазы проектов, реализованных в 2007-2008 гг.. В итоге к 2012 г. компания прогнозирует 63.6% рост выручки с ожидаемого в 2007 г. уровня в 37.5 млрд. руб., при параллельном снижении долговой нагрузки на 34% до 9.9 млрд. руб. с 15 млрд. руб. в текущем году.

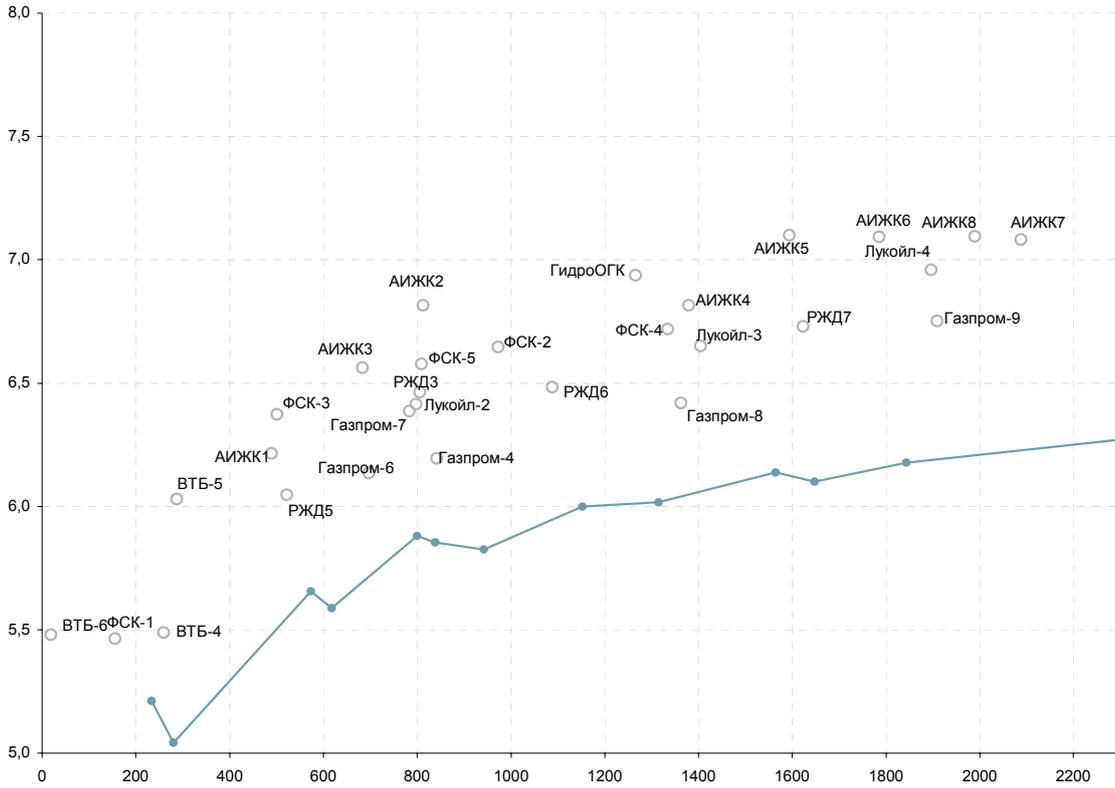
| млн. руб. | 2005 | 2006 | 2007П |
|--------------------------|--------|--------|--------|
| Выручка | 23 380 | 45 923 | 37 524 |
| ЕБИТДА | 2 090 | 2 854 | 3 732 |
| Чистая прибыль | 319 | 669 | 205 |
| Рентабельность ЕБИТДА, % | 8,9% | 6,2% | 9,9% |
| Чистая рентабельность, % | 1,4% | 1,5% | 0,5% |
| Долг | 11 987 | 11 782 | 14 997 |
| Долг/ЕБИТДА | 5,7 | 4,1 | 4,0 |

Источник: данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

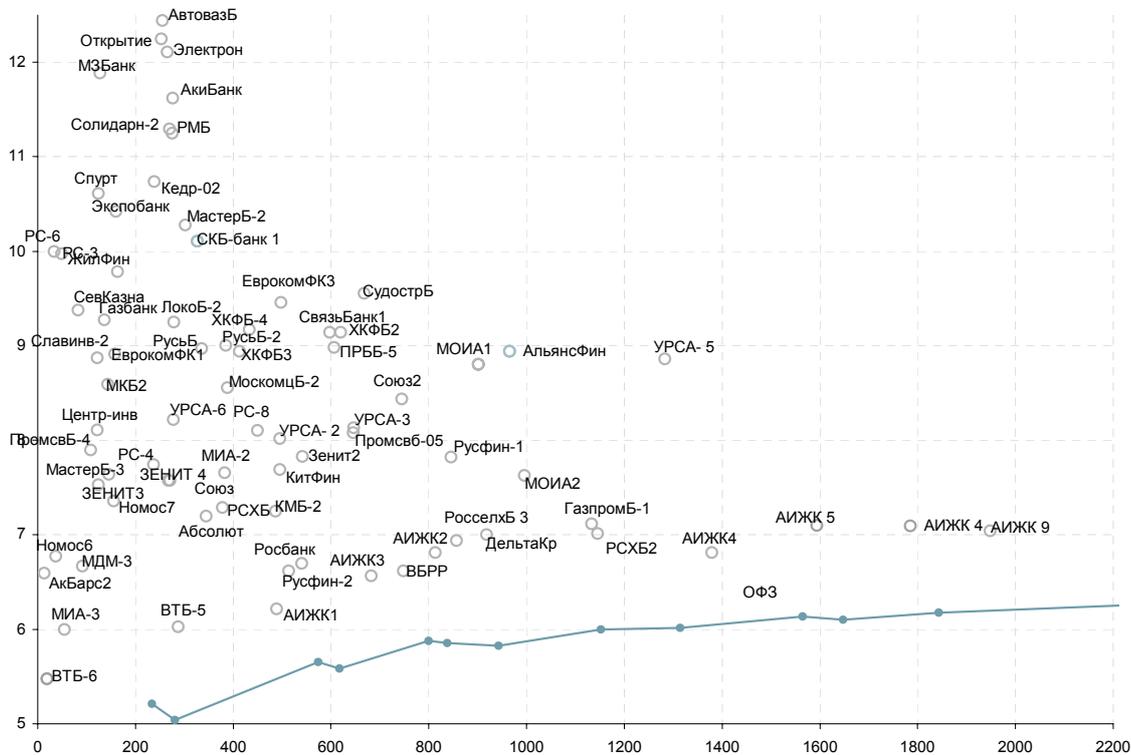
По сравнению с ближайшим аналогом Интегрой (нефтесервисные услуги и буровое оборудование) Стройтрансгаз отличается значительно большим объемом бизнеса (46 млрд. руб. ~\$1.7 млрд.), превышающим в три раза показатель конкурента (\$547 млн.). Рентабельность ЕБИТДА Стройтрансгаза более чем в два раза ниже – 6.2% против 14%. В отношении долговой нагрузки, если по итогам 2006 г. Долг/ЕБИТДА Интегры (7.4x) превышал аналогичный показатель Стройтрансгаза, то по итогам текущего года, учитывая IPO Интегры, и масштабные инвестиции Стройтрансгаза, ситуация изменится в обратную сторону. При объеме заказов Интегры на 2007 г. в \$1.2 млрд., сохранении текущего уровня рентабельности и прогнозных инвестициях порядка \$200 млн., а также потребностях в финансировании оборотного капитала Долг/ЕБИТДА можно оценить на уровне 2.5-3.0x на конец года, тогда как у Стройтрансгаза этот показатель выше. Кроме того, в пользу Интегры мы отмечаем наличие консолидированной отчетности по МСФО и недавнее IPO, тогда как в пользу Стройтрансгаза – гарантированный хотя и сокращающийся поток заказов от Газпрома. Текущая доходность Интегры – 9.11% (спрэд к ОФЗ 320 б.п.). На наш взгляд, из-за большего масштаба бизнеса спрэд Стройтрансгаза должен быть на 50-40 б.п. уже спрэда Интегры. Таким образом, спрэд к ОФЗ мы видим на уровне 270-280 б.п., а с учетом более длинной дюрации закладываем еще порядка 10-15 б.п., что соответствует справедливой доходности 8.95-9.1% к погашению через пять лет и прогнозам организатора.

Отраслевые кривые доходностей корпоративных облигаций

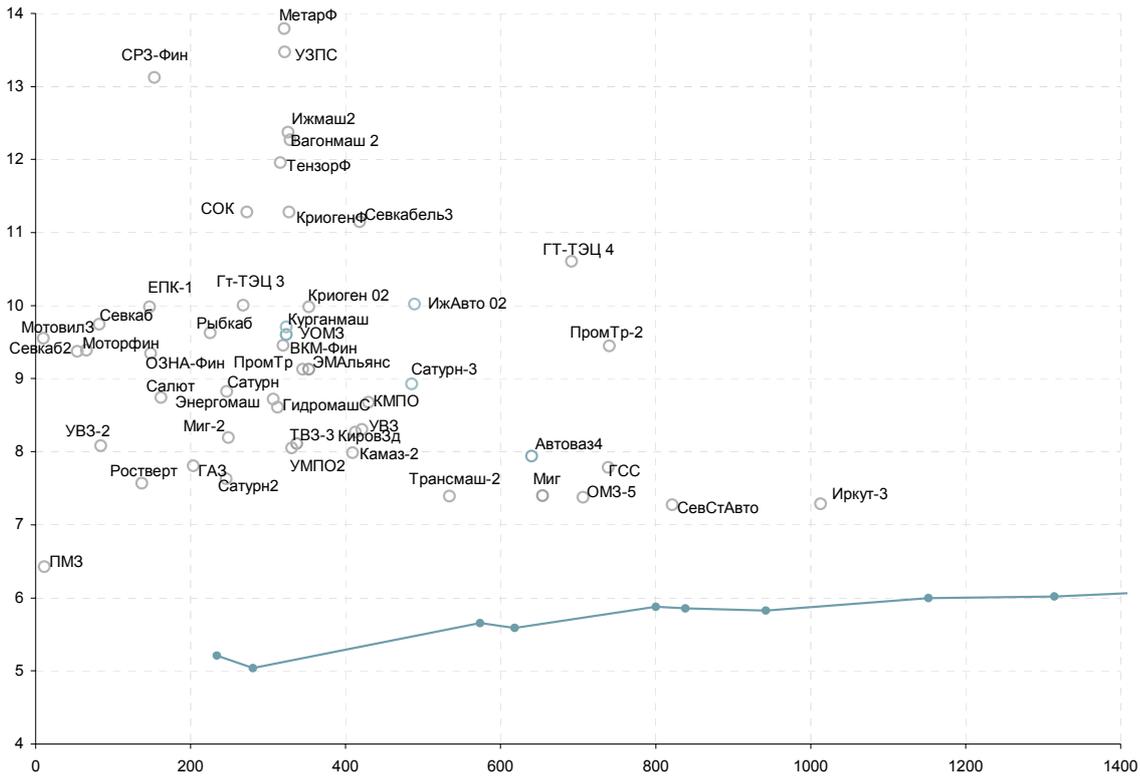
Blue chips



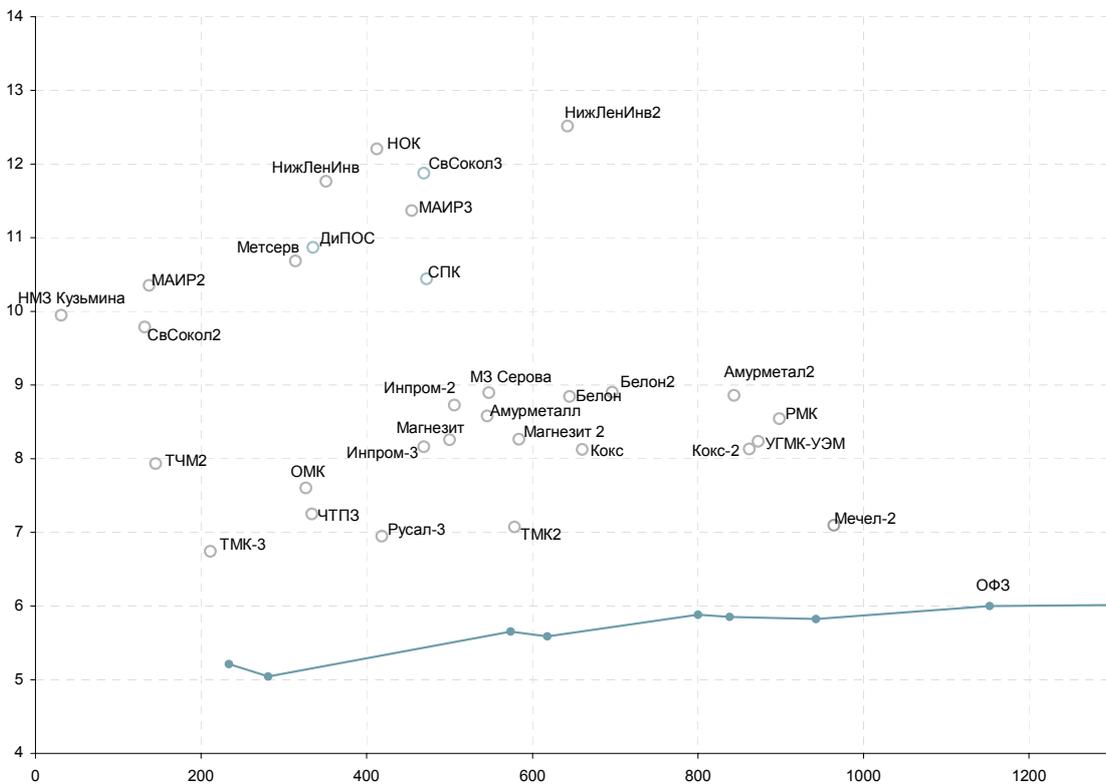
Банки, финансовые услуги



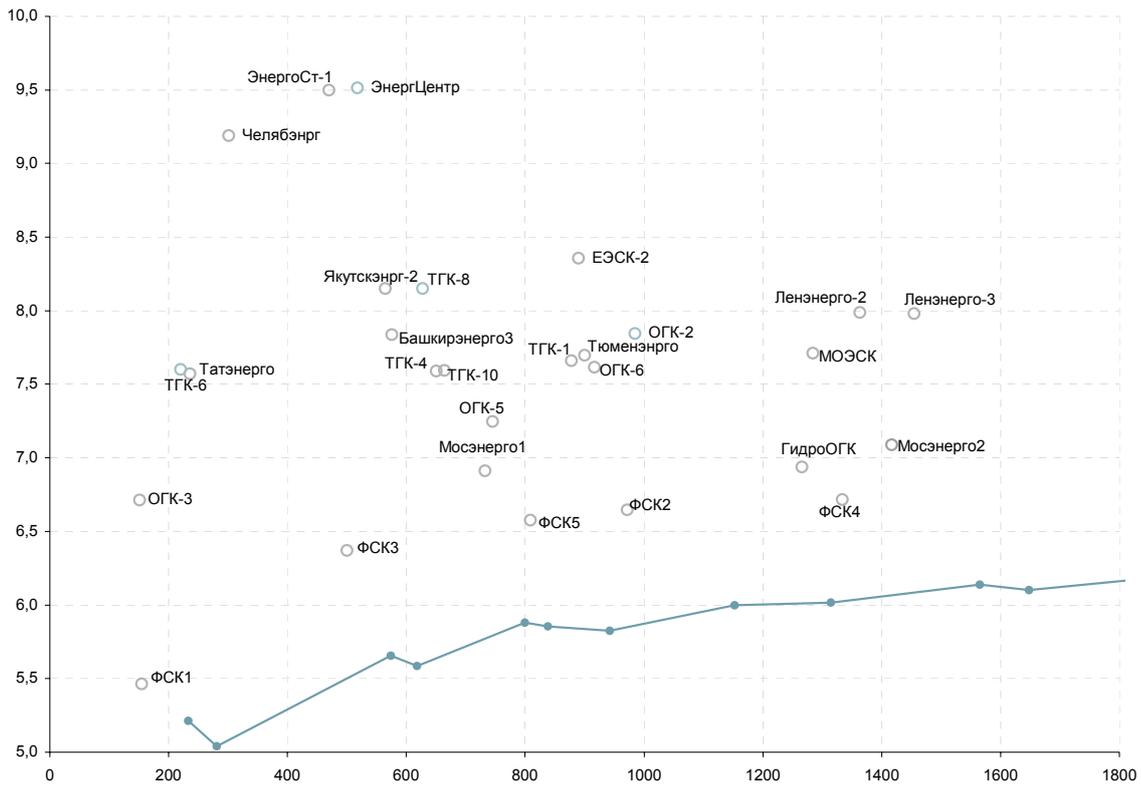
Машиностроение



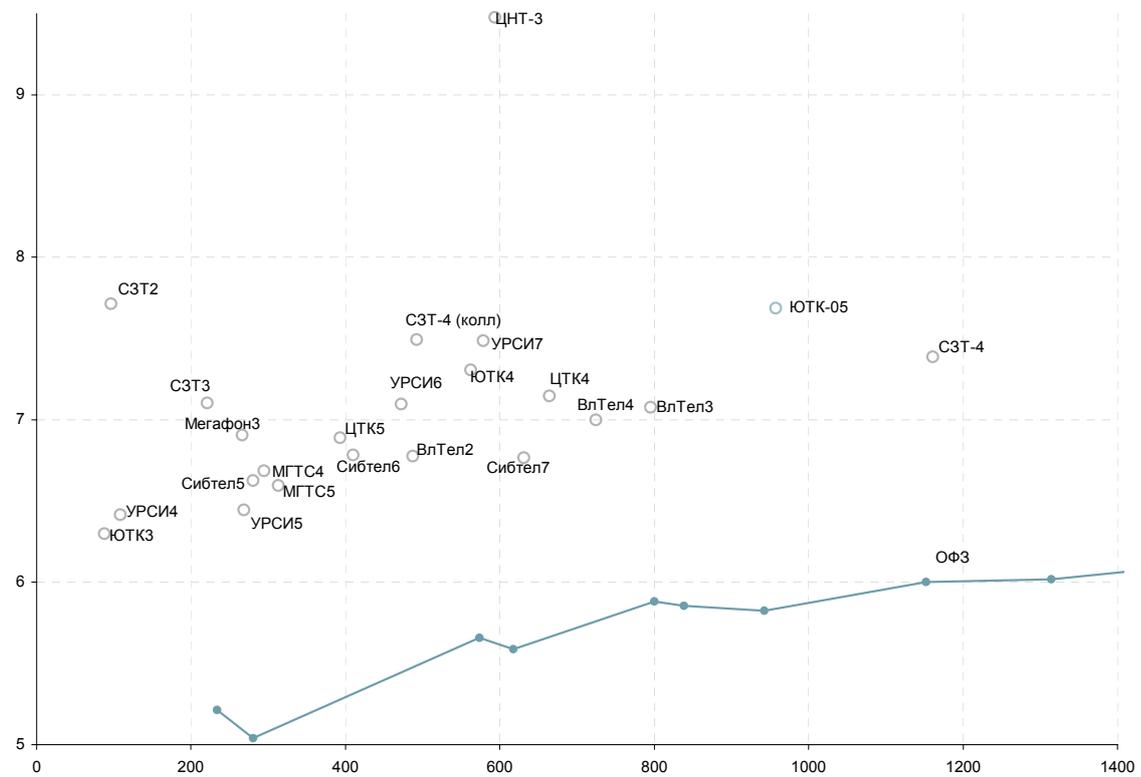
Металлургическая, добывающая, трубная промышленность



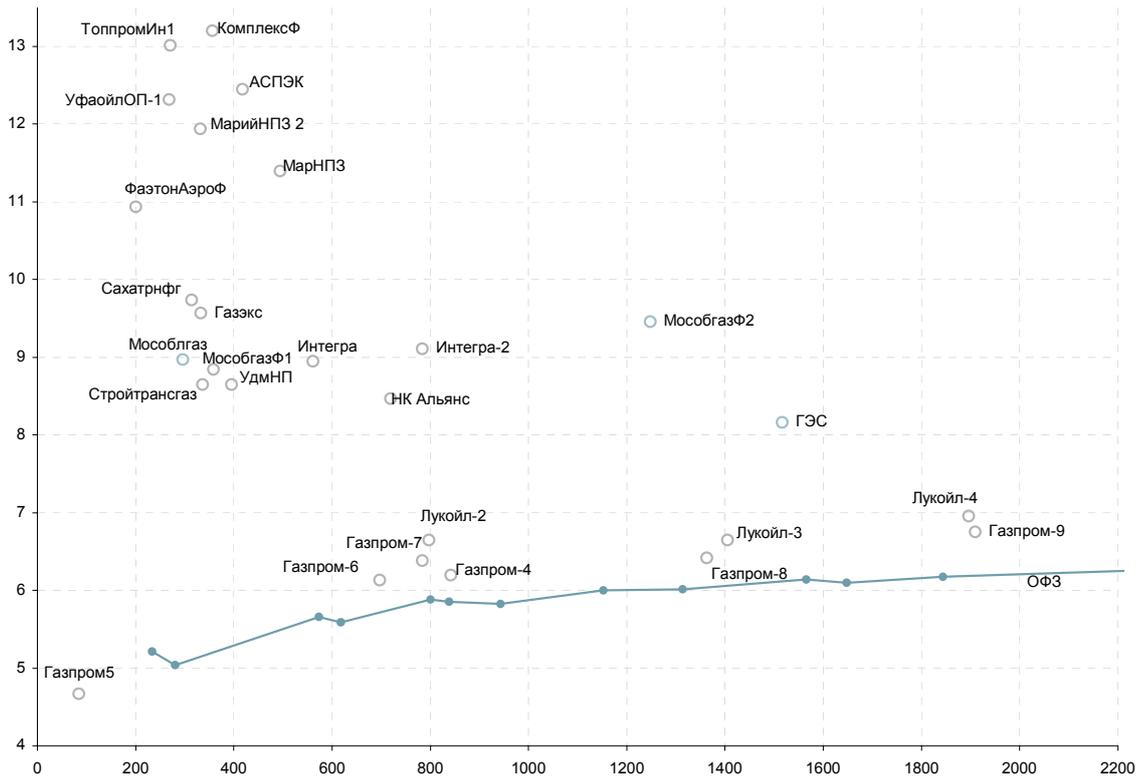
Энергетика



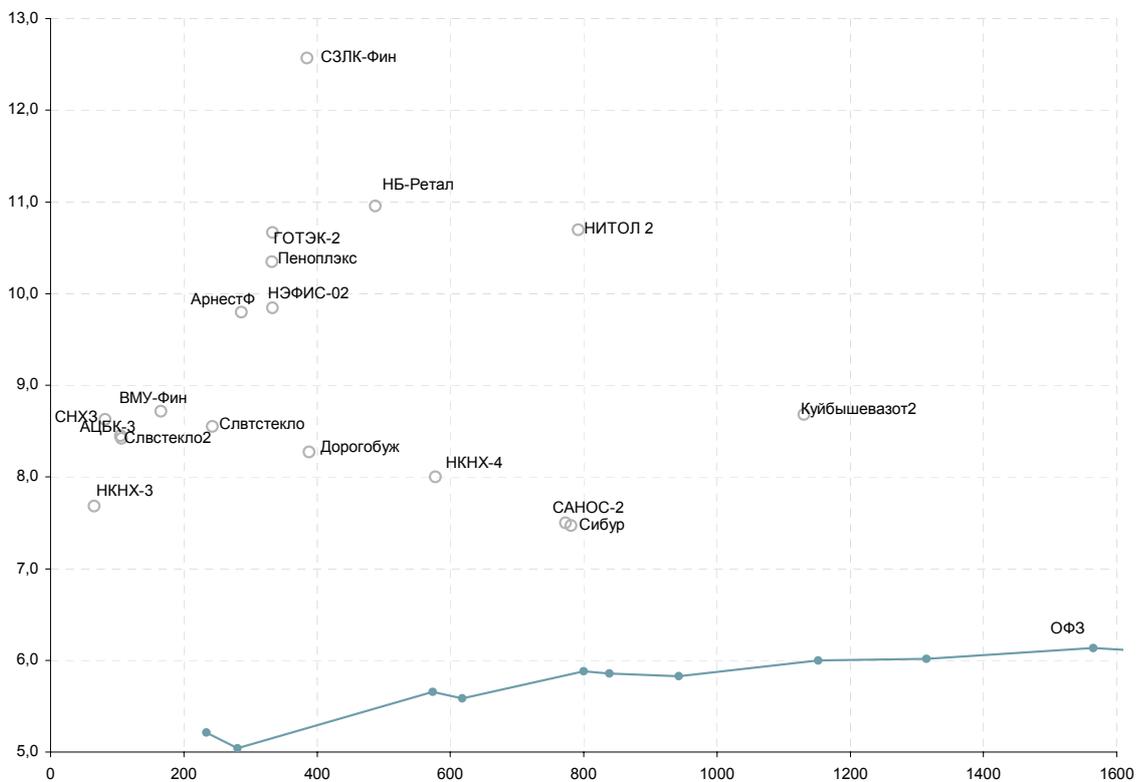
Телекомы



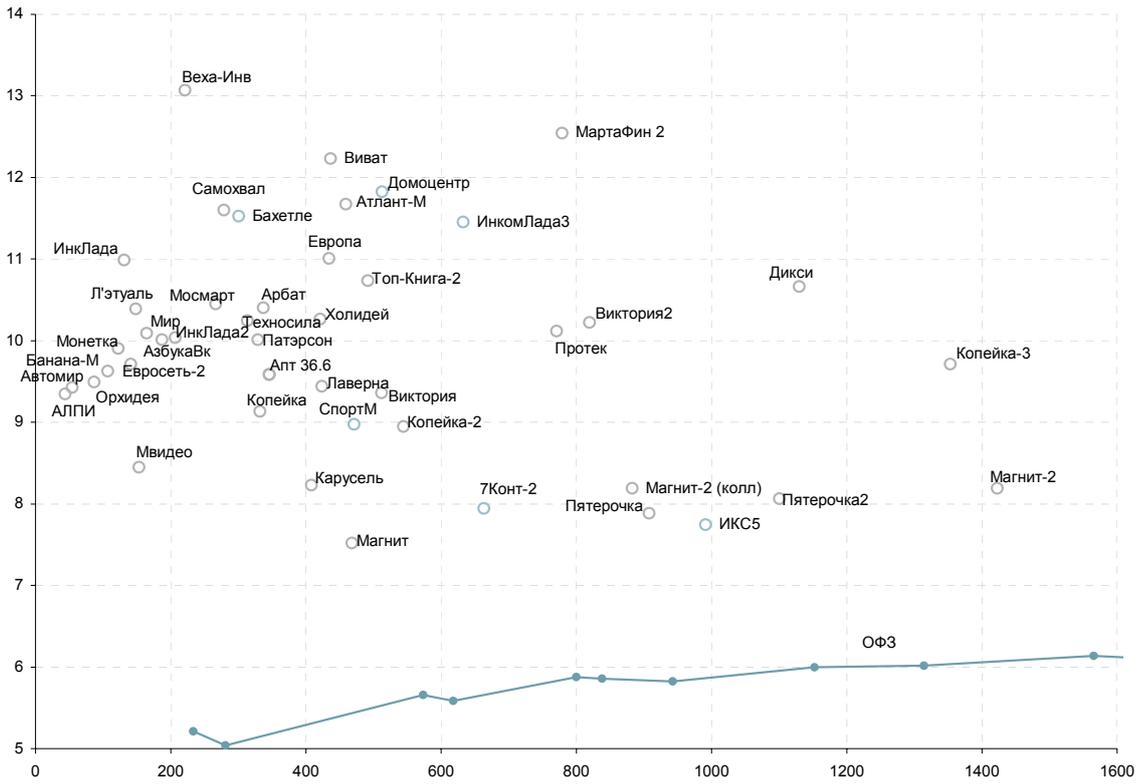
Нефтегазовая отрасль



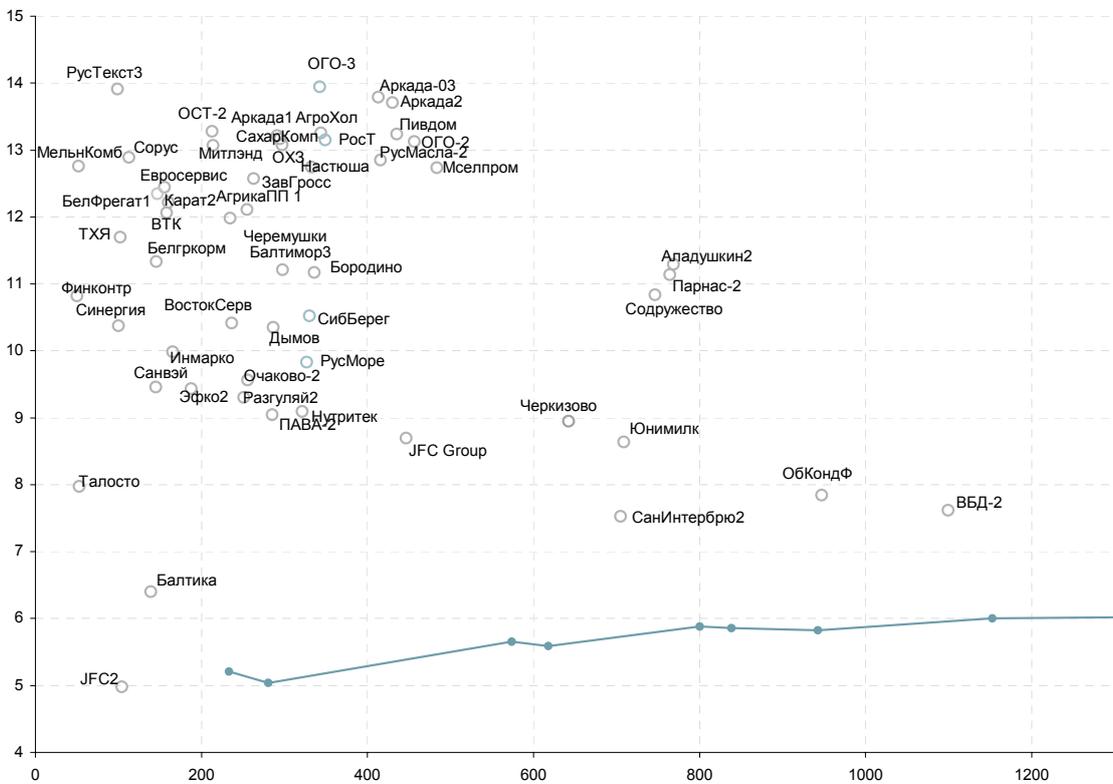
Химия и ЛПК



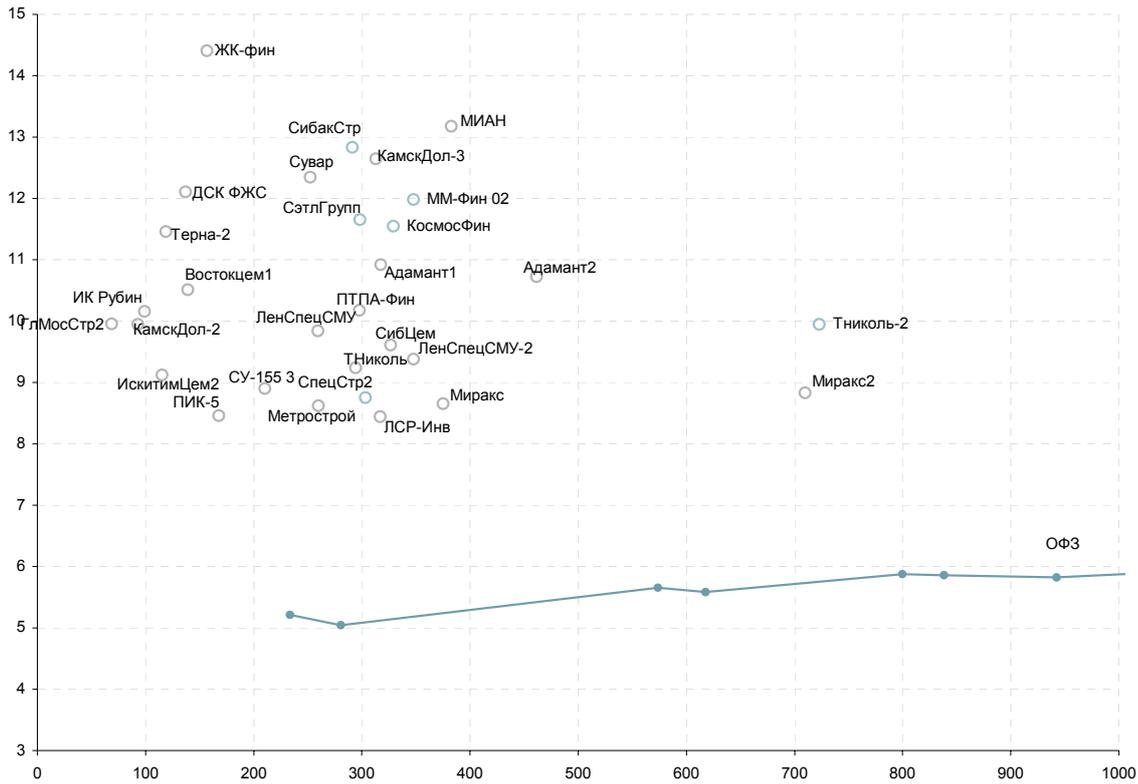
Ритейл



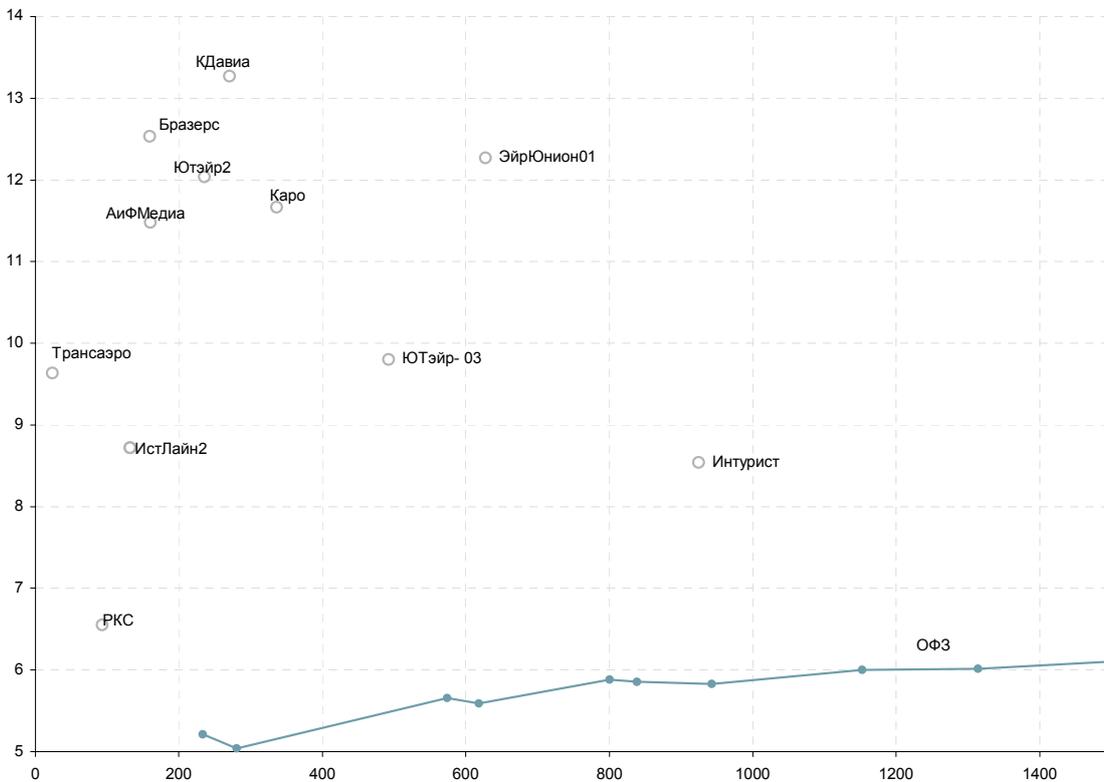
Пищевая промышленность и АПК



Строительство



Услуги



Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

| | | |
|---|---------------------|--|
| Начальник Департамента | Роман Пивков | roman.pivkov@zenit.ru |
| Зам. Начальника Департамента | Кирилл Копелович | kopelovich@zenit.ru |
| Управление продаж | | sales@zenit.ru |
| Начальник управления | Константин Поспелов | konstantin.pospelov@zenit.ru |
| Зам. начальника | Алексей Третьяков | a.tretyakov@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Роман Попов | r.popov@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Дмитрий Елисеев | d.eliseev@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Алексей Баранчиков | a.baranchikov@zenit.ru |
| Валютные облигации | Светлана Агиевец | s.agievets@zenit.ru |
| Аналитическое управление | Акции | research@zenit.ru |
| | Облигации | firesearch@zenit.ru |
| Рублевые облигации | Яков Яковлев | y.yakovlev@zenit.ru |
| Анализ кредитных рисков | Ольга Ефремова | o.efremova@zenit.ru |
| Анализ кредитных рисков | Наталья Толстошеина | n.tolstosheina@zenit.ru |
| Анализ кредитных рисков | Мария Сулима | m.sulima@zenit.ru |
| Анализ кредитных рисков | Даниил Иванов | daniil.ivanov@zenit.ru |
| Акции | Игорь Нуждин | i.nujdin@zenit.ru |
| Акции | Дмитрий Лукашов | d.lukashov@zenit.ru |
| Управление доверительного управления активами | | |
| Начальник управления | Сергей Матюшин | s.matyushin@zenit.ru |
| Брокерское обслуживание | Ирина Киреева | i.kireeva@zenit.ru |
| Брокерское обслуживание | Тимур Мухаметшин | t.mukhametshin@zenit.ru |
| Управление организации долгового финансирования | | ibcm@zenit.ru |
| Начальник управления | Валерий Голованов | v.golovanov@zenit.ru |
| Рублевые инструменты | Алексей Балашов | a.balashov@zenit.ru |
| Валютные инструменты | Антон Литвяков | a.litvyakov@zenit.ru |

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.