

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Строймонтаж: Flashnote к размещению

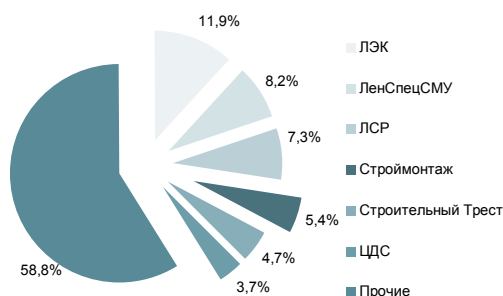
- **Группа Строймонтаж** – одна из ведущих девелоперских компаний на рынке жилой недвижимости «северной столицы». По оценкам эмитента, в 2007 году доля Группы в продажах всех типов жилья составила 5.4%: по этому показателю Строймонтаж занимал 4 место в Санкт-Петербурге.
- 2007 год для Группы Строймонтаж, как и для рынка недвижимости Санкт-Петербурга в целом, был довольно успешным. На фоне стабильно высокого спроса на квартиры, подпитываемого развитием ипотечных программ, а также растущих цен на недвижимость, объем поступлений от реализации квартир практически удвоился и составил 275 млн. долл. При этом доходы оказались на 20% выше прежних прогнозов.
- Перспективы продаж на ближайшие 5 лет определяются существующим портфелем проектов, который только по строящимся объектам и объектам на проектной стадии составляет 504 тыс. кв. м. Кроме того, еще 586 тыс. кв. м. приходится на проекты на предпроектной стадии (приобретение участков для строительства по этим объектам находится на завершающем этапе). Таким образом, общий объем портфеля превышает 1 млн. кв. м.
- Позитивным моментом с точки зрения кредитного качества Группы является наличие банка земельных участков стоимостью более 7 млрд. руб. - высоколиквидных активов с растущей рыночной стоимостью. Основная доля этой суммы приходится на участки под элитную застройку в центральных районах Санкт-Петербурга.
- Если российский бизнес Группы в 2007 году развивался в рамках обозначенных ранее планов, то французский сегмент претерпел довольно существенные изменения. Французское подразделение переориентировалось от жилых объектов в сторону более защищенного от возможных колебаний спроса рынка коммерческой недвижимости. Первым проектом на этом рынке должно стать строительство высотного комплекса Hermitage Towers в наиболее престижном деловом районе Парижа, La Defense.
- Для финансирования текущих операционных и инвестиционных расходов, в том числе покупки новых участков земли, Группа использовала как собственные средства, так и кредитное плечо: объем долга вырос с 17 млн. долл. до 94.4 млн. долл. (2.36 млрд. руб.), или до уровня 1.6 EBIT в относительном выражении. При этом, по состоянию на 01.01.2008 у Группы Строймонтаж оставался довольно существенный объем незадействованных кредитных линий: 33.6 млн. долл.
- Справедливую доходность выпуска Строймонтаж с учетом премии за первичное размещение мы оцениваем на уровне 15.5% - 17% к годовой оферте.

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru

Группа Строймонтаж – одна из ведущих девелоперских компаний на рынке жилой недвижимости «северной столицы». По оценкам компании, в 2007 году доля Группы в продажах всех типов жилья составила 5,4%, что можно считать довольно существенным результатом, учитывая низкую степень консолидации рынка недвижимости Санкт-Петербурга (около 60% продаж приходится на компании, имеющие доли меньше 3%).

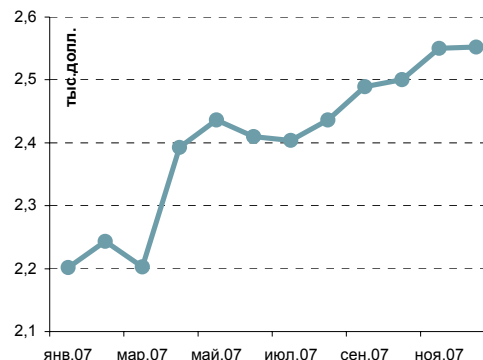
Позиции на рынке: в пятерке лидеров

Рынок жилья Санкт-Петербурга: продажи квартир



Источник: Данные компании

Динамика средних цен по объектам Группы в 2007:



Источник: Данные компании

2007 год для Группы Строймонтаж, как и для рынка недвижимости Санкт-Петербурга в целом, был довольно успешным. На фоне стабильно высокого спроса на квартиры, подпитываемого развитием ипотечных программ, а также растущих цен на недвижимость, объем поступлений от реализации квартир практически удвоился и составил 275 млн. долл. США, при том что в «натуральных показателях» продажи выросли лишь на 11% к уровню 2006 года.

Российский сегмент бизнеса: поступления от продажи квартир превысили ожидания

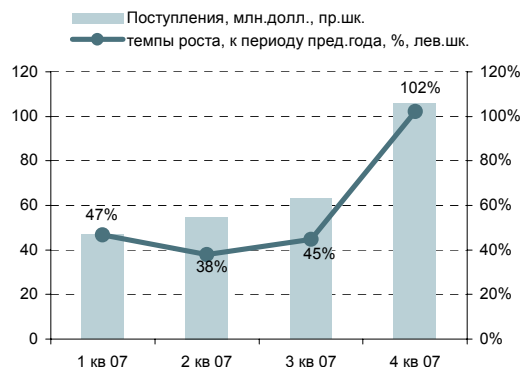
Стоит отметить, что денежный поток от реализации недвижимости превысил первоначальные прогнозы Группы (около 230 млн.долл.), озвученные в материалах к размещению облигационного займа в августе 2007.

Поступления средств от продажи жилья в 2003-2007:



Источник: Данные компании

Поступления средств от продажи жилья в 2007 году, квартальная разбивка:



Источник: Данные компании

Всего в 2007 году было сдано 95,2 тыс. кв. м. площадей. При этом, в апреле 2008 года Группа введет в эксплуатацию еще два объекта, сдать которые так же планировалось в прошлом году, общей площадью еще 97,5 тыс. кв. м.

Общий объем строительства (освоения) в прошлом году составил 125,3 тыс.кв.м., что на 20% превысило объемы продаж. Довольно благоприятные рыночные условия позволяют компании создавать «запас» площадей, реализация которых на более поздней стадии строительства обеспечивает более высокую добавленную стоимость.

Продажи жилья и освоение в 2006 – 2012П:



Источник: Данные компании

Ввод жилья в 2007 – 1кв2008:

Название объекта	Месторасположение	Полезная площадь	Ввод в эксплуатацию
"Лазурный" (ЮРВ-46, К. 19,20,27,28)	ул. Купчинская, д. 34, к.1	38,1	29.06.2007
"Дом у ручья" (СМР-54)	Калининский район	6,9	31.10.2007
"Огни Юго-Запада" (ЮЗ-10-1Оч)	Красносельский район	11,8	26.12.2007
"Южная широта" (ЮЗ-10Б - 1Оч)	ул. Рихарда Зорге, д.4	14,4	06.11.2007
"Южная широта" (ЮЗ-10Б - 2Оч)	ул. Рихарда Зорге, д.4	14,0	26.12.2007
Аллеи Эрмитажа, 1 оч. (Франция)	40-62, Авеню де Фрэн 77144 Монтеврэн, Франция	9,9	15.12.2007
Итого		95,2	
Звездный-2 корп.12 (ВЮГ-10-13)	Московский район	64,9	апр.08
Звездный-2 корп.10 (ВЮГ-10-10)	Московский район	32,6	апр.08

Источник: Данные компании

Портфель проектов российского подразделения Группы Строймонтаж:

Проект	Адрес	Класс	Полезная площадь, кв.м.	объем инвестиций, млн. долл.	объем поступлений, млн. долл.	Окончание строительства
Строящиеся объекты						
"Звездный-2" (ВЮГ-10-К.10)	пр. Космонавтов, 63	Типовое	32,5	30,7	45,7	II квартал 2008
"Звездный-2" - 2 Оч.(ВЮГ-10-К.13: 1,2 Оч)	пр. Космонавтов, 63	Типовое	65,4	65,4	102,1	II квартал 2008
Космонавтов,63, уч.10 (ВЮГ-10, уч.10)	пр. Космонавтов, 63	Типовое	37,3	41,0	94,2	III квартал 2009
"Чистый ключ"	Гражданский пр., д.11	Типовое	14,9	20,1	30,6	II квартал 2009
"Солнечный" (СМР-48)	Калининский район	Типовое	43,1	54,5	91,2	III квартал 2008
"Академия"	ул. Бутлерова, 42	Типовое	41,0	50,1	76,7	III квартал 2008
"Огни Юго-Запада" (ЮЗ-10, 2Оч)	Красносельский район	Типовое	21,2	25,8	46,4	II квартал 2008
"Южные паруса" - 3 Оч.(ЮЗ-13, 1-3Оч)	Юго-Запад	Типовое	39,1	52,1	87,7	II квартал 2008
"Монблан" (1, 2 Оч.)	Б. Сампсониевский пр., д.4,6,8	Элита	37,0	47,1	152,9	III квартал 2008 (1Оч) III квартал 2009 (2Оч)
Итого строящиеся объекты:			331,5	386,8	727,4	
Объекты на стадии проектирования:						
Космонавтов, 63, уч.5 (ВЮГ-10, уч.5)	пр. Космонавтов, 63	Типовое	37,8	97,6	129,2	III квартал 2010
Малый проспект ПС	Малый пр. П.С., д.79,81,83	Элита	14,6	82,5	138,5	IV квартал 2010
Робеспьера наб.	Набережная Робеспьера, д.32, Лит.А	Элита	12,9	108,4	201,4	III квартал 2010
Эсперова	ул. Эсперова, д.12, 16/23	Элита	5,6	33,4	72,2	I квартал 2010
Sky Towers	Приморский район, парк 300-летия СПб	Комфорт	101,8	459,1	863,4	IV квартал 2012
ИТОГО по объектам на стадии проектирования			172,7	781,1	1404,8	
ИТОГО по объектам в портфеле Корпорации			504,1	1167,8	2132,2	
Проекты на предпроектной стадии						
Крестовский	Крестовский остров	Элита	49,7	253,6	571,9	II квартал 2011
Выборгская	Выборгский	Типовое	20,3	58,2	79,8	IV квартал 2011
Петроградка	Петроградский	Комфорт	14,8	46,1	107,3	III квартал 2011
Комплексная застройка	Калининский район	Типовое	377,1	1105,4	1793,7	II квартал 2015
Республиканская	Красногвардейский район	Типовое	101,9	214,2	455,7	IV квартал 2012
Сестрорецк	Приморский	Типовое	21,9	56,2	102,4	IV квартал 2011
Итого на предпроектной стадии:			585,9	1733,6	3111,0	
Итого, портфель проектов			1090,0	2901,5	5243,2	

Источник: Данные компании

Перспективы продаж на ближайшие 5 лет определяются существующим на настоящий момент портфелем проектов, который только по строящимся объектам и объектам на проектной стадии составляет 504 тыс. кв. м. Кроме того, еще 586 тыс. кв. м. приходится на проекты на предпроектной стадии (приобретение участков для строительства по этим объектам находится на завершающем этапе). Таким образом, общий объем портфеля превышает 1 млн. кв. м.

Стоит отметить, что хотя в портфеле преобладает сегмент типового жилья (78%), в среднесрочной перспективе доля более дорогих сегментов Комфорт и Элита в структуре поступлений должна вырасти. На настоящий момент в разработке находятся 5 проектов элитного жилья в престижных районах Санкт-Петербурга и два-

Портфель проектов более 1 млн. кв. метров – фундамент будущих денежных потоков

проекта класса комфорт (Sky Towers и жилой комплекс на Петроградской стороне).

Наличие земельных участков под застройку элитного жилья является позитивным фактором с точки зрения кредитного качества, причем как с позиции будущих денежных потоков, так и с точки зрения наличия высоколиквидных активов с растущей рыночной стоимостью.

Банк земельных участков Группы Строймонтаж:

Адрес	Площадь, тыс. кв. м.	Балансовая стоимость, млн. руб.	Рын. стоимость, млн. руб.
Космонавтов 63, Уч 5	17,8	8,7	174,0
Космонавтов 63, Уч 6	1,6	0,6	оценка не произв.
Космонавтов 63, Уч 9	2,9	1,0	оценка не произв.
Космонавтов 63, Уч 10	16,2	5,8	оценка не произв.
Крестовский	28,5	3212,7	3212,7
Робеспьера	1,3	1123,5	1930,0
Республиканская	12,4	3,6	оценка не произв.
МП ПС	3,9	42,7	1260,0
Эсперова	2,1	98,0	387,1
Всего	86,8	4496,4	6963,8

Источник: Данные компании

На настоящий момент рыночная стоимость только четырех свободных от застройки участков в собственности Группы превышает 6.75 млрд. руб. Основная доля этой суммы – участки под элитную застройку (Крестовский остров, набережная Робеспьера, Малый Проспект Петроградской Стороны, ул. Эсперова). При этом реальная стоимость земельного банка выше 7 млрд. руб., учитывая наличие участков, по которым компания не располагает рыночной оценкой. Все участки земли находятся на балансе ЗАО «Строймонтаж».

Если российский бизнес Группы в 2007 году развивался в рамках обозначенных ранее планов, то французский сегмент претерпел довольно существенные изменения, продиктованные «новой экономической реальностью».

Французское направление: «смена акцентов»

До недавнего времени Группа Строймонтаж, представленная во Франции дочерней компанией Hermitage S.A.S., рассматривала в качестве ключевого для себя направления бизнеса на европейском рынке строительство жилых комплексов, ориентированных на верхний средний класс. В частности, на настоящий момент успешно реализован один проект – жилой комплекс «Аллеи Эрмитажа» в пригороде Парижа Монтеврэн, площадью 20 тыс. кв. м. Первая очередь строительства была сдана в декабре 2007 года, вторую планируется сдать в июне 2008. При этом по состоянию на 01.03.2008 было продано порядка 70% квартир.

До недавнего времени в планах Hermitage S.A.S. было еще три проекта жилья общей площадью более 90 тыс. кв. м. В то же время, в конце 2007 года ситуация на французском рынке жилой недвижимости ухудшилась. Американский ипотечный кризис затронул и европейский рынок, привел к росту ставок по ипотечным кредитам, что негативно сказалось как на объеме спроса со стороны конечных покупателей, так и на «инвестиционном» спросе. В итоге девелоперы столкнулись со сложностями при реализации квартир.

У Hermitage существенных проблем с реализацией по единственному готовому проекту (Аллеи Эрмитажа) не возникло. В то же время, новые проекты, по которым продажи пока не начинались, оказались «под вопросом». В настоящий момент компания рассматривает возможность продажи имеющихся участков, ведутся переговоры с покупателями. При этом, учитывая рост стоимости земли с момента приобретения, Группа рассчитывает реализовать участки с прибылью.

Временно приостановив работу по новым проектам в сегменте жилья по Франции, Группа не отказалась от присутствия на французском рынке. Hermitage «сместил акценты» своей деятельности в пользу более защищенного от возможных колебаний спроса рынка коммерческой недвижимости и многофункциональных комплексов.

Офисный рынок в Париже последние несколько лет характеризуется довольно высоким спросом на помещения, особенно в наиболее престижных районах, к которым в частности относится деловой район La Defense. Согласно данным отчета международного агентства недвижимости Colliers C.L.S., средние арендные ставки в деловом центре Парижа с 2003 года растут на 4% - 8% в год. При этом, доля сво-

бодных помещений в La Defense в 2007 году снизилась с 5% до 3%, что также говорит об устойчивом спросе на офисы «премиум – класса». По мнению экспертов, экономические последствия кризиса на финансовых рынках потенциально могут вызвать снижение спроса на коммерческую недвижимость и формирование «нависа предложения» в регионе Ile-de-France, к которому относится Париж. В то же время, к наиболее престижным районам эти опасения относятся в гораздо меньшей степени, и ставки аренды там продолжают повышательный тренд.

Новым проектом компании во Франции должно стать строительство многофункционального высотного комплекса Hermitage Towers в наиболее престижном деловом районе Парижа, La Defense. Комплекс будет состоять из двух башен высотой 309 и 264 м (76 этажей — первая башня и 66 — вторая), соединенных между собой 9-этажной конструкцией на высоте 75 м, и станет самым высоким жилым зданием в Европе. Hermitage Towers разместит в себе торговые, развлекательные и офисные площади, гостиницу, частные апартаменты. К разработке проекта привлечены ведущие специалисты: Jacques Ferrier Agency, одно из лучших архитектурных бюро Франции, а также Bouygues (в роли генерального подрядчика), крупнейшая французская строительная компания.

Для целей строительства комплекса Hermitage заключила предварительные договоры купли-продажи земельных участков площадью 18 тыс. кв. м., которые составляют площадь достаточную для реализации проекта. Основные договора купли-продажи должны быть заключены до конца 2008 года, и общий объем инвестиций на покупку земли составит порядка 100 млн. евро.

Площадь, тыс. кв. м.	250
Полезная площадь, тыс. кв. м.	200
Высота	300
Общий объем инвестиций	около 2 млрд. евро
Общий объем поступлений	около 3 млрд. евро
Назначение	Многофункциональный комплекс
Начало строительства	Конец 2009 года
Окончание строительства	конец 2013 года

Проект Hermitage Towers стал одним из пяти финалистов тендера на строительство башни Сигнал, объявленного EPAD (Объединение по развитию квартала La Defense). Первоначально в конкурсе участвовало 30 проектов из разных стран. Окончательные итоги конкурса будут объявлены в середине мая 2008 года. Стоит отметить, что в данном случае победа в конкурсе не предполагает автоматически получение участка земли: победитель получает лишь разрешение на строительство и содействие EPAD в части поиска возможностей для приобретения участка. В то же время, у Hermitage необходимая для строительства земля уже есть, что дает большое преимущество перед другими участниками. Поэтому независимо от результатов конкурса проект Hermitage Towers будет реализован, при этом, в случае победы Hermitage возможно удастся увеличить площадь застройки.

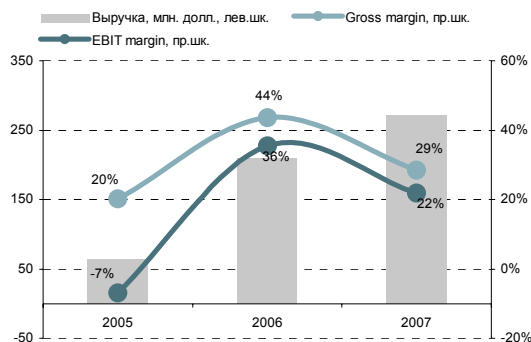
Вопрос финансирования проекта пока остается открытым. Ведутся переговоры с потенциальными инвесторами – европейскими финансовыми организациями. Уже подписано соглашение об участии в проекте известной гостиничной сети Jumeirah из ОАЭ. Предварительно объем собственных инвестиций в проект составит около 100 млн. евро: эти средства будут профинансированы за счет средств от продажи жилых участков во Франции и вложений российского подразделения.

Согласно данным управленческой отчетности, выручка Группы Строймонтаж (российского подразделения) в прошлом году выросла на 30%, составив 272 млн. долл.

Финансовые итоги 2007

Вкратце напомним, что выручка по основной деятельности в управленческой отчетности Группы Строймонтаж определяется в соответствии с процентом освоения (percentage of completion), и на ее размер в первую очередь влияют два фактора – прогресс в освоении объекта и оценка его продажной стоимости. Таким образом, размер дохода, отраженного в форме 2, не является прямым отражением реального объема поступлений от строительной деятельности. В то же время, в 2007 году разница между величиной продаж (275 млн. долл.) и учтенной выручкой (272 млн. долл.) была минимальной, так как по многим объектам процент освоения приближался к 100%.

Выручка и показатели эффективности Строймонтаж:



Источник: Управленческая отчетность Группы, расчеты Банка ЗЕНИТ

Структура себестоимости, 2005-2007:



Источник: Управленческая отчетность Группы, расчеты Банка ЗЕНИТ

Показатели рентабельности в 2007 году сохранились на довольно высоком уровне, хотя и несколько снизились по сравнению с предыдущим годом: норма прибыли EBIT составила 22%. Снижение рентабельности было вызвано главным образом ростом затрат на строительство. За 2007 год себестоимость строительно-монтажных работ выросла в среднем на 30%, в частности, рост цен на цемент за 2007 год достиг 70%. Увеличение доли инвестиционных затрат носит технический характер и связано с перераспределением статей затрат между группами статей «СМР» и «Инвестиционные расходы».

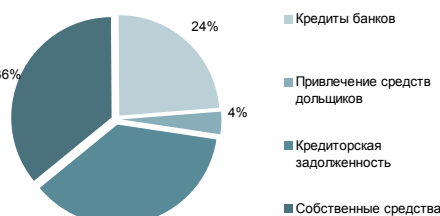
Анализируя управленческий баланс Группы, стоит отметить довольно существенный рост валюты баланса, практически в 4 раза до 413.3 млн. долл. Основной рост произошел за счет приобретения новых участков земли, которые Группа отразила в составе оборотных активов (176.7 млн. долл.). Кроме того, увеличилась дебиторская задолженность, в том числе задолженность покупателей квартир - остатки ожидаемых вторичных поступлений по заключенным договорам (рост в 2.3 раза до 155 млн. долл.), а также незавершенное строительство (рост до 49.6 млн. долл.), где отражаются инвестиционные расходы по проектам, находящимся на начальных этапах освоения.

Структура активов Группы Строймонтаж:



Источник: Управленческая отчетность Группы, расчеты Банка ЗЕНИТ

Структура пассивов Группы Строймонтаж:



Источник: Управленческая отчетность Группы, расчеты Банка ЗЕНИТ

В структуре пассивов по состоянию на 01.01.2008 существенная доля по-прежнему приходилась на собственные средства – нераспределенную прибыль (36% валюты баланса). При этом на фоне роста кредитного портфеля доля финансового долга выросла с 9% на 01.01.2007 до 24%.

Еще одной довольно крупной статьёй стала кредиторская задолженность в размере 155.8 млн. долл. Основную долю этой суммы представляла собой задолженность по оплате приобретенного участка под элитную застройку (на Крестовском острове), в размере 3.2 млрд. руб., которую Группа должна закрыть в течение 1-2 кварталов 2008 года.

Учитывая специфику принципов составления отчетности девелоперов, для анализа фактического поступлений и расходов денежных средств в отчетном периоде, на наш взгляд, лучше всего использовать управленческие данные о движении денежных средств.

Прогноз движения денежных средств по российскому подразделению Группы Строймонтаж*, 2007 – 2013П

млн. руб.	2007	01.01.08	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Операционная деятельность								
Поступления	6 351		4 196	6 038	13 321	19 841	21 578	15 923
Выбытия	-8 599		-10 020	-10 754	-13 354	-13 392	-10 468	-6 692
ЧДП	-2 248		-5 824	-4 716	-33	6 449	11 109	9 231
ЧДП без учета затрат на покупку земли	837		н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.	н.д.
Инвестиционная деятельность								
Поступления	4 857		7 217	9 188	15 182	15 434	17 811	46 551
Выбытия	-5 015		-6 186	-11 398	-14 320	-15 256	-14 992	-12 311
Поступления от Hermitage S.A.S./ долг Hermitage на балансе		-178	-121	-2 331	-1 469	-1 291	1 528	35 768
ЧДП	-158		1 031	-2 210	862	178	2 819	34 240
Финансовая деятельность								
Привлечение	3 543		9 415	7 736	6 168	3 987	504	0
Погашение	-1 500		-4 282	-1 813	-6 988	-9 397	-5 791	-3 018
Долг на балансе		2 335	8 678	14 600	13 779	8 369	3 082	63
ЧДП	2 043		5 133	5 922	-821	-5 410	-5 287	-3 018
Чистый денежный поток	-363		340	-1 004	8	1 216	8 641	40 453
ЧДП нараст. итогом		469	1 007	3	11	1 227	9 868	50 321

Источник: Данные компании

*Потоки по французскому сегменту отражены в разделе «Инвестиционная деятельность»

Согласно этим данным, поступления Группы от операционной деятельности в 2007 году превысили 6.3 млрд. рублей. Чистый денежный поток был отрицательным, однако стоит учитывать, что в состав выбытий по операционной деятельности Строймонтаж включает расходы на приобретение земельных участков. В прошлом году на эти цели было направлено больше 3 млрд. рублей. Без учета данной статьи затрат, чистый операционный поток был положительным и составил 837 млн. руб.

Инвестиционная деятельность в 2007 году была в основном связана с размещением на банковских депозитах свободных денежных средств (около 4.2 млрд. руб.) и последующим их изъятием для финансирования текущих расходов. Кроме того, некоторая часть выбытий по инвестиционной деятельности пришлась на вложения во французское направление бизнеса – займ компании Hermitage S.A.S. По состоянию на 01.01.2008 общий объем займа французского подразделения перед ЗАО «Строймонтаж» составил 178 млн. рублей.

Прогноз движения денежных средств по инвестиционной деятельности на 2008 – 2013 гг. в основном отражает реализацию проекта Hermitage Towers: в поступлениях отражается приток средств по проектному финансированию (2008-2009) и продажам площадей (после 2009), в оттоках – расходы по строительству. Соответственно, дефицит средств будет финансироваться за счет российского подразделения Группы. «Пиковым» в этом плане станет 2009 год, когда объем отчислений из российского бизнеса по французские проекты достигнет 2.3 млрд. руб.

Для финансирования текущих операционных и инвестиционных расходов, в том числе покупки новых участков земли, Группа использовала как собственные средства, так и кредитное плечо: объем долга вырос с 17 млн. долл. до 94.4 млн. долл. (2.36 млрд. руб.), или до уровня 1.6 прибыли EBIT в относительном выражении. При этом, по состоянию на 01.01.2008 у Группы Строймонтаж оставался довольно существенный объем незадействованных кредитных линий: 33.6 млн. долл.

Кредитный портфель на 01.01.2008:

	Сумма по договору, млн.долл.	Использовано, млн.долл.	Свободный лимит, млн.долл.	Погашение	Ставка
Росбанк	32,6	32,6	0,0	июн 08 - окт 08	11.5% - 12.5%
Сбербанк	32,2	31,7	0,5	сен 08 - сен 09	9.8% - 11.5%
Банк Санкт-Петербург	26,9	12,2	14,7	авг 08 - дек 08	9.8% - 11%
Связьбанк	12,2	0,0	12,2	окт.09	12%
Балтинвестбанк	12,2	6,1	6,1	авг 08 - сен 08	14% - 14.5%
Альфа Банк	8,9	8,8	0,1	май-июн 08	9.9% - 13.3%
Кредит Европа Банк	3,0	3,0	0,0	июл.08	11%
Итого	128,1	94,4	33,6		

Источник: Данные компании

В перспективе ближайших нескольких лет долговая нагрузка будет расти: на 2008 – 2009 гг. приходится довольно большой объем расходов по новым проектам, основная отдача от которых ожидается после 2009 года.

Пик долговой нагрузки придется на следующий год, когда показатель Debt/EBIT, по

прогнозам Группы, вырастет до 7.8. В то же время, в последующие годы за счет значительного роста денежного потока от продажи новых проектов показатели покрытия должны существенно улучшиться.

Объем долга и показатели покрытия: прогноз на 2008 - 2013

	2007	2008П	2009П	2010П	2011П	2012П	2013П
Долг на балансе на конец года	2 335	8 678	14 600	13 779	8 369	3 082	63
ЕВИТ	1 451	2 760	1 873	2 514	7 573	3 651	4 905
Финансовые расходы	-84	-880	-1 687	-2 038	-1 536	-848	-210
Долг на конец года/ЕВИТ	1,6	3,1	7,8	5,5	1,1	0,8	0,0
ЕВИТ/Проценты	17,27	3,14	1,11	1,23	4,93	4,30	23,37

Источник: Данные компании, расчеты Банка ЗЕНИТ

Позиционирование выпуска

Мы полагаем, что из всех компаний – девелоперов, работающих на рынке жилой недвижимости Санкт-Петербурга, наиболее близким аналогом для дебютного выпуска облигаций ГК Строймонтаж является выпуск компании ЛЭК, разместившийся в декабре 2007 года с доходностью 13.42% к годовой оферте.

Стоит отметить, что после выхода на вторичный рынок бумага заметно потеряла в цене, что отражает общерыночный негативный тренд, имевший место в сегменте рублевого долга в первом квартале 2008. Облигации ЛЭК не отличаются особой ликвидностью, поэтому в качестве ориентира мы используем среднюю доходность по цене предложения за последний месяц: она составляет около 15% годовых.

Строймонтаж и ЛЭК: сравнительный анализ

	Строймонтаж	ЛЭК
Ввод жилья в 2007, тыс.кв.м.	92,0	244,5
Ввод площадей за время работы на рынке, тыс.кв.м.	574,0	1260,0
Продажи 2007, кв.м.	104,0	261,3
Портфель проектов, тыс. кв. м.	1090	4200
Доля рынка Санкт-Петербурга:	5.4%	11.9%
Поступления 2007, млн. долл.	275,0	552,0
Финансовый долг, млн.долл.	94,4	207,9
Поступления/Долг	2,9	2,7

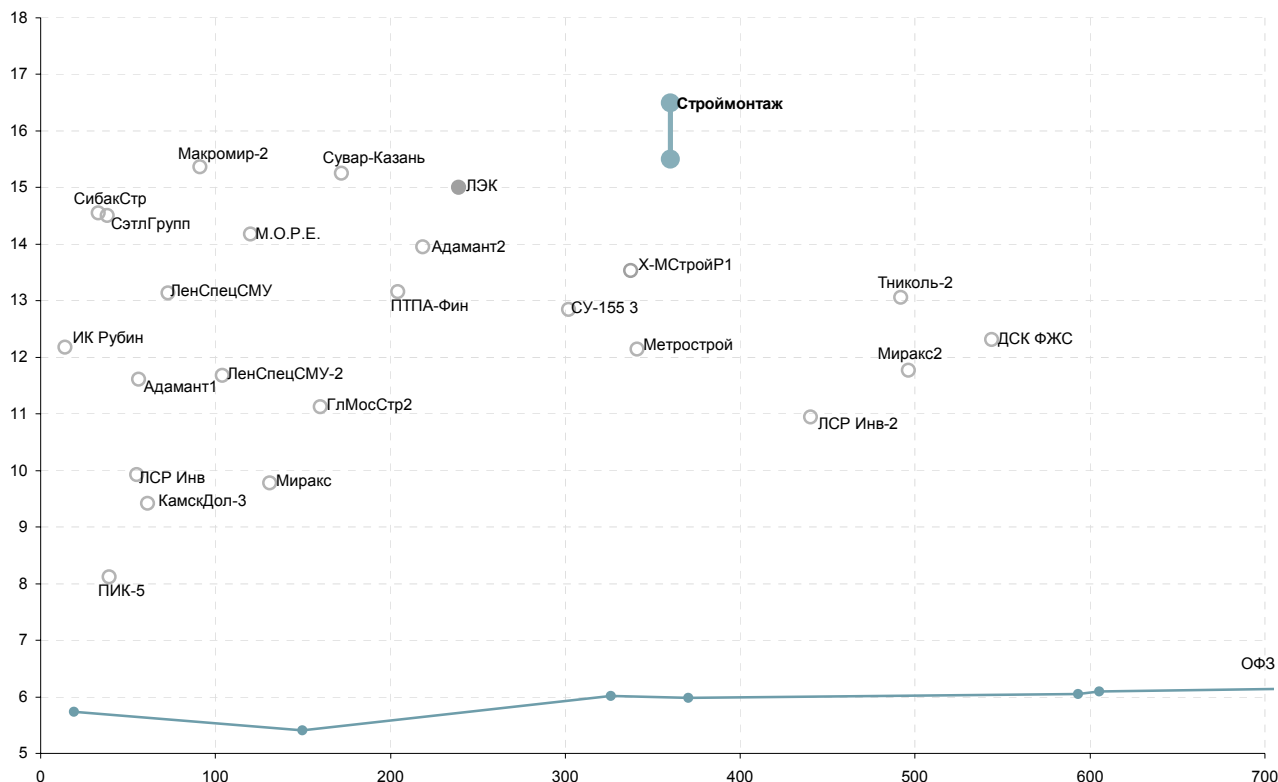
Источник: Данные компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ

* Оценка компании, включая все типы жилья

С точки зрения кредитного качества, ГК Строймонтаж уступает ЛЭК, главным образом из-за существующей разницы в занимаемой доле рынка, объемах продаж и строительства, а также объеме портфеля заказов. Это обуславливает необходимость премии в доходности размещаемого выпуска ГК Строймонтаж, размер которой мы оцениваем в 50 б.п. Кроме того, еще 50 – 100 б.п. должна составить премия за первичное размещение, необходимая в текущих рыночных условиях.

В итоге справедливый уровень доходности к годовой оферте по облигациям ГК Строймонтаж мы оцениваем в диапазоне 15.5% – 17% годовых.

Кривая доходности строительных компаний, 14/04/2008



Источник: ММВБ, расчеты Банка ЗЕНИТ

* ЛЭК Строй – доходность к оферте по средней цене предложения за последний месяц

Приложение. Управленческая отчетность Группы Строймонтаж

	2005	2006	2007
Выручка от реализации, в т.ч.:	63,18	209,52	271,96
Реализация помещений (договоры, закрытые освоением)	61,17	205,42	259,91
Услуги по регистрации прав собственности	0,18	0,25	0,57
Реализация товаров	1,83	2,32	4,45
Реализация проектов	-	1,53	7,03
Себестоимость реализации, в т.ч.:	(50,47)	(118,03)	(194,39)
Инвестиционные расходы	(5,29)	(12,79)	(41,50)
Строительно-монтажные работы	(43,18)	(102,45)	(144,93)
Расходы по регистрации прав собственности	(0,02)	(0,10)	(0,12)
Себестоимость реализованных товаров	(1,98)	(2,02)	(4,15)
Расходы по "упаковке проектов"	-	(0,67)	(3,69)
Валовая прибыль от реализации	12,71	91,49	77,57
Коммерческие расходы	(5,72)	(7,85)	(12,04)
Управленческие расходы	(3,45)	(6,52)	(9,18)
Прочие операционные доходы и расходы, сальдо	(7,29)	(2,60)	(0,07)
Налоги	(2,01)	(4,09)	(0,79)
Операционная прибыль	(5,76)	70,43	55,49
Финансовые доходы и расходы, в т.ч.:	(1,72)	(0,58)	(0,47)
Проценты полученные	-	1,00	2,25
Проценты уплаченные	(1,49)	(1,45)	(3,43)
Курсовые разницы и прочие финансовые расходы	(0,23)	(0,13)	0,71
Прибыль отчетного периода	(7,48)	69,85	55,02
Дивиденды	(0,42)	(0,94)	-
Чистая прибыль отчетного периода	(7,90)	68,91	55,02

	2005	2006	2007
Раздел I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ			
Основные средства	4,3	4,5	6,1
Долгосрочные вложения в ПФ	17,8	-	-
Долгосрочные вложения в ПАРИЖ	8,6	0,5	7,3
ИТОГО по разделу I	30,7	5,0	13,4
Раздел II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ			
Материалы	1,8	2,7	1,5
Земельные участки под объекты строительства	-	-	176,7
Незавершенное строительство	17,2	6,3	49,6
Финансовые вложения	2,2	18,0	10,5
Дебиторская задолженность	40,8	65,8	154,9
Депозиты	-	16,9	19,1
Денежные средства	1,5	0,5	1,0
ИТОГО по разделу II	63,5	110,3	413,3
БАЛАНС	94,2	115,3	426,7
Раздел III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ			
Уставный капитал	0,2	0,2	1,7
Нераспределенная прибыль	25,3	99,9	152,0
Расчеты с акционером	0,2	(3,9)	-
ИТОГО по разделу III	25,7	96,2	153,7
Раздел IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Долгосрочные кредиты банков	30,9	9,9	21,6
ИТОГО по разделу IV	30,9	9,9	21,6
Раздел V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА			
Краткосрочные кредиты банков	-	-	79,9
Кредиторская задолженность	(5,5)	3,8	155,8
ИТОГО по разделу V	(5,5)	3,8	235,7
Раздел VI. ОБЯЗАТЕЛЬСТВА ПЕРЕД ПОКУПАТЕЛЯМИ			
Привлечение средств покупателей квартир	43,1	5,4	15,6
ИТОГО по разделу VI	43,1	5,4	15,6
БАЛАНС	94,2	115,3	426,7

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	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Зам.начальника Департамента	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru

Управление продаж		sales@zenit.ru
-------------------	--	--

Начальник управления	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Виктория Морозова	v.morozova@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru

Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru

Стратегия/кредитный анализ	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Стратегия/кредитный анализ	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Кредитный анализ	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Кредитный анализ	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Кредитный анализ	Даниил Иванов	daniil.ivanov@zenit.ru

Акции	Игорь Нуждин	i.nujdin@zenit.ru
Акции	Дмитрий Дзюба	d.dzuba@zenit.ru

Управление доверительного управления активами

Доверительное управление активами	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

Начальник управления	Алексей Балашов	a.balashov@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.