



КРЕДИТНЫЙ ОБЗОР

Адамант

АЛМАЗНЫЕ КОПИ СЕВЕРНОЙ СТОЛИЦЫ

Адамант является крупнейшей компанией Санкт-Петербурга, занимающейся девелопментом и эксплуатацией торгово-развлекательных комплексов, контролируя порядка 60% рынка города

Бизнес-модель, построенная на сдаче в аренду коммерческой недвижимости, не только дает Компании высокие и стабильные денежные потоки, но и позволяет оставаться владельцем постоянно растущих в цене объектов недвижимости

По уровню рентабельности и коэффициентам долгового покрытия Адамант выгодно выделяется на фоне прочих эмитентов строительного сегмента

В качестве поручителей по займу объемом 500 млн руб. выступают компании, владеющие комплексом недвижимости с оценочной стоимостью более 60 млн долл.

Мы оцениваем справедливую доходность выпуска Адамант к годичной оферте на уровне 13,5-14,25% годовых

Положительные факторы кредитного качества

- Привлекательная бизнес-модель основанная на строительстве и эксплуатации торгово-развлекательных комплексов в Санкт-Петербурге.
- Высокая рентабельность бизнеса в сочетании со стабильностью и предсказуемостью денежных потоков.
- Большой объем объектов коммерческой недвижимости находящихся в собственности Группы
- Оценка объектов недвижимости Группы известным независимым оценщиком
- Низкая долговая нагрузка

Факторы, ограничивающие кредитное качество

- Эмитентом и гаранторами выпуска являются компании представляющие незначительную часть активов и денежных потоков Компании
- Отсутствие аудированной консолидированной отчетности Группы

Профиль компании

Группа Адамант-Альянс (далее «Группа», «Компания», или «Адамант»), основанная в 1992г., представляет собой холдинговую компанию, занимающуюся девелопментом и эксплуатацией торгово-развлекательных комплексов в Санкт-Петербурге. На 1 марта 2005г. Адамант эксплуатировал объекты общей площадью более 300 тыс м², что составляет около 60% от общей площади торгово-развлекательных центров города (оценка Stanley Estate).

Адамант-Финанс '08

Размещение	09 июн 05
Эмитент	ООО "Адамант-Финанс"
Поручители	ООО "Ададжи", ООО "Крис"
Объем выпуска	500 млн руб.
Погашение	3 года
Оферта	1 год по 100%
Купон	полугодовой. 1-2 купон - на конкурсе. 3-4 купон - равен 1 купону минус 1%, 5-6 купон равен 3 купону минус 1%.
Организаторы	Планета Капитал, ФК Уралсиб, Москоммерцбанк

Финансовые показатели группы Адамант

млн долл.	2003	2004
Объем продаж	141	178
ЕБИТДА	61	81
Норма ЕБИТДА	43,5%	45,8%
Суммарные активы	306	451
Собственный капитал	267	383
Общий долг	35	54
Долг/Капитал	11,7%	12,3%
Долг/Активы	11,5%	11,9%
Долг/ЕБИТДА	0,57	0,66
ЕБИТДА/Проценты	36,9	14,9

Источник: Адамант



Среди «якорных» арендаторов в торговых комплексах системы «Адамант-Альянс» представлены следующие брэнды: Патэрсон, Перекресток (универсамы), М-Видео, Эльдorado, Техносила (бытовая техника), Форум, Плато, СпортМастер, Лукоморье (одежда, обувь), Л'Этуаль, Рив Гош, Ив Роше (косметика), Кронверк Синема (мультиплексные кинотеатры), Транзас (электронные игры), СпортЛайф (фитнес-центры) и другие.

Бизнес-модель Адаманта построена на получении арендных платежей от сдачи в аренду торговых площадей при сохранении прав собственности на торгово-развлекательные комплексы. Группа участвует во всем цикле строительства и эксплуатации торгово-развлекательных комплексов. Компании холдинга участвуют в строительстве торговых комплексов в качестве инвесторов и выступают в качестве генеральных подрядчиков при строительстве, выполняя до 50% строительных работ. После сдачи комплекса в эксплуатацию, коммерческая служба холдинга Адамант осуществляет поиск арендаторов и сдачу в аренду площадей торговых комплексов.

В состав холдинга Адамант входит более 150 организаций, разделенных на три направления:

- Эксплуатация и сдача в аренду торгово-развлекательных комплексов.
- Производственные и строительные организации, часть из которых участвует в возведении и комплектации объектов группы.
- Собственные розничные сети, среди которых сети магазинов Адамант и Домовой.

1) Эксплуатация торгово-развлекательных комплексов

В настоящий момент группа Адамант эксплуатирует 10 торгово-развлекательных комплексов общей площадью 319 тыс м².

В стадии строительства находятся еще 10 комплексов общей площадью 512 тыс м².

Для сравнения крупнейшие в России торгово-развлекательные комплексы Мега в Теплом Стане и Химках включающие таких крупнейших арендаторов как IKEA, Auchan, OBI, Stockman, Техносила и т.д. имеют общую торговую площадь 190 тыс м² и 230 тыс м² соответственно.

2) Производство и строительство

Большая часть компаний строительного блока холдинга объединена в рамках треста Адамант-Строй. Большинство торговых комплексов, входящих в структуру холдинга, было построено полностью или при непосредственном участии строительных подразделений «Адамант-Строй».

В производственный блок входит в общей сложности 5 компаний, занимающихся производством металлопластиковых и алюминиевых конструкций, мебели, стеклопакетов и т.д.

3) Собственные торговые сети

Холдинг Адамант эксплуатирует несколько собственных розничных торговых сетей:

- ТД Адамант - сеть из десяти магазинов розничной торговли, общей площадью более 7 тыс. м².

Бизнес-модель Адаманта построена на получении арендных платежей от сдачи в аренду торговых площадей при сохранении прав собственности на торгово-развлекательные комплексы

Торгово-развлекательные комплексы в эксплуатации

Объект	Площадь, тыс. кв м	Кол-во магазинов
ТРК "Заневский каскад"	38,00	-
ТРК "Норд"	61,76	350
ТРК "Меркурий"	90,00	-
ТК "Балканский"	47,00	450
ТК "Шувалово"	11,20	-
ТК "Аэродром"	8,00	130
ТК "Балтийский"	5,50	230
ТК "Невский"	14,00	234
ТРЦ "Академический"	28,14	300
ТК "Озерки"	15,00	120
Всего	318,60	

Источники: Адамант

Торгово-развлекательные комплексы в стадии строительства

Объект	Площадь, тыс. кв м	Открытие
ТРК "Континент"	50,30	ноя 05
ТРК "Варшавский экспресс"	34,00	ноя 05
ТК "Командор"	88,10	2007г.
ТК "Пулковский"	150,75	2008г.
ТК "Новое Девятино"	14,39	I кв. 2006г.
ТК "Байконурский"	9,86	I кв. 2006г.
РК "Ул. Фучика"	35,00	I кв. 2007г.
ТРК "Осиновая роща"	120,00	ноя 05
ТК "Шушары"	-	проект
ТРК "Заневский каскад 2"	9,50	сен 05
Всего	511,90	

Источники: Адамант



- Строительный двор «Домовой» - три магазина общей площадью 22 тыс м².
- Мебельный центр «Грэйт»- торговый комплекс общей площадью 16 тыс м².
- Сеть французских кондитерских «Онтромэ» - восемь кафе-кондитерских в разных районах города.

Оценка кредитоспособности

Несмотря на то, что эмитентом и поручителями по займу являются компании, представляющие лишь небольшую часть холдинга Адамант, мы считаем, что кредитное качество выпуска в большей степени зависит от кредитоспособности группы Адамант и в меньшей определяется структурой займа и качеством поручителей. Поэтому, при анализе кредитоспособности, мы в первую очередь концентрируемся на анализе консолидированной финансовой отчетности Группы Адамант.

Выручка группы Адамант увеличилась в 2004г. составила 178 млн долл., увеличившись со 141 млн долл в 2003г. В структуре выручки большая часть была обеспечена эксплуатацией торгово-развлекательных комплексов (47%), а остальное пришлось на направления строительство (24%) и торговая сеть (29%).

Консолидированная EBITDA компании выросла с 61,4 млн долл. в 2003г. до 81,4 млн долл. в 2004г., или в терминах нормы EBITDA - с 43,5% до 45,7%. Однако ставка нормы EBITDA сильно варьируется в зависимости от направления деятельности, что объясняется разной природой бизнеса подразделений Группы. Так в 2004г. эксплуатация торгово-развлекательных комплексов обеспечила высокую норму EBITDA на уровне 75%. Рентабельность строительного и торгового бизнеса группы была ощутимо ниже, обеспечив норму EBITDA на уровне 28,7% и 12,5% соответственно.

Объем долга группы на конец 2004г. составил 53,7 млн долл., увеличившись с 30,5 млн долл на конец 2003г. Весь долг группы представляет собой долгосрочные банковские кредиты, привлеченные в рамках бизнеса торгово-развлекательных комплексов. Направления строительство и торговые сети финансового долга не имеют.

Относительно небольшой и контролируемый объем долга транслируется в низкие показатели относительной долговой нагрузки. Так, на конец 2004г., показатель Долг/EBITDA сложился на уровне 0,6х, а показатель EBITDA/процентные расходы – на уровне 14,9х.

Анализируя ограничения, накладываемые на кредитное качество займа его структурой, мы отмечаем, что поручительство по займу предоставили три компании, входящие в группу Адамант. Два поручителя (ООО «Адажио» и ЗАО «Стройинвест») являются владельцами крупных комплексов недвижимости, а третий (ООО «Крис») входит в состав строительного блока и представляет меньшую ценность с точки зрения обеспечения кредитного качества.

ООО «Адажио» является со-владельцем (46,34%) ТК Академический с общей оценочной стоимостью 28,4 млн долл. (оценка Colliers International).

ЗАО «Стройинвест» - является единоличным владельцем ТК Балканский с общей оценочной стоимостью 48 млн долл. (часть комплекса стоимостью 25,6 млн долл. оценена Colliers International, остальные сооружения комплекса оценены по аналогии).

Таким образом, общий объем коммерческой недвижимости, находящейся в распоряжении поручителей по займу, составляет 61 млн долл., что, по нашему мнению, создает достаточный стимул для

Финансовые показатели группы Адамант

млн долл.	Эксплуатация ТРК	Произв и строит-во	Торговля	Консолид. по Группе
Объем продаж	83	43	52	178
EBITDA	63	12	6	81
Норма EBITDA	75,3%	28,6%	12,5%	45,8%
Суммарные активы	393	35	37	465
Собственный капитал	322	24	37	383
Общий долг	54	-	-	54
Долг/Капитал	14,3%	-	-	12,3%
Долг/Активы	13,6%	-	-	11,9%
Долг/EBITDA	0,9	-	-	0,6
EBITDA/Проценты	11,5	-	-	14,9

Источник: Адамант

Небольшой объем долга транслируется в низкие показатели относительной долговой нагрузки. На конец 2004г., Долг/EBITDA составлял 0,6х, а EBITDA/процентные расходы – 14,9х

Общий объем коммерческой недвижимости, находящейся в распоряжении поручителей по займу, составляет 61 млн долл.



Группы для выполнения обязательств по займу.

Сравнение с эмитентами строительной отрасли

Адамант получает большую часть выручки и прибыли от эксплуатации торгово-развлекательных комплексов, что позволяет отнести его к сектору коммерческой недвижимости и сравнивать его с другими компаниями, оперирующими в секторе недвижимости.

В сравнении с прочими компаниями строительного сектора, бизнес-модель Адаманта кажется нам более привлекательной. Компания не просто строит объекты недвижимости, но и эксплуатирует их, получая стабильные и высокие денежные потоки и оставаясь владельцем высококотируемой коммерческой недвижимости. Привлекательная бизнес-модель Группы обеспечивает ей высокую рентабельность, и по основным финансовым и кредитным показателям Адамант выделяется как более рентабельная компания с более низкими кредитными рисками.

Относительно небольшой объем кредитов Адаманта и высокая норма рентабельности Долг/ЕБИТДА на уровне 0,6х Адаманта выгодно выделяет его на фоне прочих эмитентов отрасли, аналогичные показатели которых находятся в диапазоне 2,5-10,2. Еще более привлекательная картина наблюдается при сравнении показателя ЕБИТДА/процентные расходы. Более низкие ставки по привлеченным кредитам обеспечивают Адаманту высокий уровень коэффициента на уровне 14,9х при диапазоне 1,6-6,32 для сравниваемых эмитентов.

Кроме того, оставаясь владельцем комплексов недвижимости, обладающих высокой и продолжающей расти закладной рыночной стоимостью, Адамант имеет хороший резерв для управления своей ликвидностью, что выгодно отличает его от сравниваемых компаний лишенных аналогичного инструмента для управления ликвидностью.

Прайсинг выпуска

В качестве индикаторов для прайсинга выпуска Адамант'08 мы рекомендуем использовать выпуски ЛСР'08 и ПИК-5'08. Прочие выпуски строительного сегмента, торгующиеся на рынке, достаточно сильно отличаются по кредитному качеству и вдобавок имеют недостаточную ликвидность на вторичном рынке.

В сравнении с выпусками прочих эмитентов строительного рынка, Адамант выделяется как компания с более привлекательной бизнес-моделью и более низкими кредитными рисками, но обладающая несколькими сдерживающими факторами. Влияние структуры займа на кредитное качество выпуска, заключающееся в том, что эмитентом и гаранторами по выпуску выступают не основные компании группы, мы оцениваем на уровне дополнительной премии в 100-150 б.п. Вторым сдерживающим фактором при оценке качества выпуска является отсутствие аудированной консолидированной отчетности, при том что бухгалтерская отчетность компании не дает полного представления о масштабе бизнеса компании. Этот фактор мы оцениваем в дополнительные 25 б.п. доходности.

Таким образом, принимая за основу доходности для займа Адамант'08 доходность выпуска ЛСР'08 на уровне 12,5% годовых и добавляя к нему премию за дополнительные риски выпуска, а также премию за первичное размещение порядка 50 б.п., мы оцениваем справедливую доходность к годичной оферте для выпуска Адамант'08 на уровне 13,5-14,25% годовых.

Группа Адамант в сравнении с компаниями отрасли

млн руб.	ИНТЕКО*	ЛСР	Адамант	ПИК
Отчетность	РСБУ 9М 04	РСБУ 9М 04	Упр 2004	Расч 2004**
Объем продаж	8 596	8 700	5 122	9 999
ЕБИТДА	1 218	602	2 344	3 241
Норма ЕБИТДА	14,2%	6,9%	45,8%	32,4%
Суммарные активы	36 395	12 198	12 516	30 729
Собств капитал	621	1 881	10 622	17 769
Общий долг	16 603	3 159	1 490	7 747
Долг/Капитал	96,4%	62,7%	12,3%	43,6%
Долг/Активы	45,6%	25,9%	11,9%	25,2%
Долг/ЕБИТДА	10,2	3,94	0,66	2,48
ЕБИТДА/Проценты	1,6	6,32	14,9	3,10
Рейтинг Уралсиб	В-	С+	С+	С

Источники: данные компаний, оценка ФК УРАЛСИБ

* используется показатель ЕБИТ

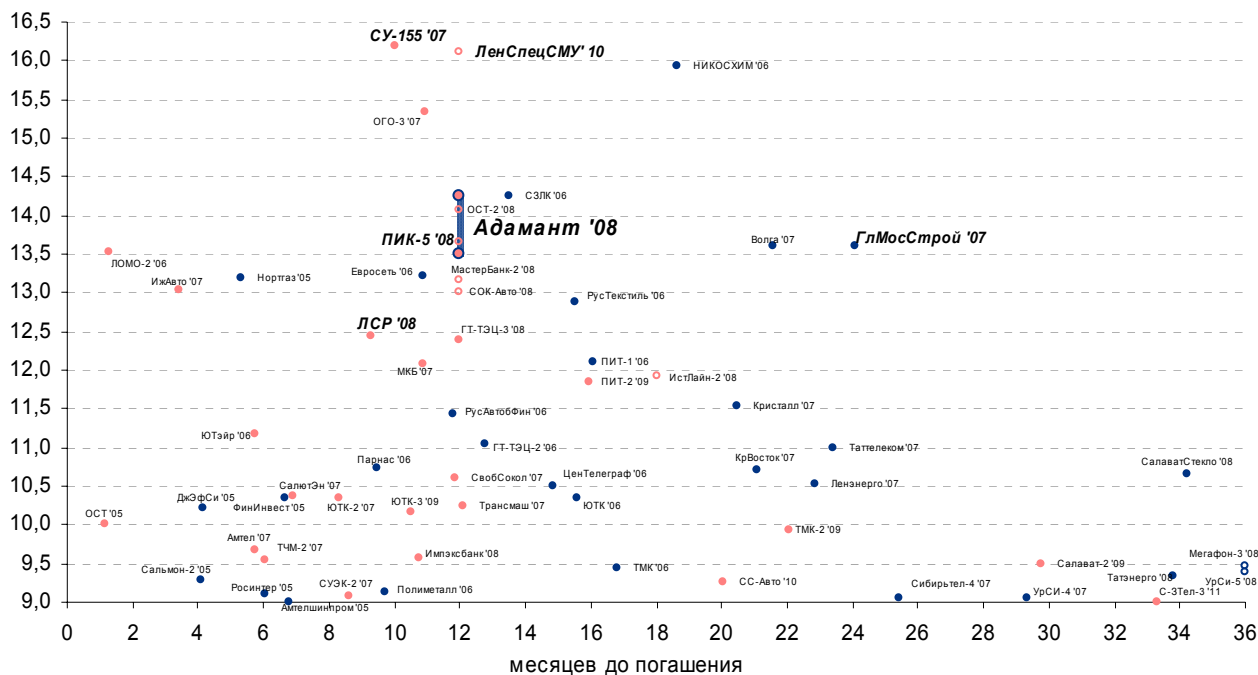
**расчетные данные ФК Уралсиб

По основным финансовым и кредитным показателям Адамант выделяется как более рентабельная компания с более низкими кредитными рисками

Мы оцениваем справедливую доходность к годичной оферте для выпуска Адамант'08 на уровне 13,5-14,25% годовых



Рублевые корпоративные облигации (6 июня 2005г.)



**Бизнес-блок операций с долговыми инструментами**

Руководитель бизнес-блока
Александр Пугач, apugach@nikoil.ru

Сергей Шемардов, клиентский менеджер, she_sa@nikoil.ru Андрей Дабижа, трейдер по еврооблигациям, dab_ay@nikoil.ru
Елена Довгань, клиентский менеджер, dov_en@nikoil.ru Андрей Борисов, трейдер РЕПО, bor_av@nikoil.ru
Анна Карпова, клиентский менеджер, kar_am@nikoil.ru Борис Гинзбург, старший аналитик, bginzburg@nikoil.ru
Татьяна Архипова, tarkhipova@uralsib.ru Анастасия Залеская, аналитик, zal_av@nikoil.ru
Александр Чекин, аналитик, cek_aa@nikoil.ru

Управление рынков долгового капитала

Руководитель управления
Дмитрий Волков, vda@nikoil.ru

Илья Зимин, директор, zimin@nikoil.ru Дарья Сонюшкина, ст. специалист, son_da@nikoil.ru
Гузель Тимошкина, ст. специалист, tim_gg@nikoil.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления
Петру Вадува, vad_pe@nikoil.ru
Заместитель руководителя управления
Константин Чернышев, che_kb@nikoil.ru

Стратегия

Петру Вадува, руководитель управления, vad_pe@nikoil.ru
Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@nikoil.ru
Мария Плотникова, аналитик, plo_my@nikoil.ru
Наталья Майорова, аналитик, mai_ng@nikoil.ru

Металлургия/Машиностроение

Вячеслав Смольянинов, ст. аналитик, smo_vb@nikoil.ru
Кирилл Чуйко, аналитик, chu_ks@nikoil.ru

Телекоммуникации

Константин Чернышев, ст. аналитик, che_kb@nikoil.ru
Станислав Юдин, аналитик, yud_sa@nikoil.ru

Нефть и газ / Энергетика

Каюс Рапану, ст. аналитик, rap_ca@nikoil.ru
Алексей Кормщиков, аналитик, kor_an@nikoil.ru
Марина Лукашова, аналитик, luk_mr@nikoil.ru
Матвей Тайц, аналитик, tai_ma@nikoil.ru
Анна Юдина, аналитик, udi_an@nikoil.ru

Банки

Владимир Савов, ст. аналитик, sav_vn@nikoil.ru

Потребительский сектор

Марат Ибрагимов, ст. аналитик, ibr_my@nikoil.ru

Экономика России

Владимир Тихомиров, ст. экономист, tih_vi@nikoil.ru

Редактирование/Полиграфия/Перевод

Марк Брэдфорд, ст. редактор (англ. яз.),
bra_ms@nikoil.ru
Кристофер Роуз, редактор (англ. яз.),
ros_ch@nikoil.ru

Юлия Прокопенко, ст. редактор,
pro_ja@nikoil.ru
Андрей Пятигорский, ст. редактор,
pya_ae@nikoil.ru

Юлия Крючкова, переводчик/редактор, kru_jo@nikoil.ru

Интернет / Базы данных

Мария Плотникова, аналитик, plo_my@nikoil.ru
Кирилл Братанич, специалист, bra_kv@nikoil.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации.

Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ 2005