



Рекомендация: покупать

Эмитент	СК «Спецстрой-2»
Серия	01
Тип облигаций	Облигации документарные процентные неконвертируемые
Номинальный объем выпуска	2 000 000 000 руб.
Поручитель	ОАО Мособлтрастинвест
Срок обращения	3 года
Оферта	1 год
Купонные выплаты	каждые 182 дня
Предполагаемая доходность	9,31 – 9,52%
Предполагаемая ставка купона	9,10 – 9,30%
Дата и место размещения	май 2007 г., ФБ ММВБ
Организаторы выпуска	РИГрупп-Финанс, Банк Москвы, БФА, Тройка Диалог

В мае 2007 года ООО «Строительная компания «Спецстрой-2» планирует размещение дебютного облигационного займа объемом 2 млрд. руб., сроком – 3 года с офертой через 1 год.

Все средства от займа будут направлены на финансирование инвестиционной программы Московской области и реструктуризацию текущего краткосрочного долга.

- ✓ «СК «Спецстрой-2» - компания, реализующая инвестиционные программы Правительства Московской области по строительству и реконструкции инфраструктурных объектов региона;
- ✓ акционером, владеющим 80% долей в уставном капитале компании является ОАО «Мособлтрастинвест» - основной проводник инвестиционных программ в регионе, на 100% принадлежащий Министерству имущественных отношений Московской области;
- ✓ Уникальный механизм, выстроенный на территории Московской области ОАО «Мособлтрастинвест» совместно со СК «Спецстрой-2», позволяет преодолевать барьеры действующей системы бюджетного администрирования, реализовывая полноценное выполнение проектов по строительству и реконструкции инфраструктурных объектов области;
- ✓ СК «Спецстрой-2» осуществляет капитальный ремонт объектов культурно-массового назначения, строительство жилых домов, объектов физкультуры и спорта, строительство и реконструкцию объектов ЖКХ, инженерных сетей и сооружений, объектов социальной сферы и здравоохранения;
- ✓ СК «Спецстрой-2» является службой Заказчика ОАО «Мособлтрастинвест» и Правительства Московской области, а по ряду проектов выступает в качестве генерального подрядчика;
- ✓ Начиная с 2003 года СК «Спецстрой-2» произвела капитальный ремонт автовокзалов и автостанций в регионе общей площадью 15,8 тыс. м², вместимостью более 1,5 тыс. пассажиров, сдала спортивные комплексы в общей сложности на 13,5 тыс. зрителей, возвела жилые дома на 330 квартир общей площадью 16,8 тыс. м².
- ✓ СК «Спецстрой-2» за 2006 год показала значительный рост своих показателей – активов в 2,7 раза до 8,49 млрд. руб., выручки - двукратный рост до 474 млн. руб., ЕВІТ до 36,3 млн. руб. и чистой прибыли – до 27,6 млн. руб.

Мы оцениваем «справедливую» доходность к годовой оферте займа ООО «СК «Спецстрой-2» на уровне 9,31-9,52% годовых, что соответствует ставке купона при размещении 9,10 -9,30% годовых.

СК «Спецстрой-2»:

ООО «СК «Спецстрой-2» впервые вышло на строительный рынок России в 1992 году. Переживая непростой период становления, компания с 1993 года ведет активную деятельность по строительству и реконструкции объектов жилищного, общественного и культурного назначения в г. Москве и Московской области. Отличительная черта компании - полный цикл выполняемых работ: от проектирования, строительства и отделки до оснащения специальным оборудованием. Компанией создана и отлажена сеть надежных партнеров, что позволяет в короткие сроки осваивать большие объемы работ.

Учредители компании

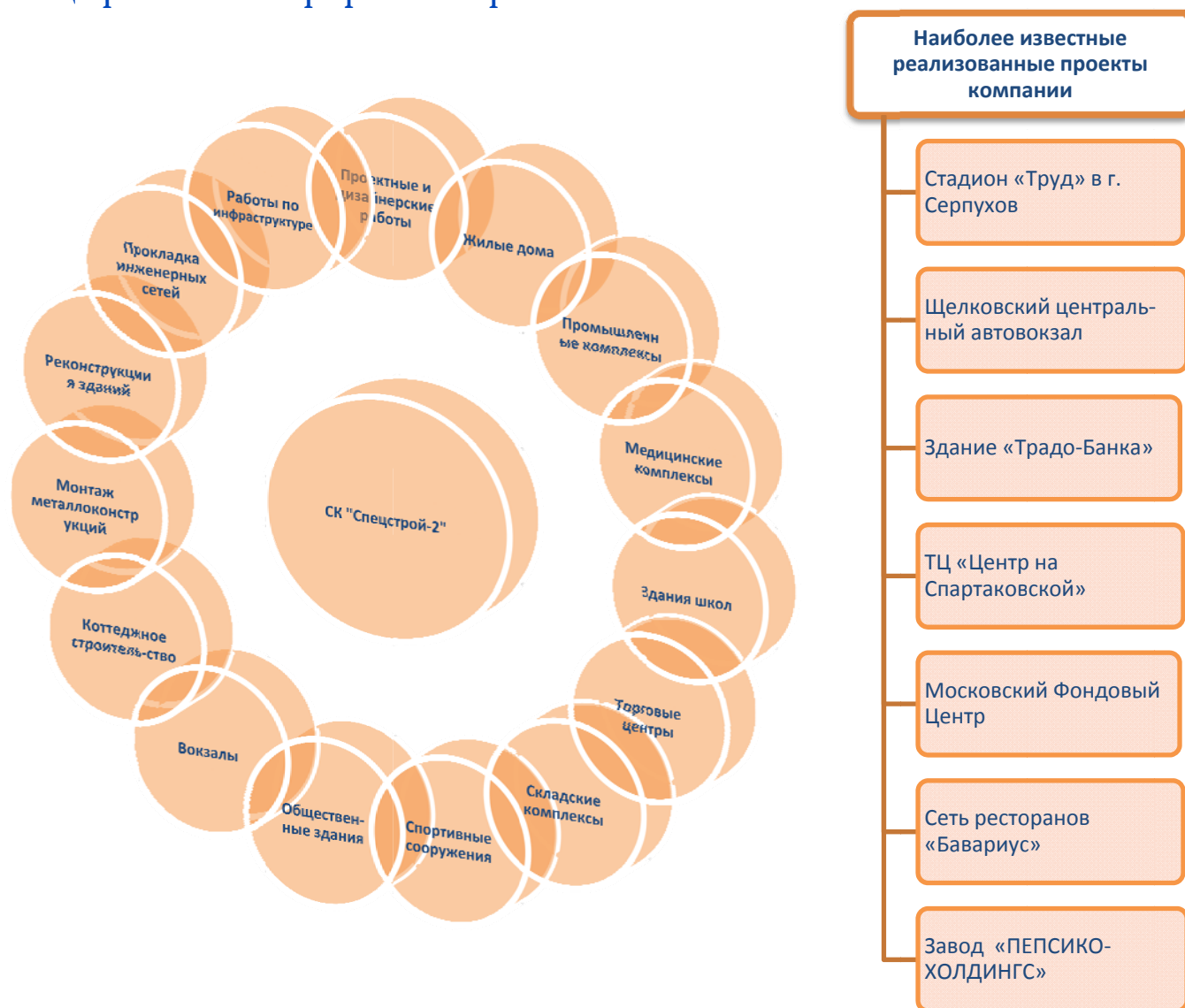
Для обеспечения деятельности ООО «СК «Спецстрой-2» за счет вкладов учредителей образован уставной капитал Общества в размере 390 000 000 рублей, разделенный на две доли. Доли распределяются среди учредителей следующим образом: ОАО «Московская областная инвестиционная трастовая компания» - одна доля, составляющая 80% уставного капитала, номинальной стоимостью 312 000 000 рублей; ООО «Стройсервискомплект» - одна доля, составляющая 20% уставного капитала, номинальной стоимостью 78 000 000 рублей.



Лицензии компании

	На осуществление функций Генерального подрядчика ГС -1-50-02-22-0-5052001318-004877-1
	На осуществление функций Заказчика-застройщика ГС-1-50-02-22-0-5052001318-004877-1
	На осуществление строительной деятельности ГС-1-50-02-22-0-5052001318-004877-1
	На осуществление функций Генерального проектировщика выполнение проектных работ ГС-1-50-02-22-0-5052001318-004877-1
	На эксплуатацию подъемных сооружений 64ЭК-003421 от Ростехнадзора РФ
	На перевозку пассажиров АСС-50-071413 от министерства транспорта РФ
	На перевозку грузов ГСС-50-071412 от министерства транспорта РФ

«Спецстрой-2»: многопрофильная строительная компания:



СК «Спецстрой-2» осуществляет строительство объектов в соответствии с программами Правительства Московской области по строительству и реконструкции крупных спортивных объектов, предназначенных для проведения соревнований международного уровня, а также строительство физкультурно-оздоровительных комплексов и культурно-досуговых объектов в Московской области. В 2006 году начато проектирование и строительство 26 комплексов, которые в 2007÷2008 году должны будут принять своих посетителей.

В рамках реализации инвестиционных проектов и программ Московской области СК «Спецстрой-2» также осуществляет капитальный ремонт объектов культурно-массового назначения, строительство жилых домов, строительство и реконструкцию объектов ЖКХ, инженерных сетей и сооружений, объектов социальной сферы и здравоохранения, в т.ч. в г. Лобня ведется строительство общеобразовательной школы на 490 учащихся, которая 1-го сентября 2007 г. примет своих учеников.

По областной целевой программе «Транспортное обслуживание населения Московской области ГУП МО «Мострансавто» на 2001-2005 годы» СК «Спецстрой-2» построила и произвела капитальный ремонт автовокзалов, автобусных станций и диспетчерских пунктов в Московской области.

В целях развития инфраструктуры Московской области СК «Спецстрой-2» осуществляет строительство торгово-развлекательных комплексов и бизнес-центров в регионе.

ОАО «Мособлтрастинвест» - информация о поручителе:

- компания, созданная в целях реализации инвестиционных проектов и программ Московской области,
- компания, участвующая в решении задач государственной политики (вовлечена в организацию бюджетного и внебюджетного финансирования областной и муниципальной инфраструктуры, в том числе спорткомплексов, школ и больниц),
- единственным акционером, владеющим 100% долей в уставном капитале компании является Министерство имущественных отношений Московской области,
- 6 марта 2007 года рейтинговым агентством Standard & Poor's был повышен долгосрочный кредитный рейтинг компании до «B/ruA-»; прогноз — «Позитивный».
- финансирование проектов Правительством МО идет за счет компенсации инвестиционных затрат ОАО «Мособлтрастинвест» из областного бюджета, а также предоставления гарантий по кредитам компании, привлекаемым из внебюджетных источников,
- в областном бюджете на 2007 год под гарантии для МОИТК выделено 5,68 млрд. руб. Всего в 2006 году из областного бюджета было компенсировано расходов на общую сумму в 10,56 млрд. руб. В 2007 году компенсация планируется в размере 13,22 млрд. руб.,

ОАО «Мособлтрастинвест» получает от области заказы на управление капиталовложениями и помогает ускорить реализацию областной инвестиционной программы. Получая бюджетное финансирование и привлекая частные кредитные ресурсы, компания мобилизует средства для финансирования социально значимых объектов в Московской области: спортивных и культурных центров, административных комплексов, школ, больниц, жилых домов и коммунальных предприятий.

В 2006 году ОАО «Мособлтрастинвест» организовало финансирование строительства, реконструкции и капитального ремонта 204 объектов на сумму 10,8 млрд. рублей, в том числе 26 физкультурно-оздоровительных комплексов на территории муниципальных образований Московской области, 30 объектов физической культуры и спорта, 36 культурно-досуговых объектов Московской области, 51 социально-значимых объектов, 41 объект жилищно-коммунального хозяйства и инженерной инфраструктуры, 10 бизнес-центров и торгово-развлекательных комплексов и ряд других объектов. В 2007 году ОАО "Мособлтрастинвест" планирует инвестировать в отрасли социальной сферы 11,3 млрд. руб.

Схема финансирования компании по государственным программам Московской области:



ОАО «Мособлтрастинвест» привлекает заемные ресурсы в кредитных организациях с последующим возмещением за счет средств областного бюджета и финансирует проведение работ по проекту. При этом по части кредитов бюджетом МО предоставляются государственные гарантии, а по отдельным социально-значимым проектам принимается Постановление Правительства МО о порядке возмещения средств из бюджета области. Затем по итогам проведения работ ОАО «Мособлтрастинвест» предъявляет отчетную документацию курирующему ведомству по данному проекту, которое после подтверждения целевого использования средств, передает отчет распорядителю бюджетных средств. Затраты компании по проектам и проценты, уплаченные ОАО «Мособлтрастинвест» по кредитным договорам, в установленном Правительством Московской области порядке компенсируются за счет средств бюджета, путем передачи Московской области инвестиционных прав, принадлежащих компании в результате финансирования проекта.

СК «Спецстрой-2» - стратегический партнер ОАО «Мособлтрастинвест»

Деятельность ООО «СК «Спецстрой-2» характеризует тесное сотрудничество со своим учредителем – ОАО «Мособлтрастинвест». ОАО «Мособлтрастинвест», являясь финансовым центром, реализацию программ Правительства Московской области по строительству и реконструкции социально значимых объектов поручает ООО «СК «Спецстрой-2».

СК «Спецстрой-2» является, по сути, службой Заказчика инвестиционной компании, а по ряду проектов выступает в качестве генерального подрядчика. Данная система взаимоотношений позволяет обеспечить замкнутый цикл строительства жилых зданий и объектов социальной инфраструктуры на территории Московской области путем минимизации издержек на строительство объектов и экономии средств областного бюджета.

Схема получения средств из бюджета Московской области на строительство и реконструкцию социально значимых объектов практически идентична схеме, по которой работает само ОАО «Мособлтрастинвест».

Схема функционирования и движения денежных потоков СК «Спецстрой-2»:



Уникальный механизм, выстроенный на территории Московской области ОАО «Мособлтрастинвест» совместно со СК «Спецстрой-2», позволяет преодолевать барьеры действующей системы бюджетного администрирования, реализовывая полноценное выполнение проектов по строительству и реконструкции инфраструктурных объектов Московской области. Данный механизм позволяет полноценно развивать инфраструктуру региона, уделяя пристальное внимание социальным проектам области, тем самым повышая уровень жизни населения и инвестиционную привлекательность Московской области, что, в свою очередь, провоцирует приток инвестиций и рост промышленности, что способствует увеличению ВРП области и доходной части бюджета, которая может быть в большем объеме «реинвестирована» в новые социально значимые проекты. Таким образом, в этом замкнутом процессе развития социально-экономического положения Московской области СК «Спецстрой-2» является одним из основных рычагов реализации проектов по строительству и реконструкции инфраструктурных проектов области.

Московская область – бурно развивающийся центральный регион России

Дальнейшее стратегическое развитие ОАО «Мособлатрастинвест», и в частности ООО «СК «Спецстрой-2», как основных инструментов реализации социально-значимых программ Московской области, напрямую связано с экономической ситуацией, складывающейся в регионе.

25 октября 2006 года Московская Областная Дума приняла Комплексную программу социально-экономического развития Московской области на 2007 год, где отражены основные приоритеты развития экономики, направленные на повышения уровня жизни населения Московской области. Учитывая, что ОАО «Мособлатрастинвест» совместно с СК «Спецстрой-2» являются одними из основных исполнителей данной программы, объем работ и финансирование программ региона значительно вырастут.

Основой устойчивого развития региона является последовательная реализация задачи повышения жизненного уровня населения на основе научно-технического, инновационного и образовательного потенциала, развития производства и предпринимательства, привлечения инвестиций в экономику и развитие инфраструктуры.

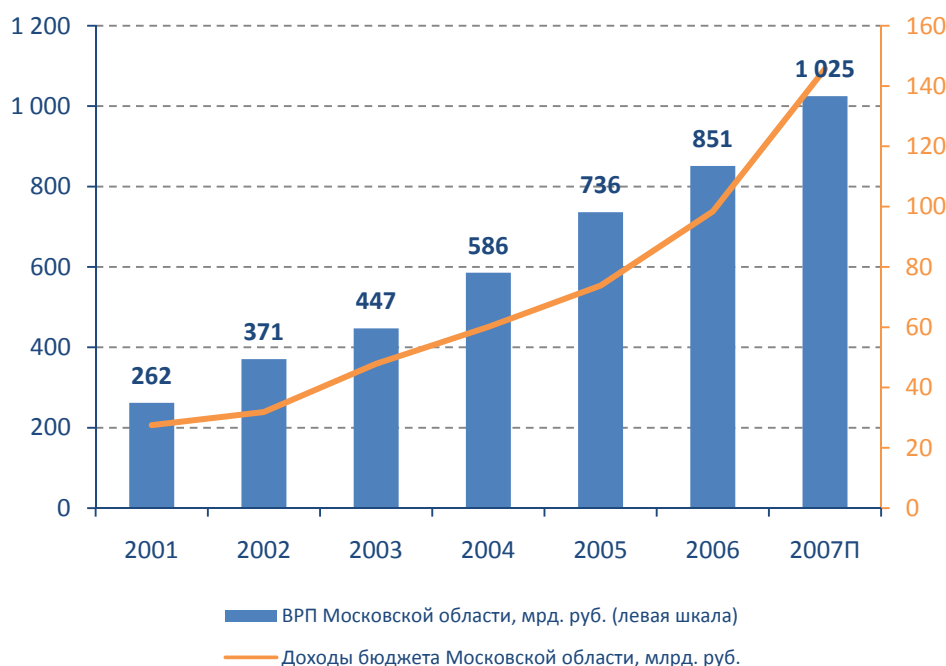
Московская область - один из наиболее индустриально-развитых регионов РФ с развитой инфраструктурой и высоким научно-техническим потенциалом. ВРП Московской области растет высокими темпами и превышает темпы роста ВВП России в 4 раза. Объем валового регионального продукта по итогам 2006 года составил 851 млрд. рублей, а в 2007 году объем ВРП превысит триллион рублей. В настоящий момент экономическая политика Правительства области направлена на поддержание и ускорение опережающего роста ВРП региона.

Промышленное производство области за последние годы выросло до 701,2 млрд. рублей и среднегодовой темп прироста составляет около 20%. Целевой прогноз на 2007 год находится на уровне 1024,8 млрд. рублей, что на 26,5% выше показателей 2006 года. Промышленное производство обеспечивает практически половину всех налоговых поступлений в бюджет области.

Важнейшим источником устойчивого экономического роста в Московской области является увеличение инвестиций в основной капитал. В 2006 году достигнут значительный рост инвестиций по сравнению с 2005 годом - рост индекса физического объема составил 107,5%. Объем привлеченных средств в 2006 году увеличился на 20 млрд. рублей и составил в общем объеме инвестиций в основной капитал 63,6%. По нашим оценкам, такое соотношение сохранится и в 2007 году.

Отмечается тенденция увеличения доли инвестиций в основной капитал, направляемых в отрасли социальной сферы (здравоохранение, физическая культура и спорт, социальное обеспечение, образование, культура и искусство). По оценке в 2007 году в структуре привлеченных инвестиций доля средств бюджетов всех уровней составит 17,5%. При этом инвестиции в основной капитал за счет средств бюджета Московской области в 2007 году увеличатся на 6% (в сопоставимой оценке), бюджетов муниципальных образований Московской области – соответственно на 7%.

Таким образом, вместе с ростом экономики региона очевидно устойчивое развитие ОАО «Мособлатрастинвест» и соответственно СК «Спецстрой-2», как основных компаний по выполнению проектов строительства и реконструкции инфраструктурных объектов Московской области.



Строительная отрасль

Рынок недвижимости в России после спада в начале 90-х вошел в стадию своего бурного развития – постоянно растущие объемы строительства не успевают за спросом, как на жилую, так и на коммерческую недвижимость. Объем строительства в России за 2006 год составил 2,2 трлн. руб. По данным Росстата в 2006 году введено в эксплуатацию 604,7 тыс. квартир общей площадью 50,2 млн. м², что на 15% больше, чем в 2005 году. При этом



лидерами по жилищному строительству остаются Московская область (12,8%) и Москва (9,6%). Хотя объем строительства жилых домов пока не дотягивает до уровня 1990 года, когда было введено 61,7 млн. м² жилья.

Однако и этих объемов строительства недостаточно. Высокий спрос на недвижимость связан в первую очередь с экономическим ростом в стране и растущим благосостоянием населения, а также с катастрофической нехваткой нового комфортабельного жилья и современной коммерческой недвижимости, что толкает цены и арендные ставки вверх.

Острая нехватка жилья ощущается и в секторе эконом-класса, что заставляет федеральные и региональные власти проводить государственные программы «Доступное жилье», реализуя новые схемы финансирования строительства. Наибольшего успеха в решении «квартирного вопроса» добилось Правительство Московской области, проводя программы по улучшению жилищных условий жителей региона через ипотечные компании «МОИА» и «ИКМО», и инвестиционную компанию «МОИТК» совместно со СК «Спецстрой-2». Удачный опыт Московской области стали перенимать и другие регионы – например, ОАО «Томск-Инвест» в Томской области.



Во многом благодаря проводимым программам, Московская область с 2004 года стабильно лидирует по объемам вводимого жилья в России. В 2006 году был введен рекордный объем жилья – 6,48 млн. м², что на 35% больше показателей Москвы.

Основной тенденцией для Подмоскovie является перемещение туда жилья эконом-класса из Москвы, поскольку потребители не успевают за ростом стоимости квадратного метра в Москве из-за отсутствия земли под строительство. Также следует отметить повышение качества строительства жилья, формирование объектов социальной инфраструктуры в строящихся районах, в результате чего условия проживания в Подмоскovie уже не отличаются от столичных.

Сейчас рынок подмосковной жилой недвижимости является одним из самых инвестиционно-привлекательных, что наглядно демонстрирует интерес московских строительных компаний к Подмоскovie (СУ-155, ПИК, Главмосстрой). В силу специфики своей деятельности ООО «СК «Спецстрой-2» не имеет прямых конкурентов в организации и осуществлении строительных работ по Программам Правительства Московской области и иных форм госзаказа, что делает бизнес компании более надежным и стабильным.

Операционная деятельность СК «Спецстрой-2»

Текущее строительство объектов (тыс. руб.)	Выполнено работ на 01.01.2007
Автовокзалы	25,40
Водозаборный узел Люберцы	34 059,09
ДК г.Красногорск "Подмосковье"	132,71
ДОК Шаховская	14 447,78
Жилой дом № 1 Балашиха	390 941,36
Жилой дом № 3 Фрязино	199 863,39
Жилой дом № 4 Фрязино	77 591,91
Жилые дома (башни)	147,00
Котельная Сети ФОК Мото База д.Васильевское Серпух.	1 823,62
Котельная Томляно	116 143,66
Котельная ФОК п.Большевик	3,15
Котельная Химки	21 478,16
Мотобаза д. Васильевское	135 862,82
Офисный центр Пушкино	381,36
Стадион "Авиатор" г. Духовицы	17 732,15
Стадион "Метеор" г.Жуковский 1-я очередь	804 233,16
Стадион "Метеор" г.Жуковский Манеж	8 489,98
Стадион "Новатор" г. Химки - баскетбол	12,37
Стадион "Труд" г. Серпухов	262 805,49
Стадион "Труд" КСК Витязь г. Подольск	23 624,39
Трансформаторная подстанция УСМ (КТП)	8,42
ФОК СЕТИ Куровское	3 473,42
ФОК СЕТИ Мотобаза д.Васильевское Серпух.р-н	22 501,73
ФОК СЕТИ Озера	7 360,00
ФОК СЕТИ Орехово-Зуево	6 714,04
ФОК г.Волоколамск	96 767,80
ФОК г.Долгопрудный	37,92
ФОК г.Дубна	109 192,64
ФОК г.Зарайск	112 506,42
ФОК г.Ивантеевка	739,00
ФОК г.Кашира	167 363,25
ФОК г.Климовск	31 198,17
ФОК г.Куровское	37 192,04
ФОК г.Озеры	29 766,73
ФОК г.Орехово-Зуево	72 442,01
ФОК г.Павлов Посад	58 177,06
ФОК г.Протвино	63 164,77
ФОК г.Пушкино	42 593,98
ФОК г.Пушино	97 890,70
ФОК г.Талдом	155 805,72
ФОК г.Троицк	81 260,79
ФОК г.Фрязино	59 606,53
ФОК г.Шатура	41 348,12
ФОК п. Большевик Серпуховский р-н	53 151,38
ФОК СЕТИ Волоколамск	29 437,32
ФОК СЕТИ Талдом	13 915,93
ФОК СЕТИ г.Зарайск	31 220,89
ФОК СЕТИ Кашира	53 938,29
ФОК СЕТИ Протвино	7 084,42
ФОК СЕТИ Пушкино	110,17
ФОК СЕТИ Пушино	5 901,26
ФОК СЕТИ Троицк	22 854,04
ФОК СЕТИ Фрязино	8 102,01
ФОК СЕТИ Шатура	14 477,83
ФОК СЕТИ Дубна	34 555,11
Школа Лобня	78 991,40
Школа Шаховская	401,27
ИТОГО:	3 761 051,53

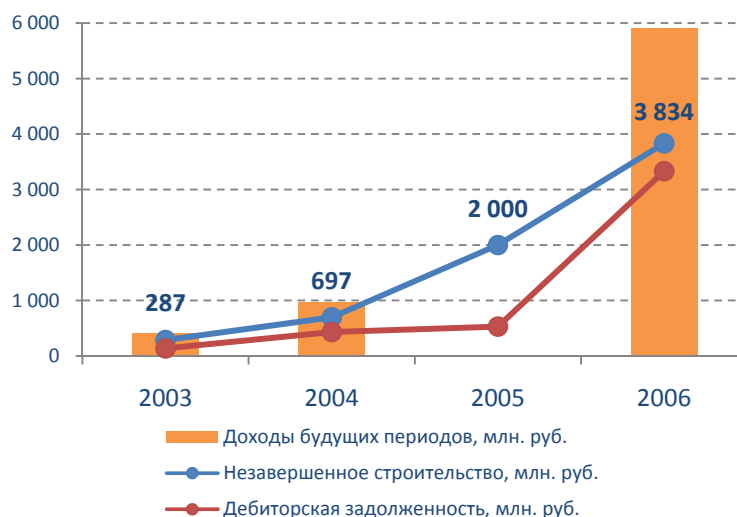
Начиная с 2003 года, СК «Спецстрой-2 по заказу «Мособлтрастинвест» и Московской области построила и произвела капитальный ремонт автовокзалов и автостанций в регионе общей площадью 15,8 тыс. м², вместимостью более 1,5 тыс. пассажиров, сдала спортивные комплексы в Химках, Жуковском, Серпухове в общей сложности на 13,5 тыс. зрителей площадью 30 тыс. м², возвела жилые дома в г. Фрязино на 330 квартир общей площадью 16,8 тыс. м².

Текущая деятельность компании включает строительство 26 физкультурно-оздоровительных комплексов и стадионов по заказу «Мособлтрастинвест», а также школ, домов культуры и жилых домов в Балашихе и Фрязино. Также «Спецстрой-2» выполняет работы по строительству инфраструктурных объектов ЖКХ – трансформаторных подстанций, сетей, котелен, водозаборных узлов и т.п.

Благодаря началу реализации большого числа инвестиционных программ по развитию Московской области, в которых СК «Спецстрой-2» принимает непосредственное участие, объем заказов компании резко возрос – только за 2006 год объем незавершенного строительства вырос почти вдвое – до 3,83 млрд. руб. Доходы будущих периодов компании выросли за 2006 год почти до 6 млрд. руб. – это средств инвесторов – «Мособлтрастинвест», «Мособлгаз», администраций муниципалитетов Московской области, а также средств физических лиц, покупателей квартир в жилых домах (12,5% от общего объема доходов будущих периодов).

Активную деятельность компании также характеризуют резко возросший в 2006 году объем дебиторской задолженности в 6,3 раза – до 3,33 млрд. руб. Необходимо отметить, что дебиторская задолженность сбалансирована с кредиторской, которая меньше ее в 2,7 раза и составляет всего 1,24 млрд. руб.

Таким образом, рост объема заказов СК «Спецстрой-2» за 2006 год по реализации проектов Московской области позволит компании получить значительный денежный поток, достаточный для погашения займа на дату оферты.



Анализ кредитоспособности эмитента

Благодаря активной операционной деятельности СК «Спецстрой-2» за 2006 год показала значительный рост своих показателей – активы компании выросли в 2,7 раза – до 8,49 млрд. руб., выручка показала двукратный рост до 474 млн. руб. Увеличилась также ЕВІТ до 36,3 млн. руб., чистая прибыль компании – до 27,6 млн. руб. За счет полученной прибыли за 2005 год значительно вырос капитал компании и по итогам 2006 года составил 417,6 млн. руб.

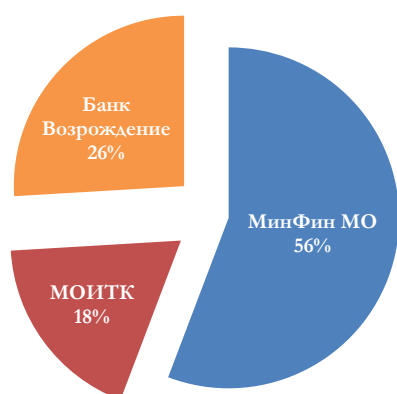
	2003	2004	2005	2006
Выручка	243 190	214 525	238 661	474 202
ЕВІТ	5 654	2 210	24 834	36 308
Чистая прибыль	4 022	1 582	24 855	27 594
Активы	557 983	2 120 678	3 139 413	8 487 087
Капитал	7 671	39 207	64 064	417 594
Финансовый долг	98 091	927 660	849 632	931 477
Рентабельность ЕВІТ	2,32%	1,03%	10,41%	7,66%
Чистая рентабельность	1,65%	0,74%	10,41%	5,82%
Финансовый долг / капитал	12,79	23,66	13,26	2,23
Финансовый долг / активы	0,18	0,44	0,27	0,11
Финансовый долг / ЕВІТ	17,35	419,76	34,21	25,65
Финансовый долг / выручка	0,40	4,32	3,56	1,96

Специфика бизнес-модели СК «Спецстрой-2» заключается в том, что компания является службой Заказчика ОАО «Мособлтрастинвест» и Правительства Московской области, а по ряду проектов выступает в качестве генерального подрядчика. Это позволяет компании не иметь на своем балансе большие объемы основных средств – строительную технику, что делает «Спецстрой-2» более гибкой в отношении реализуемых проектов. Таким образом внеоборотные активы практически полностью состоят из незавершенного строительства.

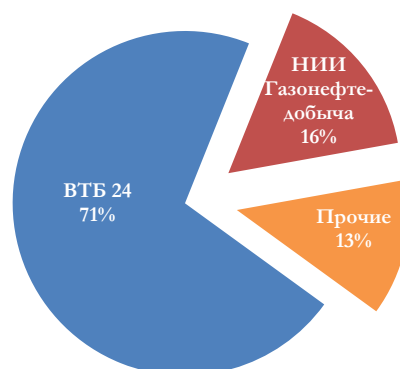
Рентабельность СК «Спецстрой-2» в 2006 году снизилась по сравнению с рентабельностью, показанной компанией в 2005 г. Это связано с тем, что основной объем реализуемых заказов был получен в течение 2006 года, а завершение этих проектов планируется на 2007 – 2008 года. Однако уже сейчас по размеру доходов будущих периодов можно судить о прогнозной выручке компании (5,9 млрд. руб.).

Кредитный портфель СК «Спецстрой-2»:

Кредитный портфель на 01.04.2007



Кредитный портфель на 01.01.2007



На 01.01.2007 кредитный портфель компании составлял 931,48 млн. руб., который состоял на 71% из «коротких» кредитов «ВТБ 24» - кредиты на 420 млн. руб. и 242 млн. руб., поручителем по которым выступало ОАО «Мособлтрастинвест». По состоянию на 01.04.2007 кредитный портфель СК «Спецстрой-2» также является краткосрочным – все кредиты и займы погашаются в течение 2007 года. Объем портфеля – 2,9 млрд. руб., из которого 1,62 млрд. руб. – займ, предоставленный Минфином Московской области под 1% годовых на строительство стадионов, предоставлены кредиты материнской ОАО «Мособлтрастинвест» в размере 420 и 110 млн. руб.

Целевое финансирование проектов компании

Целями облигационных программ ОАО «Мособлтрастинвест» и СК «Спецстрой-2» является привлечение частного капитала институциональных и частных инвесторов для реализации социально значимых проектов Московской области.

Средства от размещения облигационного займа СК «Спецстрой-2» будут направлены на реализацию конкретных проектов – строительство и реконструкцию стадионов и физкультурно-оздоровительных комплексов Московской области. Так как данные проекты уже находятся в стадии реализации, СК «Спецстрой-2» уже были получены краткосрочные кредиты от Минфина Московской области и ОАО «Мособлтрастинвест» для начала их реализации. Средства облигационного займа будут направлены на рефинансирование этих «коротких» кредитов, что позволит СК «Спецстрой-2» получить долгосрочное финансирование, а Минфину МО и «Мособлтрастинвест» направить высвободившиеся средства на реализацию новых проектов области.

Перечень проектов по строительству и реконструкции, на которые будут направлены средства от облигационного займа включает 7 объектов:

- стадион «Метеор», г. Жуковский;
- стадион «Новатор», г. Химки;
- стадион «Труд», г. Подольск;
- стадион «Обухово», г. Ногинск;
- стадион «Авиатор», г. Луховицы;
- спортивный комплекс «Химик», г. Рошаль;
- детский оздоровительный центр в п. Шаховская.

МинФин МО - бюджетный кредит на сумму 1 617 млн. руб. от 05.03.2007

391 000 000	Стадион "Новатор" Футбольное поле г. Химки
300 000 000	Стадион "Новатор" Гимнастический зал г. Химки
74 000 000	Детский оздоровительный центр п. Шаховская
309 000 000	Стадион "Труд" г. Подольск
239 000 000	Стадион "Обухово" г. Ногинск
204 000 000	Стадион "Авиатор" г. Луховицы
100 000 000	Спортивный комплекс "Химик" г. Рошаль

«Мособлтрастинвест» - коммерческий кредит на сумму 420 млн. руб. от 30.03.2007

355 000 000	Стадион "Новатор" Футбольное поле г. Химки
65 000 000	Стадион "Метеор" г. Жуковский 2-ая очередь

В 2006 году были получены кредиты на реализацию данных проектов – от Минфина МО в размере 310 млн. руб., который был погашен 15 декабря 2006 и от «ВТБ Розничные услуги» в размере 420 млн. руб., который был в I квартале 2007 году досрочно погашен и рефинансирован кредитом «Мособлтрастинвест». В текущем году на продолжение реконструкции спортивных объектов СК «Спецстрой-2» получила кредит в размере 1,617 млн. руб. Таким образом, средства от облигационного займа позволят полностью рефинансировать текущие «короткие» кредиты Минфина МО и «Мособлтрастинвест» в объеме 2 млрд. руб.

При текущей «короткой» структуре долга СК «Спецстрой-2» и частичном его рефинансировании, привлечение облигационного займа не увеличит долговую нагрузку компании.

Финансовый анализ поручителя

ОАО «Мособлтрастинвест» - динамично развивающаяся компания Московской области. Активы компании за последние три года выросла в более чем 8 раз – с 4 до 33 млрд. руб., собственный капитал вырос в 12,5 раз – до 12,5 млрд. руб. по итогам 2006 года. В 2007 году увеличение уставного капитала производится не будет, однако в планах компании до 2009 года увеличить УК до 20 млрд. руб.

При проведении финансового анализа следует учитывать специфику деятельности эмитента: целью компании является осуществление своевременного и бесперебойного финансирования социальных и инфраструктурных проектов. Деятельность ОАО «Мособлтрастинвест» позволяет обеспечить необходимую финансовую гибкость бюджету Московской области, ограниченному нормативами, накладываемыми Бюджетным кодексом РФ.

Таким образом, в соответствии со спецификой компании в выручке ОАО «Мособлтрастинвест» отражается только незначительная часть средств, проходящая через компанию, - это комиссия за осуществление финансирования проектов, которая составляет порядка 3% от объема финансирования, консультационные услуги, дивиденды, полученные от дочерних компаний и доходы от операций с ликвидными ценными бумагами. Основные объемы средств, получаемых компаниями в качестве компенсации затрат по реализуемым проектам из бюджетных источников Московской области, отражаются в операционных и внереализационных доходах (с 2007 года – по строке «Прочие доходы»), а компенсация по процентам, уплаченных за привлеченные средства из внебюджетных источников – соответственно по строке «Проценты к получению». Так, оборот по данным статьям в 2006 году составил 21,5 млрд. руб. В результате этого выручка компании значительно меньше чем ЕВИТ и чистая прибыль, а показатели рентабельности ЕВИТ и чистой рентабельности больше 100%.

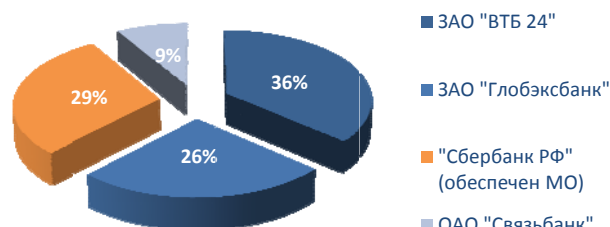
В соответствии с этим эффективность работы компании более правильно оценивать по показателям ROE и ROA, которые в течение рассматриваемого периода стабильно растут, увеличившись более чем в 2,5 раза. Целевой показатель ROE – на уровне 10%.

Долговую нагрузку компании, аналогично рентабельности, необходимо оценивать по отношению долга к капиталу и активам. Таким образом, долговая нагрузка ОАО «Мособлтрастинвест» находится на низком уровне - объемы привлеченных средств перекрываются капиталом при соотношении Финансовый долг/капитал – 0,72. Если из долга исключить обязательства, по которым предоставлена гарантия области, то данный показатель снизится до 0,58.

В 2007 году ОАО «Мособлтрастинвест» планирует дополнительно привлечь кредиты под гарантии Правительства МО на 5,68 млрд. руб., бюджетные кредиты (ставка 1%) объемом 500 млн. руб. и дополнительное финансирование из внебюджетных источников, включая облигационный займ 4 млрд. руб.

	2004	2005	2006
Выручка	27 739	35 459	92 918
ЕВИТ	8 125	67 518	437 331
Чистая прибыль	7 722	56 002	351 812
Активы	3 959 370	15 118 343	32 690 562
Капитал	1 012 920	3 364 061	12 488 216
Финансовый долг	2 787 364	5 970 870	8 977 630
ROE	0,76%	1,66%	2,82%
ROA	0,20%	0,37%	1,08%
Абсолютная ликвидность	1,02	0,89	0,68
Текущая ликвидность	2,17	1,25	1,45
Финансовый долг/капитал	2,75	1,77	0,72
Финансовый долг/активы	0,70	0,39	0,27
ЕВИТ / проценты	0,14	0,65	1,21

Структура кредитного портфеля на 01.01.2007



Оценка доходности займа СК «Спецстрой-2»

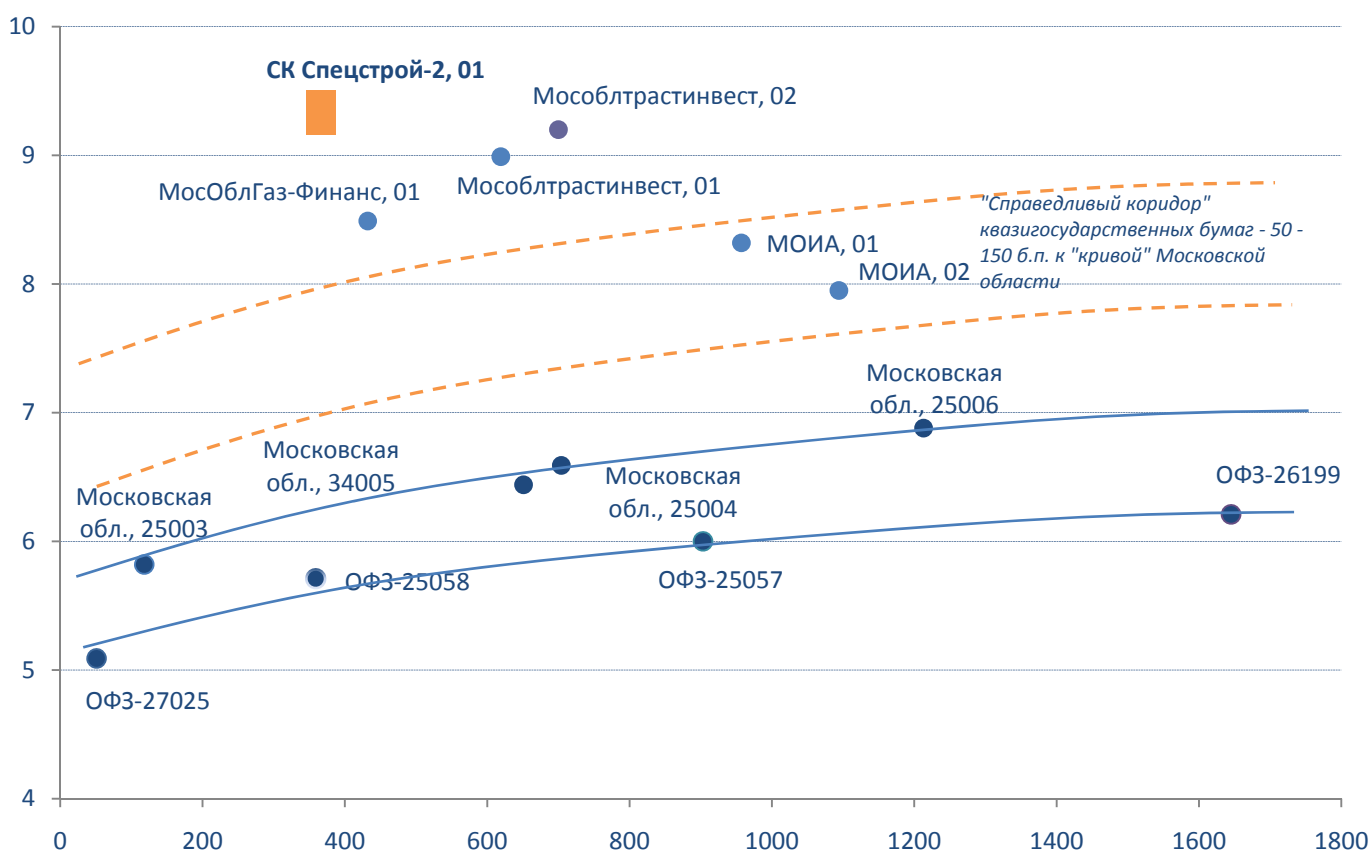
За последний год сектор «квазигосударственных» бумаг показал значительный рост – на рынок вышло большое количество компаний с государственным капиталом. Больше всего в данном секторе приуспели компании, работающие по государственным программам Московской области – «Московское областное ипотечное агентство», «Мособлгаз-Финанс» (ГУП «Мособлгаз») и «Мособлтрастинвест».

Облигации СК «Спецстрой-2» также являются квазигосударственными – компания реализует программы Правительства Московской области по строительству и реконструкции инфраструктурных объектов региона, учредитель компании – ОАО «Мособлтрастинвест», на 100% принадлежащее Московской области.

Таким образом, риск бумаг СК «Спецстрой-2» сопоставим с риском самой Московской области. После удачного размещения 7-го выпуска облигаций Московской области спреды по отношению к квазигосударственным бумагам региона сузились, однако все-еще остаются, по нашему мнению, неоправданно широкими – до 200 б.п.

При текущем состоянии рынка доходность облигаций СК «Спецстрой-2» можно прогнозировать с премией к доходности бумаг Мособлтрастинвест, 01 на уровне 30 - 50 б.п., что связано с отсутствием значительной кредитной истории компании, международных рейтингов и премией «за дебют», что будет соответствовать доходности к годовой оферте 9,31 - 9,52% годовых. Данный размер премии к облигациям Мособлтрастинвест, 01 мы считаем справедливым в связи с более короткой длиной займа (с учетом оферты).

В реднесрочной перспективе мы оцениваем «справедливый» коридор квазигосударственных бумаг на уровне 50 – 150 б.п. к «кривой» Московской области. Сужение спредов будет обусловлено приобретением квазигосударственными компаниями Области публичной кредитной историей, окончанием реализации многих инвестиционных программ, как подтверждение надежности эмитентов. Таким образом на текущий момент покупка бумаг СК «Спецстрой-2» на первичном размещении, безусловно, является интересной инвестиционной идеей.



Источник: РБК, C-bonds, Rusbonds, анализ ИФК «РИГрупп-Финанс»

С учетом премии за дебют мы оцениваем «справедливую» доходность к годовой оферте займа СК «Спецстрой-2» на уровне 9,31-9,52% годовых, что соответствует ставке купона при размещении 9,1 - 9,3% годовых.

Управляющий директор	Васильев Михаил	(495) 727-09-44	mv@rigfinance.ru
----------------------	-----------------	-----------------	--

Инвестиционно - банковские услуги и финансирование

Управляющий директор	Семенов Андрей	(495) 727-09-44	semenov@rigfinance.ru
Начальник управления организации долгового финансирования	Игнатов Александр	(495) 727-09-44 доб. 480	ignatov@rigfinance.ru
Управление долгового финансирования	Ящук Александр	(495) 727-09-44 доб. 483	almi@rigfinance.ru
	Письменный Станислав	(495) 727-09-44 доб. 472	stanislavp@rigfinance.ru
Управление сопровождения эмиссии ценных бумаг	Некрасова Екатерина	(495) 727-09-44 доб. 484	nekrasova@rigfinance.ru
Отдел финансового консультирования	Люлинский Илья	(495) 727-09-44 доб. 473	lulinskiy@rigfinance.ru

Аналитика

Корпоративные облигации	Грицкевич Дмитрий	(495) 727-09-44 доб. 471	gritskevich@rigfinance.ru
Муниципальные облигации	Письменный Станислав	(495) 727-09-44 доб. 472	stanislavp@rigfinance.ru

Управление брокерской и дилерской деятельности

Начальник управления	Доронин Олег	(495) 974-65-48	doronin@rigfinance.ru
Отдел фондовых операций	Королев Вадим	(495) 727-09-44 доб. 411	vkorolev@rigfinance.ru
	Марсель Бадреев	(495) 727-09-44 доб. 411	badreev@rigfinance.ru

Управление синдикации и продаж

Отдел первичных размещений	Басин Денис	(495) 727-09-44 доб. 440 8 (916) 280 80 10	basin@rigfinance.ru
	Верникова Инара	(495) 727-09-44 доб. 482 8 (916) 294 89 04	vernikova@rigfinance.ru
Отдел продаж долговых инструментов	Вандяк Анна	(495) 727-09-41 доб. 410	bonds@rigfinance.ru

Настоящий аналитический обзор подготовлен аналитическим подразделением ЗАО ИФК «РИГрупп-финанс» и отражает только мнения аналитиков ИФК «РИГрупп-финанс». Настоящий аналитический обзор подготовлен исключительно в информационных целях и ни при каких обстоятельствах не может рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Настоящий обзор не содержит никаких прямых или косвенных рекомендаций по купле или продаже ценных бумаг, а любые содержащиеся в обзоре прогнозы и оценки ситуации на рынке отражают мнение аналитиков. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения ценных бумаг, должно провести собственный анализ финансового положения соответствующей компании, а также иных факторов, которые имеют отношение к инвестициям в ценные бумаги. Ни при каких обстоятельствах данный аналитический обзор не может использоваться или рассматриваться как реклама или совет приобрести или продать какие-либо финансовые инструменты. Несмотря на то, что информация, приведенная в настоящем обзоре, является, насколько нам известно, верной на дату его составления, ИФК «РИГрупп-финанс» не дает никаких прямых или косвенных гарантий или заверений в отношении предоставленной информации и не несет ответственности за ее полноту и точность. ИФК «РИГрупп-финанс» и ее сотрудники не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего аналитического обзора или содержащейся в нем информации. Все права на данный аналитический обзор принадлежат ИФК «РИГрупп-финанс». Данный аналитический обзор не подлежит воспроизведению, размножению или опубликованию полностью или частично каким-либо лицом без ссылки на ИФК «РИГрупп-финанс».