

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

СУ-155: портрет эмитента

- СУ-155 – вертикально-интегрированный холдинг, входящий в тройку крупнейших строительных компаний России. В 2005 году на долю компании пришлось порядка 20% московского рынка: только в московском регионе было построено более 1 млн.кв.м., что обеспечило объем продаж на уровне 29 млрд. рублей. Основные акционеры – менеджмент компании.
- Динамика цен на рынке московской недвижимости поддерживает рост доходов строительных компаний: с августа 2005 по май 2006 года индекс стоимости жилья, рассчитываемый агентством IRN, вырос на 69% до \$3279 кв.м. благодаря ограниченности предложения и высокому спросу, являющимся следствием роста доходов населения на фоне позитивной макроэкономической конъюнктуры. Несмотря на замедление темпов в последние месяцы в связи с постепенным приближением рынка к точке равновесия, мы не ожидаем в дальнейшем заметного падения цен, поскольку рост предложения за счет фиксации прибыли в инвестиционных объектах будет абсорбироваться отложенным спросом.
- На наш взгляд, основные риски, которые потенциально несут инвесторы в связи с недостатком прозрачности строительных компаний, связаны, прежде всего, с «размыванием» генерируемых денежных потоков в рамках Группы. В этом плане позитивным моментом для СУ-155, компенсирующим сложную структуру, является наличие головной компании ЗАО «СУ-155», являющейся центром генерации денежных потоков.
- Учитывая общую ситуацию в отрасли (дефицит свободных площадок), ключевым фактором, определяющим финансовую устойчивость, будет портфель заказов. На данное время объем заказов СУ-155 составляет порядка 12.6 млн. кв.м., что должно обеспечить полную загрузку компании проектами как минимум на ближайшие пять лет. При этом около 30% заказов приходится на региональные рынки, что позволяет судить о хорошей географической диверсификации портфеля.
- Наиболее подходящими аналогами с точки зрения структурных рисков для СУ-155 являются компании Главмосстрой и ПИК. При сопоставимых объемах строительства СУ-155 отличается от ГМС и ПИКа большими объемами отражаемой официально выручки, а также более умеренной долговой нагрузкой.

СУ-155 – вертикально-интегрированный холдинг, входящий в тройку крупнейших строительных компаний России. В 2005 году на долю компании пришлось порядка 20% рынка московского рынка: было построено более 1 млн.кв.м., что обеспечило объем продаж на уровне 29 млрд. рублей. Основные акционеры – менеджмент компании.

Структура холдинга: большое количество предприятий – традиционная проблема в оценке строителей,...

Учитывая существенные объемы бизнеса, строительные компании пытаются замкнуть на себе полный комплекс работ, и СУ-155 здесь не является исключением: в состав группы входит порядка 120 самостоятельных предприятий. Вертикальная структура холдинга позволяет обеспечивать весь строительный цикл, начиная с подбора площадки под строительство объекта и обеспечения строительными материалами, заканчивая реализацией квартир и обслуживанием коммунальной инфраструктуры.

Хотя данный факт обуславливает сложную корпоративную структуру, независимость от поставщиков и смежников повышает эффективность строительного процесса и обеспечивает необходимый в условиях существенного роста цен на стройматериалы контроль над издержками. В состав "СУ 155" входят кирпичные и железобетонные заводы, щебеночные карьеры, деревообрабатывающий комбинат, железнодорожная транспортная компания, цех по производству оконных профилей из алюминия и ПВХ и ряд прочих. В частности, из крупнейших предприятий, входящих в состав производственной цепочки СУ-155, можно отметить:

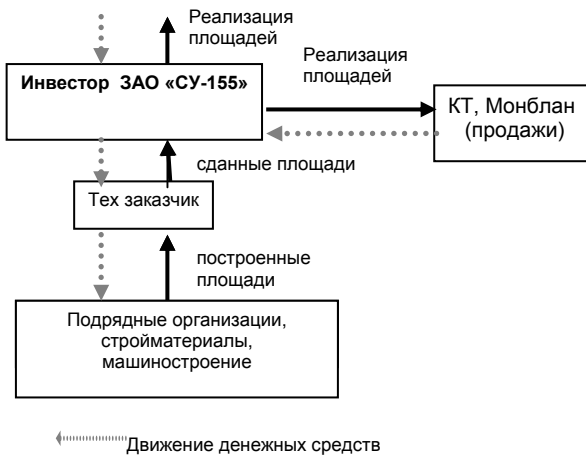
- Крупнейший в России «Щербинский лифтостроительный завод», производящий порядка 45% различного лифтового оборудования в стране, с годовой выручкой около 2.5 млрд. рублей. В текущем году ожидается рост выручки до 3 млрд. рублей.
- УК «Карьернеруд». Компания «Карьернеруд» объединяет 3 предприятия по производству нерудных строительных материалов. Консолидированный объем производства щебня предприятиями на 2005 год составил 5.5 млн. тонн (3.88 млн. м³), производства песка – 3.005 млн. тонн (2.005 млн. м³), производство ПГС – 1.92 млн. м³.
- ОАО «Домодедовский завод железобетонных изделий». Один из крупнейших заводов московского региона, производящий около 500 тыс. м².
- ОАО «Стройиндустрия». Завод по производству изделий из железобетона мощностью 180 тыс. м² в год.
- ОАО «БЕТИАР 22». В настоящее время завод производит ЖБИ серий «ИП 46с» и «И 155». Кроме того, на заводе выпускаются железобетонные изделия для инженерных сооружений. После завершения реконструкции объем производства завода составит 350 тыс. м² в год.
- ОАО «Белостолбовский кирпичный завод». Ежегодное производство 30 млн. шт. кирпича. В ближайшей перспективе – выход на плановую мощность 60 млн. шт. кирпича.
- ООО «Фирма СТД Люкс». Предприятие специализируется на производстве оконных блоков, стеклопакетов и дверей, включая противопожарные двери. Проектная мощность – 12 тыс. м² дверей и 7 тыс. м² оконных блоков в месяц.

Помимо собственного производства стройматериалов, в составе Группы выделен блок «Машиностроение», объединяющий предприятия, выпускающие различные виды спец. техники (башенные краны и т.п.). Кроме того, в структуре Холдинга выделяется непосредственно строительный блок – компании, выполняющие функции подрядчиков по строительству, а также коммерческий, отвечающий за конечную реализацию жилых и нежилых помещений: КТ «СУ-155 и Компания», ЗАО «Компания Монблан», «АТСЖ "ДЭЗ"», ООО «Черемушки-1».

Непрозрачная корпоративная структура – характерная черта, свойственная большинству строительных холдингов. В то же время, на наш взгляд, основные риски, которые потенциально несут инвесторы в связи с недостатком прозрачности строительных компаний, связаны, прежде всего, с возможным «размыванием» генерируемых денежных потоков. В этом плане позитивным моментом, компенсирующим сложную структуру, является наличие головной компании, являющейся центром генерации денежных потоков. В рамках Группы таким центром является ЗАО «СУ-155», на котором концентрируются финансовые потоки и затем перераспределяются в соответствии с потребностями предприятий группы.

...однако наличие единого центра денежных потоков значительно снижает данный риск

Схема движения денежных потоков внутри Группы



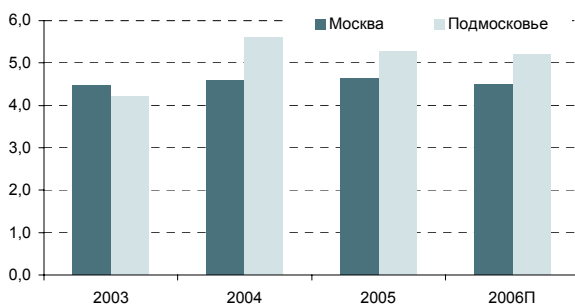
Источник: данные компании

Рынок московской недвижимости за последний год продемонстрировал потрясающую динамику: с августа 2005 по май 2006 года индекс стоимости жилья, рассчитываемый агентством IRN, вырос на 69% до \$3279 кв.м., при этом только весной рынок рос на 10% в месяц. Главным образом на скачке цен отразилась ограниченность предложения. После вступления в силу Закона №214 «О долевом строительстве» предложение на вторичном рынке сократилось почти вдвое, и покупатели вынуждены были «сметать» с рынка все, что только появляется. При этом подавляющее число строителей так и не приступило к работе по новым нормам. Существует также очевидная проблема нехватки строительных площадок, а редевелопмент промышленных зон и реконструкция ветхого жилья требует дополнительных затрат, которые строители вынуждены компенсировать повышением цен. Дополнительным фактором выступает попытка властей увеличивать объемы социального жилья в рамках федерального проекта, что, соответственно, уменьшает предложение коммерческих объектов. Если, в 2005 году из 4.65 млн. кв. м. объем социалки составил 1.6 млн. (34%), то при сохранении в 2006 году прежнего уровня строительства на социальные проекты планируется отдать порядка 2.17 млн. кв.м. (46%). С другой стороны, что, пожалуй, не менее важно, подобный взлет цен объясняется высоким спросом, являющимся следствием роста доходов населения на фоне позитивной макроэкономической конъюнктуры, а также развитием ипотечных программ.

Между тем, на протяжении лета ценовая динамика перешла в более умеренную фазу (+5% ежемесячно), что помимо традиционного летнего затишья, объясняется достижением ценами уровня, на котором начал накапливаться отложенный спрос в ожидании ценовой коррекции. Аналогичным образом развивалась ситуация в сентябре: индекс стоимости жилья вырос еще на 4% и превысил 4-тысячный рубеж (\$4025 за кв.м.), при этом существенного роста предложения не наблюдается. По мнению экспертов, несмотря на замедление, рост в ближайшие пару месяцев продолжится. Тем не менее, по мере дальнейшего приближения рынка к точке насыщения, что, скорее всего, произойдет в конце текущего - начале следующего года, цен останутся или даже незначительно снизятся. Что же касается сценария глубокого падения цен, то он маловероятен, поскольку рост предложения за счет фиксации прибыли в инвестиционных объектах будет абсорбироваться отложенным спросом. Кроме этого, в условиях высокой потребности населения в улучшении жилищных условий пока в Москве не предвидится заметного увеличения объемов строительства: объем строительства в 2006 году, несмотря на существенный спрос, останется на уровне предыдущего года около 4.5-4.6 млн. кв. м.

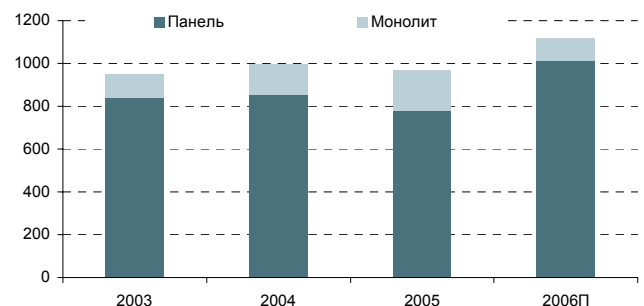
Одной из главных характеристик московского рынка является его высокая степень консолидации. Четыре крупнейшие застройщика контролируют около 80% строительства, при этом доли компаний примерно равны: в частности на СУ-155 пришлось около 1 млн.кв.м.

Объемы строительства в Москве и Подмоскowie, млн. кв.м.



Источник: Росстат

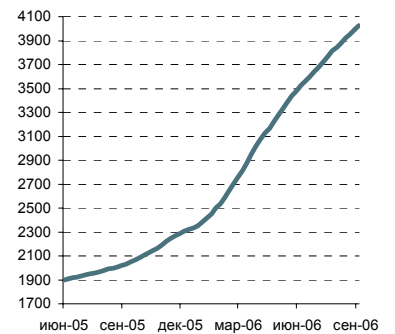
Объемы строительства СУ-155, тыс. кв.м



Источник: данные компании

Обзор рынка недвижимости г. Москвы

Индекс стоимости жилья



Источник: it.ru

Если говорить о структуре строительства СУ-155, то доля панельного жилья колеблется в пределах 80-90% от всего заказа, что соответствует требованиям рынка. При существующем дефиците участков, расположенных непосредственно в городе, компания вынуждена развивать строительство в Подмосковье, где основной спрос сосредоточен именно в панели - качественном, но, в то же время, относительно недорогом типе жилья. При этом наибольшей популярностью пользуется собственная серия панельных домов «И 155».

Обеспеченность проектами – залог устойчивого финансового положения

Наряду с удовлетворением массовых потребностей в недорогом жилье, холдинг не теряет своей доли и в строительстве домов бизнес - класса. Возведенные СУ-155 монолитные дома повышенной комфортности расположены в престижных районах столицы со сложившейся застройкой и инфраструктурой: Каховка, Губкина, 2 я Филевская, Зеленодольская, Архитектора Власова, Новочеремушкинская, Юных Ленинцев и др.

Новым типом монолитных строительных сооружений, освоенным в 2005 году, стали многоэтажные паркинги. В 2006 году число паркингов планируется довести до 6-8 штук. В 2007 году предполагается построить 12 паркингов в Москве и Московской области.

Учитывая общую ситуацию в отрасли, а именно дефицит свободных площадок, ключевым фактором, определяющим финансовую устойчивость, в перспективе ближайших 2-3 лет будет портфель заказов. Хотя проблема с дефицитом площадок в Москве является актуальной для всех строителей, мы считаем, что крупнейшие застройщики менее подвержены данному риску и в силу определенных условий (известность, большой опыт работы, связи с московским правительством) имеют больше шансов на победу в тендерах по продаже участков. Так, согласно прогнозам СУ-155, в текущем году объемы строительства продолжат расти, что на фоне сохранения общего объема рынка (4.5-4.6 млн. кв.м.) должно привести к увеличению рыночной доли: уже в этом году компания может занять первую строчку, вытеснив оттуда ДСК-1.

Прогнозы объема строительства в московском регионе



Источник: данные компании

Таким образом, холдинг полностью обеспечен площадками на ближайшие 5 лет: только на рынке г. Москвы и Подмосковья портфель заказов СУ-155 составляет порядка 9 млн. кв. м., из которых на жилые объекты приходится 8.76 млн.кв.м. Из них наиболее крупными являются:

Ключевые проекты холдинга СУ-155

Объект	Площадь стр-ва, тыс.кв.м.			Начало строительства	Ввод
	Всего	жилая	нежилая		
Композиторская	15	10	5	-	мар-06
Новослободская	16	12	3	ноя-04	мар-06
Можайское ш.	36	35	1	-	июн-06
Чертаново	46	43	2	мар-05	июн-06
Камчатская	29	27	2	фев-05	сен-06
Ивана Бабушкина	20	20	1	ноя-04	мар-07
Н. Черемушки	86	78	8	-	июл-07
Профсоюзная	46	40	6	дек-04	окт-07
Пролетарский пр	72	68	5	окт-05	фев-08
Нагатина	157	150	7	ноя-05	май-08
Косыгина	46	45	1	сен-07	июн-08
Наметкина	17	16	1	апр-05	авг-08
Кожухово	782	664	118	янв-05	авг-08
Новые Кузьминки	136	127	9	май-05	янв-09
Зюзино	82	76	6	окт-04	фев-09
Котловка	36	33	3	фев-07	фев-09
Балашиха	105	98	7	мар-05	мар-09
Павшинская пойма	1536	1484	52	-	мар-09
Высоковольтный проезд	98	94	4	апр-06	июл-09
Вернадского пр.	30	30	0	янв-08	окт-09
2-я очередь пос.Трехгорка Одинц-го р-на	522	482	40	окт-05	ноя-09
Печатников пер.	6	5	1	апр-06	дек-10
Фили-Давыдково	162	145	17	сен-06	дек-10
Итого:	4081	3783	298		

Источник: данные компании

Несмотря на столь высокую обеспеченность заказами компания активно участвует в конкурсах по распределению участков. Так, в ноябре компания намерена принять активное участие в тендере на одну из немногих оставшихся крупных площадок в Москве, подходящих под комплексную застройку – поселок Щербинка в Южном Бутово, где на площади 52.2 га планируется до 2010 года возведение 410 тыс. кв.м. жилья и 30 тыс. кв.м. социальных объектов.

С момента основания СУ-155 является постоянным участником правительственных программ по выводу промышленных предприятий в Москве и сносу ветхого жилого фонда. С одной стороны, участие в подобных проектах негативно влияет на рентабельность (стоимость реализации таких объектов ниже коммерческой), с другой, гарантированно обеспечивает компанию заказами, а также формирует позитивное восприятие компании в глазах правительства г. Москвы. Сейчас доля муниципального заказа в общем объеме жилищного строительства СУ-155 превышает 20%. Холдинг, в частности, выполнил функции генерального инвестора и подрядчика по выводу с территории ЮЗАО «Черемушкинского керамического завода», на месте которого построено три жилых микрорайона.

Социальные объекты – основа для хороших отношений с правительством Москвы

Крупнейшими социальными объектами в рамках взаимодействия с Правительством Москвы является строительство Детского астматического санатория на ул. Академика Капицы, поликлиники на ул. Кедрова, Галереи Ильи Глазунова, а также нового здания Фундаментальной библиотеки Московского государственного университета (50 тыс. кв.м.).

Отдельным направлением деятельности группы СУ-155 является реализация проектов в области строительства нежилых объектов. Крупнейшим проектом группы в этой области является строительство в Павшинской пойме уникального спортивно-развлекательного объекта – крытого горнолыжного спуска (длина снежной дорожки – более 360 метров) с объектами сопутствующей инфраструктуры стоимостью около 4 млрд. рублей. Кроме этого, ведется строительство офисных помещений. После завершения работ по объектам на М Ордынке и Обручевском пер., в этих офисных центрах разместятся все подразделения как ЗАО «СУ-155», так и других компаний, входящих в группу (инвестиционных, подрядных и т.д.)

Учитывая дефицит площадок в Москве и Подмосковье, холдинг продолжает региональную экспансию в другие городах РФ и ближнего зарубежья. В настоящее время компанией реализуются проекты в Санкт-Петербурге, Калининграде, Нижнем Новгороде, Тамбове, Пензе, Краснодаре, Туле.

Региональная экспансия – одно из ключевых направлений развития

Региональные проекты холдинга СУ-155

	Площадь застройки (тыс.кв.м.)	Дата начала строительства	Дата ввода
г.Санкт-Петербург	1 234		
ул. Димитрова	138	июн-04	янв-08
в том числе, нежилой	4	июл-06	окт-07
ул. Пулковская	19	сен-06	дек-07
ул. Дыбенко	8	ноя-06	фев-08
ул. Ново-Александровская	42	сен-06	фев-08
ул. Оптиков	44	апр-07	июл-08
ул. Туристская	13	апр-07	июл-08
ул. Паршютная	970	апр-09	
г. Калининград	57		
квартал "Солнечная горка", ул. Артиллерийская	57	фев-06	июл-08
г. Нижний Новгород	642		
Похвалихинский съезд	402	2006	2010
Казанское шоссе - ул. Богдановича	100	2006	2010
ул. Горького-Ильинская-Новая-М. Ямская	106	2006	2010
г. Кстово, микрорайон № 10	26	2006	2010
Новая	7	2006	2010
Верхне-Волжский регион	102		
г Иваново	49	2006	2008
г Ивантеевка	29	2006	2008
г Юбилейный	9	2007	2008
г Ярославль	15	2006	2008
Тульская область	1 646		
Тула, Четвертый Сев-Восточный мкрн	123	2007	2009
Тула, ул Кирова	8	2006	2007
Тула, мкрн Калужское шоссе	91	2008	2015
Тула, ул Свободы	2	2007	2009
Тула, ул Советская	2	2007	2010
Тула, ул Октябрьская	65	2007	2015
Тульская область, Новомосковск	19	2008	2009
Тульская область, Алексин	4	2007	2008
Тульская область, Ленинский район, д Малевка	1 332	2008	2015
Итого:	3 681		

Источник: данные компании



Крупнейший региональный проект "СУ 155", реализуемый в данное время, – строительство в Санкт-Петербурге жилого комплекса "Серебряные ключи" по улице Димитрова. Комплекс представляет собой 9 корпусов серии "И 155" (производство изделий этой серии налажено на завод ЖБИ в Гатчине, Ленинградской области) и объекты инфраструктуры: два детских сада, школа, магазины, подземные паркинги, детские игровые площадки. В 2005 году была сдана первая очередь застройки района – 33 тыс. кв.м. жилья.

Группа компаний широко представлена также в Нижегородской области. Для реализации инвестиционных проектов в области жилищного строительства совместно с Правительством Нижегородской области (доля 25%+1 акция) создано ОАО «Нижегородкапстрой». Компания является единственным заказчиком Правительства Нижегородской области на выполнение градостроительной документации квартальной застройки г. Нижнего Новгорода, а также входит в состав рабочей группы при Правительстве Нижегородской области по реализации национального проекта «Доступное жилье». Конкурентным преимуществом является наличие в регионе собственного генерального подрядчика ООО «Монтажинстрой», а также домостроительных комбинатов мощностью около 500 тыс. кв.м. в год.

Компания начинает активно развивать свою деятельность в Калининградской области. С властями Калининграда подписан инвестиционный контракт на возведение жилого микрорайона на пересечении улиц Артиллерийская и Орудийная. Группа компаний СУ-155 выступает здесь и в качестве застройщика. Общая площадь застройки составит 57 тыс. кв.м. На Украине согласована проектная документация на застройку более 140 тыс. кв.м. жилой площади в Киеве.

Отличительной чертой региональной политики СУ-155 является создание строительно-производственной группы компаний в каждом из регионов присутствия группы. Помимо подрядных, девелоперских компаний приобретаются производственные мощности (как правило, ЖБИ), проводится реконструкция заводов, внедряются новые технологии – создается собственная производственная база, позволяющая обеспечивать стабильные поставки и приемлемое качество.

Оценка финансового состояния строительных компаний традиционно осложняется спецификой российской отчетности, которая не позволяет отражать выручку в Форме №2 по объектам, не прошедшим госкомиссию. Кроме того, по РСБУ практически не возможно оценить прибыль, поскольку инвестиционные взносы по строящимся объектам могут приходиться на разные временные отрезки. В этой связи при оценке финансового состояния мы используем управленческую отчетность группы за 2005 год.

Анализ финансового состояния СУ-155

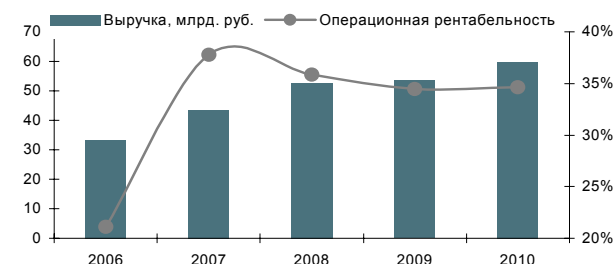
Продолжающееся увеличение объемов деятельности обеспечило высокие финансовые показатели холдинга: выручка от продаж в 2005 году составила 29.2 млрд. руб., Хотя в прошлом году операционная рентабельность составила 9%, по итогам первого полугодия 2006 года компания повысила эффективность деятельности: при выручке 15 млрд. рублей операционная прибыль составила 3.5 млрд. рублей, что означает рентабельность на уровне 23%. В целом, прогнозы холдинга предполагают темпы роста продаж в ближайшие 2-3 года на уровне 20-30% с последующим замедлением до 10%.

Прогноз денежных потоков по всем проектам СУ-155, млн. руб.

Статья	2006	2007	2008	2009	2010
Выручка	33 305	43 463	52 652	53 413	59 812
Операционная прибыль	7 032	16 413	18 866	18 395	20 713
Кредиты и займы к получению	5 000	1 500	н.д.	н.д.	н.д.
Кредиты к погашению	-5 722	-405	н.д.	н.д.	н.д.
Обслуживание текущих займов и лизинговых контрактов	-1 478	-3 200	-1 700	-1 700	-1 700
Чистый денежный поток	114	295	499	419	1 075

Источник: данные компании

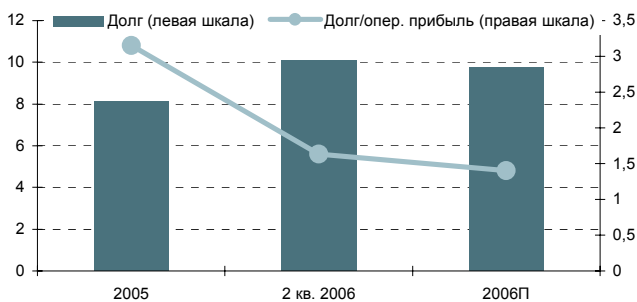
Прогноз финансовых показателей



Источник: данные компании

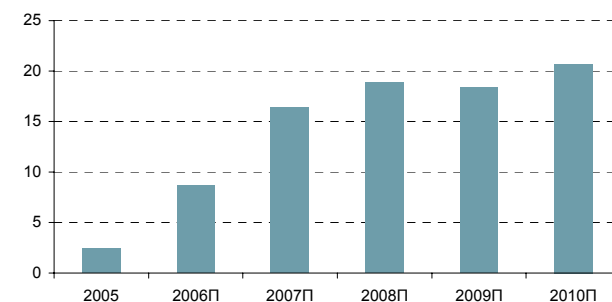
Вступление в силу ФЗ №214 существенно ограничило возможность застройщиков привлекать средства дольщиков, в связи с чем компании вынуждены активнее наращивать объемы кредитования. В то же время, следует признать, что финансовая политика СУ-155 обеспечивает достаточно умеренный рост долговой нагрузки: по состоянию на конец 2005 года соотношение долга и операционной прибыли составляло 3.15, а по итогам первого полугодия показатель снизился до 1.63.

Динамика долга, млрд. руб.



Источник: данные компании

Прогноз покрытия процентных платежей операционной прибылью



Источник: данные компании

СУ-155 и другие «строительные» выпуски: сравнительный анализ

В качестве решения вопроса с привлечением денег для возведения объектов строительные компании все чаще обращаются к рынку публичных заимствований. Причем помимо крупных холдингов на рынок выходят небольшие компании, и продолжает расширяться география эмитентов. В связи с этим мы предлагаем классифицировать компании в соответствии с факторами, отражающими ключевые риски строителей:

1) С отраслевой точки зрения основными рисками является емкость рынка, на котором работает компания, а также ее обеспеченность портфелем заказов. Очевидно, что зависимость небольших строителей от нескольких ключевых проектов представляет значительный риск для их платежеспособности. Исходя из этого, напрашивается логичная классификация по региональному признаку, в то же время, учитывающая масштаб бизнеса конкретной компании.

2) Организационная структура. Желание строительных компаний замкнуть на себе весь цикл строительных работ приводит к сложной корпоративной структуре, количество предприятий в которой пропорционально масштабам бизнеса. Так, если подобный риск минимален для небольших региональных компаний, то крупные московские холдинги насчитывают порядка сотни зависимых и дочерних юридических лиц. В этой связи, на наш взгляд, положительным фактором является наличие головной компании, являющейся держателем основных активов и центром генерации денежных потоков. При этом с точки зрения инвесторов крайне важно участие данного предприятия в структуре займа.

3) Подавляющее большинство строительных организаций продолжают отчитываться по российским стандартам, не позволяющим отражать в официальных результатах продажи строящихся объектов, а, следовательно, не дающим полного представления о реальных объемах деятельности. При этом, положительным моментом является наличие хотя бы управленческой консолидированной отчетности - прежде всего, это касается СУ-155, а также ЛСР и Адаманта.

Карта рисков строительных компаний.

	Емкость рынка	Обеспеченность проектами	Организационная структура	Возможность оценки по отчетности
Крупные московские холдинги				
Главмосстрой	низкий	низкий	низкий	высокий
ПИК	низкий	низкий	низкий	высокий
СУ-155	низкий	низкий	низкий	средний
Компании, публикующие МСФО				
ЛенСпецСму	средний	низкий	низкий	низкий
Миракс	низкий	низкий	низкий	низкий
Региональные компании				
ЛСР	низкий	низкий	средний	средний
Сувар-Казань	высокий	средний	низкий	высокий
Камская Долина	высокий	высокий	низкий	высокий
Адамант	средний	низкий	высокий	средний

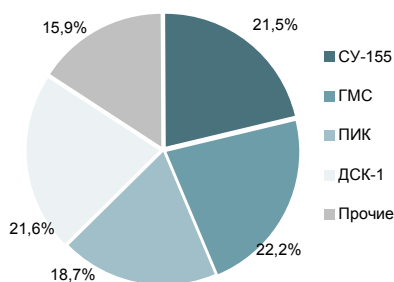
Источник: оценки Банка ЗЕНИТ.

Более подробную информацию о классификации строителей см. обзор Строительные компании: «трудности перевода» от 07.08.06.

Очевидно, что компании, работающие на достаточно емком рынке Москвы и Московской области, с точки зрения экономических рисков находятся в более выигрышном положении. При этом, хотя проблема с площадками является актуальной для всех строителей, мы полагаем, что крупнейшие застройщики, к которым мы относим Главмосстрой, ПИК и СУ-155, менее подвержены данному риску и, в силу определенных условий (известность, большой

опыт работы, связи с московским правительством), имеют больше шансов на победу в тендерах по продаже участков. Согласно официальным прогнозам, по итогам текущего года объемы строительства всех компаний «большой тройки» должны увеличиться, притом что общий прогноз на столицу все тот же – 4.5-4.6 млн. кв.м. Кроме того, учитывая желание властей бороться с недобросовестными застройщиками, мы полагаем, что доли мелких компаний постепенно будут распределяться в пользу более крупных.

Объем строительства г. Москвы, 2005 г.



Источник: данные компании

Объемы строительства крупнейших компаний, тыс. кв.м.



Источник: данные компаний

С позиции структурных рисков, СУ-155, Главмосстрой и ПИК находятся в приблизительно одинаковых условиях: в структуре всех трех холдингов выделена компания, являющаяся центром активов, при этом она является участником займа либо как эмитент, в случае ПИКа, либо как поручитель, в случае Главмосстроя и СУ-155. В то же время, с точки зрения возможности оценки финансов, СУ-155 сделал шаг навстречу инвесторам, раскрыв управленческие цифры. Хотя данная отчетность не является аудированной, она дает представление о генерируемых компанией денежных потоках, тогда как ни Главмосстрой, ни ПИК не раскрывают никаких данных сверх отчетности РСБУ, держа инвесторов в неведении относительно размеров своих прибылей. Особо остро данная проблема встает именно в текущем году: если в 2005 определенную оценку мы могли получить исходя из взносов соинвесторов, то переход большинства застройщиков к реализации возводимого жилья по вексельной схеме, не отражающейся в отчетности, значительно снизил возможности адекватной оценки. Понимая заниженность масштабов бизнеса, мы, тем не менее, вынуждены оперировать лишь в рамках, определенных нам официальными данными.

При этом, наибольшие затруднения вызывает отчетность ПИКа. Если у СУ-155 и ГМС имеется головная компания, на которой сосредоточены поступления от реализации жилья, то у ПИКа выручка распределена на нескольких компаниях: строительное подразделение, куда входят ДСК-2, ДСК-3 и ПИК-Девелопмент, осуществляет внутренние продажи риэлтерам ОАО ПИК и ПИК-Регион, и те уже в свою очередь реализуют квартиры конечным покупателям, отражая в Форме №2 свою маржу, а в балансе - взносы соинвесторов по строящимся объектам. Надо отметить, что для оценки выручки всего холдинга суммировать все три показателя некорректно, так как существование внутренних продаж означает возможность появления двойного счета. Поскольку взносы от соинвесторов ранее представляли собой львиную часть поступлений, мы оценивали выручку всего холдинга в 2005 году их суммированием с риэлтерской маржой. Однако так как ситуация в текущем году изменилась: оценка полугодовых результатов ПИКа проведена суммированием выручки по строительному блоку и риэлтерской маржи.

Сравнивая трех крупнейших московских девелоперов, мы также не можем не затронуть тему возможной поддержки со стороны крупного акционера Главмосстроя - холдинга «Базовый Элемент», которой лишены ПИК и СУ-155. Возможные преимущества с точки зрения кредитного качества Главмосстрой может получить, во-первых, имея доступ к дешевым заемным ресурсам, и, во-вторых, повышая уровень прозрачности по мере консолидации всех дочерних активов и выстраивания четкой структуры холдинга. Первыми шагами в этом направлении стало привлечение «консолидационного» кредита Сбербанка на сумму \$300 млн. весной: кредит после получения был переведен на одну из структур Базэла с целью выкупа акций и планируется, что структуры Базэла будут источниками возврата кредита. В связи с этим, из общего объема кредитов и займов Главмосстроя мы вычитаем сумму кредита Сбербанка, предполагая, что его в определенном смысле можно считать риском «Базэла» (т.о. косвенно мы учитываем фактор «сильного акционера» в оценке финансового состояния). В то же время, по нашему мнению (в целом совпадающему с озвученной позицией менеджмента компании), роста прозрачности вряд ли стоит ждать раньше второй половины следующего года: до этого момента определяющим для кредитного качества всех трех холдингов по-прежнему остается портфель заказов и финансовое состояние.

Сравнительный анализ крупнейших застройщиков с обращающимися облигационными выпусками

	Активы (млрд.р.)		Выручка(млрд.р.)		Долг(млрд.р.)		Выручка/Долг		Объем строительства (тыс.кв.м.)	
	2005	1п.2006	2005	1п.2006	2005	1п.2006	2005	1п.2006	2005	2006 (прогноз)
ГМС*	27,96	29,10	11,59	3,95	9,59	10,80	1,21	0,73	1010	1100
СУ-155	51,38	61,88	29,23	15,00	8,16	10,10	3,58	2,97	967	1120
ПИК	59,70	73,70	17,28	7,66	14,17	26,70	1,22	0,57	843	1000
Миракс**	14,35	-	4,67	5,85	4,06	8,86	1,15	1,13	104	202
ЛенСпецСМУ***	9,70	10,50	5,60	3,60	1,50	2,10	3,73	3,43	360	300

Примечание *) для ГМС приводится скорректированная сумма долга

**) для Миракс Групп использованы предварительные данные за 7 месяцев 2006 с учетом займа 3 млрд. руб.

***) за 2005 МСФО, за 1 пг 2006 РСБУ с учетом займа 1.5 млрд.

Источник: отчетность компаний, оценки Банка ЗЕНИТ

При сопоставимых объемах строительства СУ-155 отличается от ГМС и ПИКа большими объемами отражаемой официально выручки, при этом долговая нагрузка компании значительно ниже, чем у конкурентов: отношение выручки к долгу по итогам 2005 года составило 3.58, при 1.21 и 1.22 у Главмосстроя и ПИКа. В первом полугодии данный показатель сократился у всех компаний сектора, что еще раз подтверждает сложность привлечения денег соинвесторов и финансирование строительного процесса преимущественно за счет увеличения заимствований. Наиболее существенный рост долговой нагрузки отмечается у ПИКа: коэффициент покрытия долга выручкой по результатам 6 месяцев 2006 сократился в два раза с 1.22 до 0.57, в то время как у ГМС он составил – 0.73, у СУ-155 – 2.97.

Таким образом, можно говорить о том, что на фоне сопоставимых отраслевых аналогов СУ-155 с точки зрения финансовой устойчивости выглядит гораздо привлекательнее, что дает ему дополнительное преимущество перед ПИКом и в определенной степени уравнивает плюсы ГМС в лице акционерной структуры.

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

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
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@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
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
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.