

**10 октября 2007 г.**
**экспресс-комментарий**

## ЛЭК

### Смелые планы вопреки конъюнктуре

#### ЛЭК планирует дебютировать на публичном рынке долга.

Одна из крупнейших строительных компаний Санкт-Петербург, объявила о своих планах по привлечению заемных средств путем выпуска рублевых облигационных выпусков. Первый из них, объемом 1.5 млрд руб. и 3-летнем сроком обращения, компания планирует разместить в конце октября – начале ноября 2007 года. Размещение второго, более крупного 3-летнего выпуска, объемом 2.5 млрд руб. намечено на начало 2008 года.

Средства, полученные в результате размещения облигаций, планируется направить на строительство жилья. Такое частичное замещение доли средств дольщиков заемными средствами позволит, по мнению топ-менеджмента компании, увеличить маржу ЛЭК на 15-25%.

#### Рынок жилья по-прежнему на подъеме.

Со второй половины 2006 г. на рынке недвижимости Санкт-Петербурга наблюдается коррекция вниз цен на жилье «эконом» класса, и рост в «бизнес» и «элитном» сегменте. Более того, нехватка предложения в «бизнес» и «элитном» сегментах недвижимости в среднесрочной перспективе подтолкнет цены вверх. По оценкам специалистов роста цены на жилье в 2007 году составит 10-20%, а в среднесрочной перспективе до 40-60%. По данным самой ЛЭК, компания является лидером по объемам строительства и продаж жилья на рынке Санкт-Петербурга. В 2007 г. доля ЛЭК среди новостроек города составила около 20%, а портфель существующих проектов составил 3.9 млн кв. м. таким образом, при дальнейшем росте цен на жилье финансовые показатели компании должны улучшиться. Отметим также тот факт, что компания работает только в сегментах кирпично-монолитного жилья «бизнес» и «элитного» класса.

#### Несмотря на хорошие финансовые показатели...

В конце 2006 г. компания провела реструктуризацию холдинга и подготовила аудированную консолидированную отчетность по стандартам МСФО. В результате данной консолидации произошла переоценка активов компаний по рыночной стоимости, которые в итоге привели к росту доходной части баланса на \$135 млн, до \$367 млн. Специфика отчетности по стандартам МСФО не позволяет компании учитывать денежные средства, полученные от продажи недвижимости.

Таким образом, выручка за 2006 год показывает объем средств, поступивших в счет прошлых периодов времени. А поступления средств от продажи недвижимости в 2006 году будут учитываться в отчетности по мере готовности соответствующих объектов.

Существенный прирост поступлений денежных средств ожидается с 2008 г., когда планируется продать до 489 тыс. кв.м. недвижимости, что принесет по ожиданиям эмитента около \$965 млн.

#### Прогноз поступления денежных средств компании ЛЭК

	2007П	2008П	2009П	2010П
Объем продаж, тыс. кв. м.	209	489	583	771
Прогноз средней ст-ти кв. м., \$	1272	1974	2656	2667
Выручка, млн \$	265.8	965.3	1 548.4	2 056.3

Источник: данные компании

Стоит отметить, что компания обладает низким уровнем долговой нагрузки. Показатель Debt/EBITDA меньше 1x, что выгодно отличает эмитента от строительных компаний, представленных на рынке облигаций. В состав кредитного портфеля на начало 2007 года входили вексельные займы (\$51 млн), средства иностранных инвесторов (\$22.8 млн) и кредиты Сбербанка РФ (\$25.5 млн). Средняя ставка по кредитам составляет 12-15% годовых.

<b>Эмитент:</b>	<b>ООО "ЛЭКстрой"</b>
Объем эмиссии:	1.5 млрд руб.
Поручительство:	ООО "Фирма " ЛЭК-ИСТЕЙТ" ООО "Концерн "ЛЭК-ИСТЕЙТ"
Срок обращения:	3 года
Купон:	полугодовой
Организатор:	Банк Москвы
Дата начала размещения:	конец октября/ начало ноября

**...без предоставления премии эмитенту не обойтись**

В условиях дефицита ликвидности участники рынка предпочитают сокращать свои позиции в бумагах второго и третьего эшелонов. Специфика бизнеса строительных и девелоперских компаний, а именно: сложная структура холдингов, невысокая прозрачность бизнеса и длительный период бизнес-циклов - воспринимаются держателями облигаций данных компаний как дополнительный риск и стимулируют их продажи. С августа месяца долговые бумаги строительных компаний демонстрируют плавный рост доходностей, который составил в среднем 2-3% годовых. Более того, как показывает практика последнего времени, при наступлении даты оферты держатели облигаций предпочитают вернуть бумаги эмитенту, несмотря на то, что многие эмитенты существенно повышают ставки будущих купонов. Примером может являться 2-й выпуск компании Главмосстрой, которая была вынуждена выкупить 72% от объема своего выпуска, предъявленных в оферту 20-го сентября.

Мы положительно оцениваем кредитное качество компании ЛЭК. Для сравнения среди компаний отрасли мы выбрали Миракс Групп и ГК ПИК. Компании занимают лидирующие позиции в своих сегментах рынка, обладают сравнимыми финансовыми показателями, относительно невысокой долговой нагрузкой и имеют вполне успешную кредитную историю на публичном рынке долга.

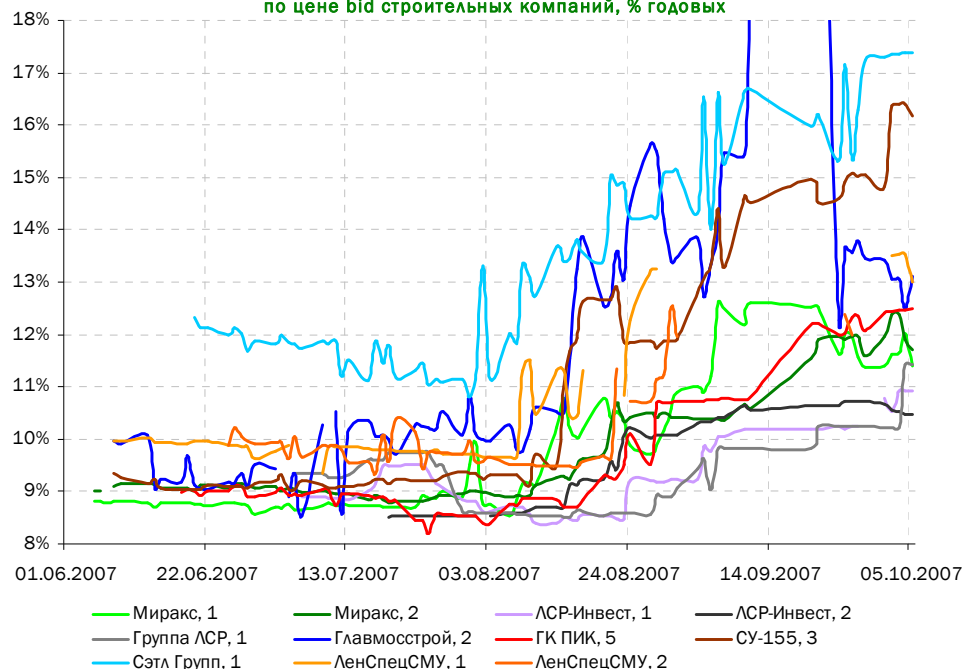
**Показатели строительных компаний за 2006 г. согласно МСФО отчетности, \$ млн**

	ЛЭК	ЛенСпецСМУ	Миракс	Группа ЛСР	ГК ПИК
Выручка	368	293	555	776	1597
ЕБИТДА	117	51	200	146	484
Активы	1 272	516	1200	1471	2493
Долг	102	199	342	549.8	912
ЕБИТДА margin	32%	17%	36%	19%	30%
Долг/Выручка	0.28	0.68	0.62	0.71	0.57
Долг/ЕБИТДА	0.87	3.90	1.71	3.77	1.89
Долг/Активы	0.08	0.39	0.29	0.37	0.37

Источник: данные компаний, расчеты АК БАРС Финанс

Справедливый уровень доходности дебютного выпуска эмитента будет находиться в диапазоне 12-13% годовых - на уровне доходностей выпусков компаний-аналогов Миракс-Групп и ГК ПИК. Тем не менее, в условиях очень вялого первичного рынка и острой нехватки рублевой ликвидности ожидать большого спроса на долговом рынке было бы неправильно. Скорее всего, инвесторы, которые примут участие в аукционе, потребуют существенной премии (100 б.п. и выше) к текущим доходностям облигаций компаний-аналогов строительного сектора.

**Доходность к оферте/погашению по цене bid строительных компаний, % годовых**



## АК БАРС Банк (Казань)

**Айдар Мухаметзянов**  
Начальник управления продаж  
т. +7 (843) 519-38-32  
mai@akbars.ru

**Эдуард Вагизов**  
Торговые операции  
т. +7 (843) 519-38-32  
vagizov@akbars.ru

## Инвестиционная компания АК БАРС Финанс (Москва)

### ДЕПАРТАМЕНТ ТОРГОВЛИ АКЦИЯМИ

**Александр Парамонов**  
Начальник отдела брокерских операций  
Операции на рынке акций  
доб. 113; apar@akbars.ru

**Карен Исаджаниян**  
Продажи  
доб. 145; kisdzhanyan@akbars.ru

### ДЕПАРТАМЕНТ ТОРГОВЛИ ИНСТРУМЕНТАМИ С ФИКСИРОВАННЫМ ДОХОДОМ

**Алексей Бабичев**  
Начальник департамента  
Операции с евробондами  
доб. 129; ababichev@akbars.ru

**Павел Деменков**  
Начальник отдела собственных операций  
Операции с рублевыми облигациями  
доб. 130; pdemenkov@akbars.ru

### КЛИЕНТСКИЙ СЕРВИС И ИНТЕРНЕТ-ТОРГОВЛЯ

**Вениамин Сафатинов**  
Начальник отдела  
доб. 116; vsafatinov@akbars.ru

### АНАЛИТИЧЕСКИЙ ДЕПАРТАМЕНТ

**Марк Брэдфорд**  
Начальник департамента  
доб. 231; mbradford@akbars.ru

**Елена Василева-Корзюк**  
**Георгий Засеев**  
Долговые инструменты,  
макрэкономика  
доб. 221; evasileva@akbars.ru  
доб. 211; gzaseev@akbars.ru

### ДИЗАЙН

**Виктор Попов**  
Дизайнер-верстальщик  
доб. 184; vpopov@akbars.ru

### УПРАВЛЯЮЩАЯ КОМПАНИЯ АК БАРС КАПИТАЛ

**Станислав Шумилов**  
доб. 196, SShumilov@akbars.ru

**Василий Кузьмин**  
доб. 185, VKuzmin@akbars.ru

**Елена Шишова**  
Брокерское обслуживание  
т. +7 (843) 519-39-58  
esel@akbars.ru

**Дамир Вафин**  
Торговые операции  
т. +7 (843) 523-83-95  
dvafin@akbars.ru

тел. +7 (495) 644-29-95  
факс +7 (495) 644-29-96

**Андрей Новиков**  
Операции на рынке акций  
доб. 178; anovikov@akbars.ru

**Захар Плахотный**  
Начальник отдела продаж  
доб. 164; zplakhotnyi@akbars.ru

**Наталья Кондратьева**  
Зам. начальника отдела  
доб. 165; nkondrateva@akbars.ru

### Бесплатная линия 8 (800) 200-20-22

**Марина Хатаева**  
доб. 161; mhataeva@akbars.ru

**Владимир Рожанковский**  
Стратегия, машиностроение,  
металлургия, энергетика  
доб. 117; vrozhankovsky@akbars.ru

**Олег Судаков**  
Телекомы, транспорт, фармацевтика  
доб. 210; osudakov@akbars.ru

**Евгения Лобачева**  
Потребительский сектор  
доб. 213; elobacheva@akbars.ru

**Анна Васильева**  
доб. 215, AVasilieva@akbars.ru

**Алексей Ковалев**  
доб. 158, AKovalev@akbars.ru

### ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ:

Настоящий обзор ЗАО ИК «АК БАРС Финанс» (далее - Компания) носит исключительно информационный характер и не является предложением к совершению операций на рынке ценных бумаг по покупке, продаже ценных бумаг и финансовых инструментов или руководством к иным действиям. Оценки и мнения, отраженные в настоящем обзоре, основаны исключительно на заключениях аналитиков Компании в отношении рассматриваемых в обзоре ценных бумаг и эмитентов.

При подготовке настоящего обзора были использованы данные, которые Компания считает достоверными, однако Компания, ее руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность предоставляемой информации и нести ответственность за инвестиционные решения третьих лиц, которые могут привести к прямым или косвенным убыткам, возникшим в результате использования третьими лицами информации, содержащейся в настоящем обзоре. Компания обращает внимание, что операции на рынке ценных бумаг и финансовых инструментов связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Мнения, прогнозы и рекомендации, содержащиеся в данном отчете, действительны только на даты, приближенные к дате его публикации, и могут меняться в дальнейшем как следствие изменений внутреннего финансового состояния эмитентов, а также внешних условий, напрямую или косвенно влияющих на это состояние.

Компания не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе или исправлять возможные неточности. Копирование и распространение информации, содержащейся в данном обзоре, возможно только с согласия ЗАО ИК «АК БАРС Финанс».

**Барышников Максим**  
Старший трейдер по внутреннему долгу  
доб. 225; mbaryshnikov@akbars.ru

**Людмила Наумова**  
доб. 146; lnaumova@akbars.ru

**Полина Лазич**  
Макрэкономика, банки  
доб. 155; plazich@akbars.ru

**Ирина Булкина**  
Энергетика  
доб. 217; boulkina@akbars.ru

**Алексей Плотников**  
доб. 158, APlotnikov@akbars.ru

**Руслан Башаров**  
доб. 196, RBasharov@akbars.ru