

## Кредитный профиль эмитента

Докладывает «Горбушкин двор»

Залеская Анастасия,  
Zalenskaya\_AV@mmbank.ru

• Сегодня компании «Рубин» предстоит исполнить оферту по облигационному займу объемом 1.2 млрд руб. Эмитент уже назначил ставку на следующий купонный период в размере 13.75 % и выставил промежуточную полугодовую оферту по цене 100 % от номинала.

• В период особенной напряженности на рублевом долговом рынке эффективная доходность выпуска к оферте достигала 20-25 % годовых; в последнее время бумага стабилизировалась в районе доходности 15-16 % годовых. Таким образом, можно ожидать, что к досрочному погашению будет предъявлена существенная доля выпуска Рубина.

• По нашим оценкам, Рубин готов к прохождению оферты – в октябре компания привлекла средства соинвесторов (\$ 40 млн) и заключила договор проектного финансирования со Сбербанком, что должно позволить компании безболезненно пройти оферту, а также финансировать строительство объектов недвижимости.

### Профиль эмитента

Бренд «Рубин» уже давно не олицетворяет советские телевизоры. Права на производство телевизоров под этим брендом были проданы Рубином в 2003 г. Компания занялась развитием торговых площадей на Горбушке – одном из крупнейших в Москве рынков по торговле аудио/видео техникой, исторически сложившемся на территории, прилегающей к зданию завода «Рубин».

Рубин является одним из крупнейших строительно-инвестиционных холдингов в Москве и объединяет Строительную компанию «Рубин», Инвесткомпанию «Рубин» и ЗАО «Экстракт-Фили».

В настоящий момент Рубин управляет торговым комплексом «Горбушкин двор», офисными и складскими помещениями, расположенными в непосредственной близости от станции метро Багратионовская. Арендные платежи от сдачи этих объектов составляют основную часть денежных потоков компании. Параллельно с основным видом бизнеса Рубин занимается девелопментом в области коммерческой и жилой недвижимости.

Всего под управлением Рубина в настоящий момент находится 146 тыс. кв. м недвижимости. К 2009 г. компания планирует увеличить портфель коммерческой недвижимости до 450 тыс. кв. м. Рыночная стоимость активов компании оценивается в \$ 400 млн.

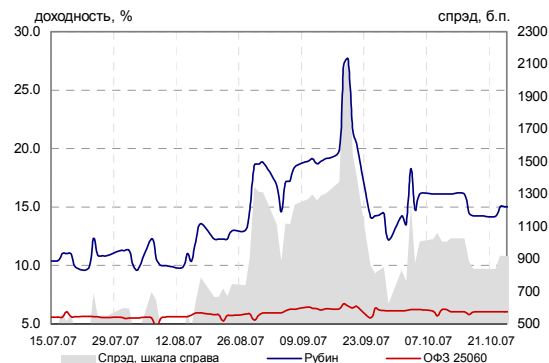
### Основные реализуемые проекты

- Гостинично-деловой центр «Рубин-Плаза» (ул. В. Кожинной). Окончание строительства – 3-й квартал 2008 г.
- Бизнес-центр «Рубин-Тауэр». Осуществляется проектирование и подготовительные работы. Окончание строительства запланировано на 4-й квартал 2010 г.
- Многофункциональный комплекс «Экстракт-Фили». Площадь – 104.7 тыс. кв. м. Срок завершения строительства – 3-й квартал 2008 г.
- Жилой дом бизнес-класса «Изумруд» (ул. Кастанаевская). Дом построен, идет монтаж и пусконаладка инженерного оборудования.
- Жилой дом бизнес-класса «Вэст сайд» (ул. Удальцова). Дом сдан приемочной комиссии.

### Перенос сроков

Сроки завершения строительства двух объектов были перенесены. Окончание строительства многофункционального комплекса ЗАО «Экстракт-Фили» было изначально запланировано на 2007 г., однако Рубину пришлось отложить его ввод в эксплуатацию на 4-й квартал 2008 г. в связи с корректировкой проекта под требования одного из основных якорных арендаторов компании CARREFOUR, которая откроет в комплексе свой первый гипермаркет в Москве.

### Доходность выпуска Рубин стабилизировалась в диапазоне 15-16 %



Доходность и спрэд за 20 торгов. дней \*

	ср.знач	ст.откл.	min	max
Рубин	15.32	1.11	13.56	18.27
ОФЗ 25060	6.07	0.13	5.70	6.23
Спрэд	945	109	762	1226

Источники: REUTERS, Банк Москвы

\*По состоянию на: 26.10.07

### Начиная с 2008 г. девелопмент будет приносить Рубину львиную долю доходов



Источник: Рубин, оценки Банка Москвы

Перенос завершения строительства одного проекта вызвал перенос сроков строительных работ по другому объекту компании. Для того чтобы не блокировать подъезд к первому комплексу «Горбушкин двор», запуск проекта «Рубин-Тауэр» будет осуществлен не ранее завершения строительства торгового центра ЗАО «Экстракт-Фили».

#### Район Академический

В этом году Рубин выиграл конкурс и стал участником комплексной реконструкции района «Академический» на юго-западе Москвы. Стоимость проекта предварительно оценивается в \$ 120 млн. Согласно распоряжению московской мэрии, до 2010 г. будет снесено несколько пятиэтажных жилых домов, расположенных на Нахимовском проспекте и улице Ивана Бабушкина. Вместо них к 2012 г. будут построены два жилых комплекса общей площадью 51 тыс. кв. м, подземные гаражи и объекты социального назначения. По условиям города инвестор за свой счет осуществит расселение жильцов сносящихся домов, а также перечислит 522 млн руб. на специальный счет Московского городского казначейства. После окончания реконструкции района в собственность Рубина перейдут все возведенные дома и подземные стоянки.

Денежные потоки от продажи квартир и инвестиционные расходы по этому проекту ожидаются нескоро. Весь следующий год объект будет находиться в стадии проектных проработок, строительство и реализация квартир начнется не ранее 2009 г.

#### Финансирование

Арендные платежи, получаемые Рубином, позволяют компании финансировать другие свои проекты. Источниками проектного финансирования также являются облигационный заем и кредитные линии.

В октябре МТЗ «Рубин» заключил соглашение со Сбербанком о финансировании строительства многофункционального торгово-развлекательного комплекса «Экстракт-Фили». Объем кредитной линии – \$ 116 млн (2.9 млрд руб.), срок договора – 10 лет.

#### Поступления по проектам Рубина в 2006-2010гг., \$ млн.

Объект	2006	2007П	2008П	2009П	2010П
<b>Выручка от продажи площадей</b>	<b>7.7</b>	<b>18.3</b>	<b>190.1</b>	<b>192.9</b>	<b>274.1</b>
Гостинично-деловой центр	-	-	146.0	148.6	10.5
Бизнес-центр «Высотка»	-	-	-	-	216.9
Комплекс «Фили»	-	-	24.4	44.3	46.7
«Изумруд»	5.0	18.3	19.8	-	-
«Вест сайд»	2.7	-	-	-	-
<b>«Горбушкин двор»</b>	<b>65.6</b>	<b>70.0</b>	<b>71.8</b>	<b>66.9</b>	<b>67.3</b>
<b>Итого:</b>	<b>73.3</b>	<b>88.3</b>	<b>261.9</b>	<b>259.7</b>	<b>341.3</b>

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы

#### Прогноз на 2007 г.

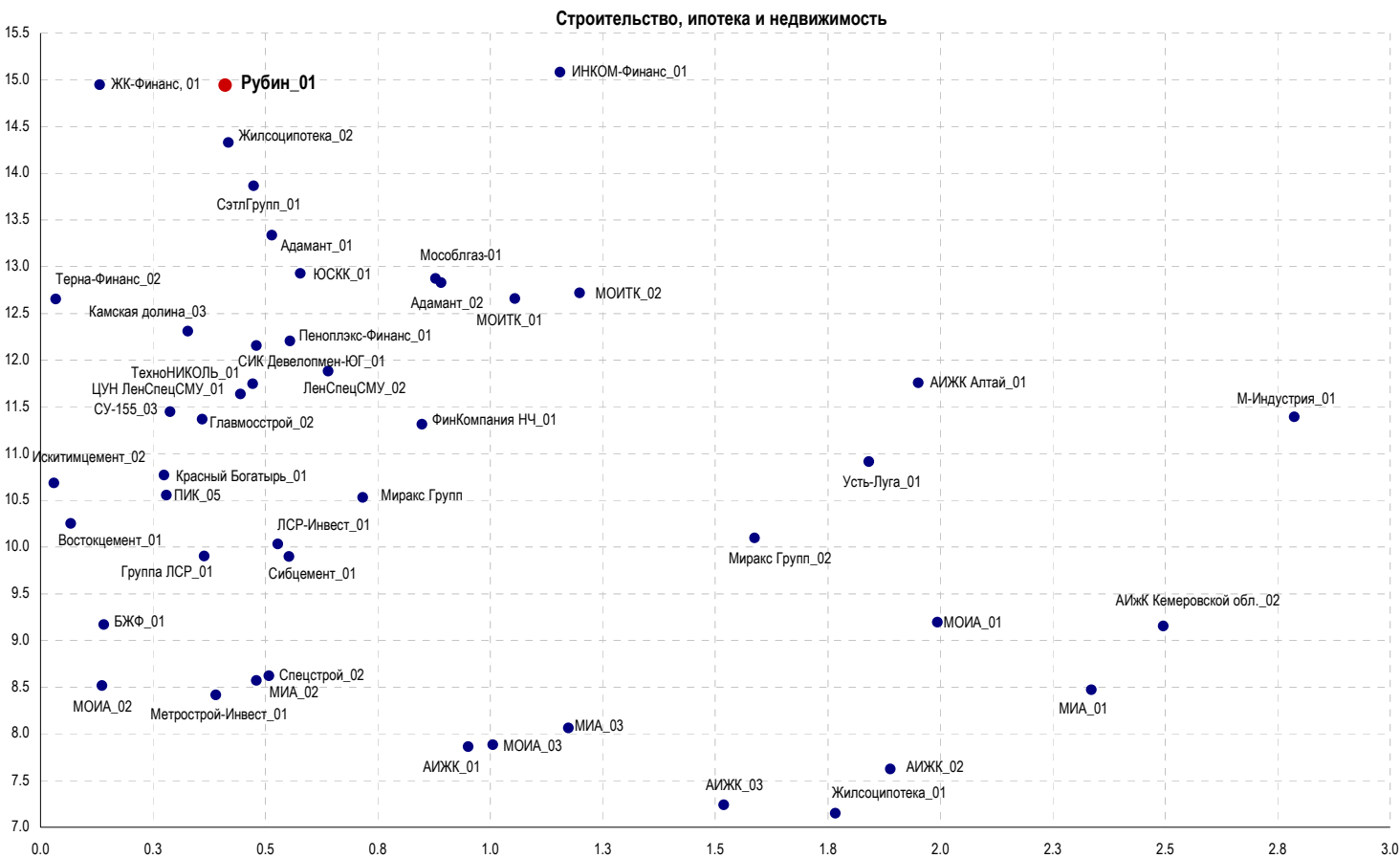
Начиная с текущего года, Рубин подготавливает отчетность по МСФО. В 2006-2007 гг. основную часть выручки и EBITDA компании составляли платежи от сдачи в аренду торговых и складских помещений. В следующем году денежные потоки от продажи площади впервые должны превысить арендные поступления. С 2008г. эмитент планирует начать реализацию офисных площадей в строящемся гостиничном деловом центре «Рубин-Плаза» на ул.В.Кожинной.

Таблица денежных потоков компании не полностью соответствует отчетности компании. Так, средства, полученные в 2007 г. от соинвесторов в жилом доме «Изумруд», найдут отражение в отчетности Рубина лишь после ввода в эксплуатацию здания и заключения договоров купли-продажи, а значит, пока они не могут быть отражены в качестве выручки компании. В связи с этим без учета поступлений по объекту «Изумруд» показатель EBITDA ожидается на уровне \$ 26 млн. в 2007г. По прогнозам компании объем долга увеличится на \$ 67 млн, из чего мы делаем выводы, что часть средств, привлеченных у Сбербанка, пойдет на рефинансирование текущей задолженности, в том числе, возможно, облигационного займа.

#### Финансовые показатели Рубина, МСФО, \$ млн.

Показатель	2005	2006	2007П
Выручка	59.7	78.1	64.0
EBITDA	18.3	25.9	26.0
Активы	434.8	557.1	640.0
Долг	46.9	129.0	196.0
СК	270.6	300.6	312.0
Рент-ть EBITDA	30.7%	33.2%	40.6%
Долг/EBITDA	2.6	5.0	7.5
EBITDA/%	8.9	3.9	1.6
Долг/Активы	11%	23%	31%
Долг/СК	17%	43%	63%
Долгоср. долг/ Долг	45%	87%	73%

Источники: данные компании, оценки Банка Москвы



Источники: REUTERS, расчеты и оценки Банка Москвы

**Аналитический департамент**  
Тел: +7 495 624 00 80  
Факс: +7 495 105 80 00 доб. 2822  
[Bank of Moscow Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru)  
[Bank of Moscow FI Research@mmbank.ru](mailto:Bank_of_Moscow_FI_Research@mmbank.ru)

**Директор департамента**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Начальник управления анализа рынка акций**

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Экономика**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)**Нефть и газ**

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Машиностроение/Транспорт**

Лямин Михаил

[Lyamin\\_MY@mmbank.ru](mailto:Lyamin_MY@mmbank.ru)**Телекоммуникации**

Мусяенко Ростислав

[Musienko\\_RI@mmbank.ru](mailto:Musienko_RI@mmbank.ru)**Химия, минеральные удобрения**

Волов Юрий

[Volov\\_YM@mmbank.ru](mailto:Volov_YM@mmbank.ru)**Стратегия**

Тремасов Кирилл

[Tremasov\\_KV@mmbank.ru](mailto:Tremasov_KV@mmbank.ru)

Веденеев Владимир

[Vedeneev\\_VY@mmbank.ru](mailto:Vedeneev_VY@mmbank.ru)**Электроэнергетика**

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)**Металлургия**

Скворцов Дмитрий

[Skvortsov\\_DV@mmbank.ru](mailto:Skvortsov_DV@mmbank.ru)**Потребительский сектор**

Мухамеджанова Сабина

[Muhamedzhanova\\_SR@mmbank.ru](mailto:Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru)**Отдел анализа рынка облигаций****Стратегия/ кредитный анализ**

Федоров Егор

[Fedorov\\_EY@mmbank.ru](mailto:Fedorov_EY@mmbank.ru)**Стратегия**

Ковалева Наталья

[Kovaleva\\_NY@mmbank.ru](mailto:Kovaleva_NY@mmbank.ru)**Кредитный анализ**

Залеская Анастасия

[Zalesskaya\\_AV@mmbank.ru](mailto:Zalesskaya_AV@mmbank.ru)**Стратегия**

Чупрына Татьяна

[Chupryna\\_TV@mmbank.ru](mailto:Chupryna_TV@mmbank.ru)

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и, в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существования даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности в связи с прямыми или косвенными потерями и/или ущербом, возникшим в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен, полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.