

Холдинг “Стройиндустрия”: дебютный облигационный заём

Евгений Чердаков,
Олег Тарасов, CR@sviaz-bank.ru

10 июля планируется размещение дебютного облигационного займа Холдинга “Стройиндустрия”. Холдинг представляет собой одно из крупнейших в стране строительных объединений полного цикла. Основной сферой деятельности Холдинга является промышленное и индустриальное строительство.

Факторы инвестиционной привлекательности:

⇒ Многолетний опыт работы в отрасли.

Холдинг “Стройиндустрия” присутствует на российском рынке промышленного строительства уже более 12 лет. Портфель выполненных заказов включает 40 крупных промышленных объектов по всей стране. Качество и оперативность работ Холдинга позволили ему приобрести устойчивую репутацию высокопрофессионального и надежного партнера.

⇒ Широкий географический охват строительства.

Холдинг “Стройиндустрия” обладает возможностью вести строительство на территории 14 областей страны, находящихся преимущественно в Европейской части России. Широкий географический охват стал возможным благодаря использованию 12 мобильных бетонных заводов и парка автотранспорта и строительной техники, насчитывающего более 200 единиц.

⇒ Полный цикл выполняемых работ.

ЗАО “Стройиндустрия ПСК” – ключевая компания Холдинга – обеспечивает полный цикл промышленного строительства. В ее структуру входят подразделения по проектированию, строительству, монтажу инженерных систем и технологического оборудования, что обеспечивает выполнение заказа от нулевого этапа до сдачи объекта в эксплуатацию.

⇒ Собственное производство стройматериалов.

В состав Холдинга “Стройиндустрия” входят заводы по производству части стройматериалов, используемых при возведении промышленных объектов, что снижает себестоимость и риски, связанные со строительством.

⇒ Активное участие в реализации нацпроекта “Развитие АПК”.

В рамках участия в реализации нацпроекта, Холдинг уже возвел более 20 индустриальных объектов сельскохозяйственного назначения. На сегодняшний день Холдинг ведет строительство 18 агропромышленных объектов общей площадью 710 тыс. кв. м.

⇒ Структура займа.

В качестве эмитента дебютного займа выступает ЗАО “Стройиндустрия ПСК” – основной актив, на который приходится около 90% консолидированной выручки и 80% от совокупных активов Холдинга. В качестве поручителя по займу выступает ООО “Стимет” – второе по величине производственное предприятие Холдинга, осуществляющее выпуск стройматериалов.



Основные параметры выпуска

Гос. регистр. номер	4-01-56268-Н
Эмитент	ЗАО “Стройиндустрия ПСК”
Поручитель	ООО “Стимет”
Объем выпуска	1 000 000 000 руб.
Организаторы	ОАО АКБ “Связь–Банк”, ООО “БК “РЕГИОН”
Дата размещения	10.07.2008 г.
Срок обращения	1 092 дня
Оферта	Через 1 год по номиналу
Купонный период	182 дня
Ставка купонного дохода	1 купон – определяется на Конкурсе; 2, 3 купон – равен 1 купону; 4-6 купоны – определяются Эмитентом.

Ключевые финансовые показатели

(млн. руб.)	2006	2007	07/06
Выручка	2 207	5 873	+166%
ЕБИТДА	116	261	+125%
Чистая прибыль	43	73	+70%
Активы	2 019	3 063	+52%
Собственный капитал	41	109	+166%
Финансовый долг*	172	624	+263%
Коэффициент автономии	0,02	0,04	+0,02
Рентабельность ЕБИТДА, %	5,3	4,4	-0,9 пп
Рентабельн. по чист. приб., %	2,0	1,3	-0,7 пп
Рентабельность активов, %	2,1	2,4	+03 пп
Рентабельность СК, %	105,8	67,0	-39 пп
Выручка/Финансовый долг, х	12,9	9,4	-
Финансовый долг/ЕБИТДА, х	1,5	2,4	-
ЕБИТДА/ Проценты к уплате, х	15,6	6,8	-
Финансовый долг/Пассивы	0,1	0,2	+0,1

*Сумма всех платных обязательств Холдинга.

Источник: управленческая отчетность Холдинга, расчеты АКБ “Связь–Банк”.

Оценка справедливого уровня доходности дебютного займа Холдинга “Стройиндустрия”

В настоящее время компании, основной сферой деятельности которых является промышленное и индустриальное строительство, слабо представлены на рынке публичного долга. На наш взгляд, при оценке справедливого уровня доходности первого облигационного займа Холдинга “Стройиндустрия” наиболее адекватным ориентиром может служить дебютный облигационный выпуск Корпорации “Железобетон”, размещение которого состоялось месяц назад – 23 мая.

Корпорация “Железобетон” – крупнейший в отрасли вертикально интегрированный холдинг Республики Башкортостан. Холдинг объединяет 7 компаний, которые охватывают все стадии производственного цикла – начиная от добычи нерудных строительных материалов и заканчивая производством железобетонных изделий и строительством объектов жилой и промышленной недвижимости, а также социальной сферы.

Стройиндустрия vs. Железобетон

Параметры и структура займа

Выпуски компаний характеризуются сходными параметрами: номинал обоих займов составляет 1 млрд. руб., срок обращения – 3 года. Параметры займа Корпорации “Железобетон” предусматривают возможность досрочного погашения через 1 год. Параметры займа Холдинга “Стройиндустрия” предусматривают возможность досрочного погашения бумаг через 1,5 года, вместе с тем, эмитент принял решение предложить инвесторам дополнительную оферту – через 1 год с момента размещения. Нужно отметить, что по займу Корпорации “Железобетон” установлен более короткий купонный период, составляющий 3 мес., против 6 мес. по займу Холдинга “Стройиндустрия”.

В структуре займа Корпорации “Железобетон” задействованы 6 компаний – это практически все компании, входящие в Корпорацию (за исключением ОАО “Мелеузовский завод металлоконструкций”). В качестве эмитента выступает материнская компания Корпорации, а поручителями являются балансодержатели основных средств и объектов незавершенного строительства. С учетом понятной юридической структуры Корпорации “Железобетон”, структуру дебютного облигационного выпуска следует признать достаточно “сильной”.

В состав Холдинга “Стройиндустрия” входят 6 компаний, 2 из которых задействованы в структуре займа. Стоит отметить, что Холдинг не оформлен юридически, т. к. отсутствует единая материнская компания, а контроль осуществляется непосредственно собственником (Пилипенко А. Н.). На наш взгляд, структуру займа Холдинга “Стройиндустрия” также можно признать вполне комфортной для инвесторов, поскольку на балансе эмитента находится около 80% активов Холдинга, его доля в консолидированной выручке составляет около 90%, а в качестве поручителя выступает 2-я по величине компания Холдинга.

Операционная деятельность

Проводя сравнение операционной деятельности компаний, стоит отметить, что деятельность Корпорации “Железобетон” диверсифицирована в большей степени: выручка Корпорации формируется как за счет производственного (на 48%, в основном различные ж/б изделия и металлоконструкции строительного назначения), так и строительного (52%, жилое и промышленное строительство) направлений, – тогда как у Холдинга “Стройиндустрия” вся выручка формируется от оказания услуг по строительству объектов промышленного назначения. Стоит отметить, что деятельность Корпорации “Железобетон” ограничена Республикой Башкортостан, тогда как у Холдинга “Стройиндустрия” география строительства значительно шире и преимущественно сконцентрирована в Европейской части России (от Ростовской до Псковской области).

Корпорация “Железобетон” характеризуется более глубокой вертикальной интеграцией: в состав Корпорации входят производственные предприятия нескольких уровней передела, а стройматериалы собственного производства широко используются строительными компаниями Корпорации. В состав Холдинга “Стройиндустрия” также входят предприятия по выпуску стройматериалов (сэндвич–панели, элементы ограждающих конструкций, металлоконструкции), однако применение собственных стройматериалов ограничивается широкой географией строительства. Менеджмент Холдинга “Стройиндустрия” считает углубление вертикальной интеграции одной из приоритетных задач, на решение которой, в том числе, направлена и инвестиционная программа Холдинга, предусматривающая как расширение мощностей существующих заводов по выпуску стройматериалов, так и строительство новых предприятий.

Вместе с тем, мы обращаем внимание на тот факт, что по масштабу бизнеса Холдинг “Стройиндустрия” превосходит Корпорацию “Железобетон”, при этом портфель текущих строительных проектов Холдинга оценивается более чем в 17,7 млрд. руб. (из них освоено 23,6%), тогда как по Корпорации “Железобетон” аналогичная оценка составляет около 5,7 млрд. руб.

Кредитное качество

Сопоставление показателей консолидированной управленческой отчетности компаний позволяет сделать вывод о несколько более высоком кредитном качестве Корпорации “Железобетон”. В сравнении с Корпорацией “Железобетон” в качестве преимуществ Холдинга “Стройиндустрия” можно отметить больший масштаб бизнеса, сопоставимый уровень долговой нагрузки и лучшие показатели деловой активности. Однако, Холдинг “Стройиндустрия” характеризуется более низким уровнем рентабельности и финансовой устойчивости.

Позиционирование дебютного займа

С учетом того, что по сравнению с Холдингом “Стройиндустрия” Корпорация “Железобетон” обладает несколько более лучшим кредитным качеством и более глубокой вертикальной интеграцией бизнеса, мы предполагаем, что в ходе размещения первого облигационного выпуска Холдинга “Стройиндустрия” инвесторы потребуют премию от 50 б.п. к ставке купонного дохода по дебютному займу Корпорации “Железобетон”, которая по итогам размещения 23 мая составила 14%.

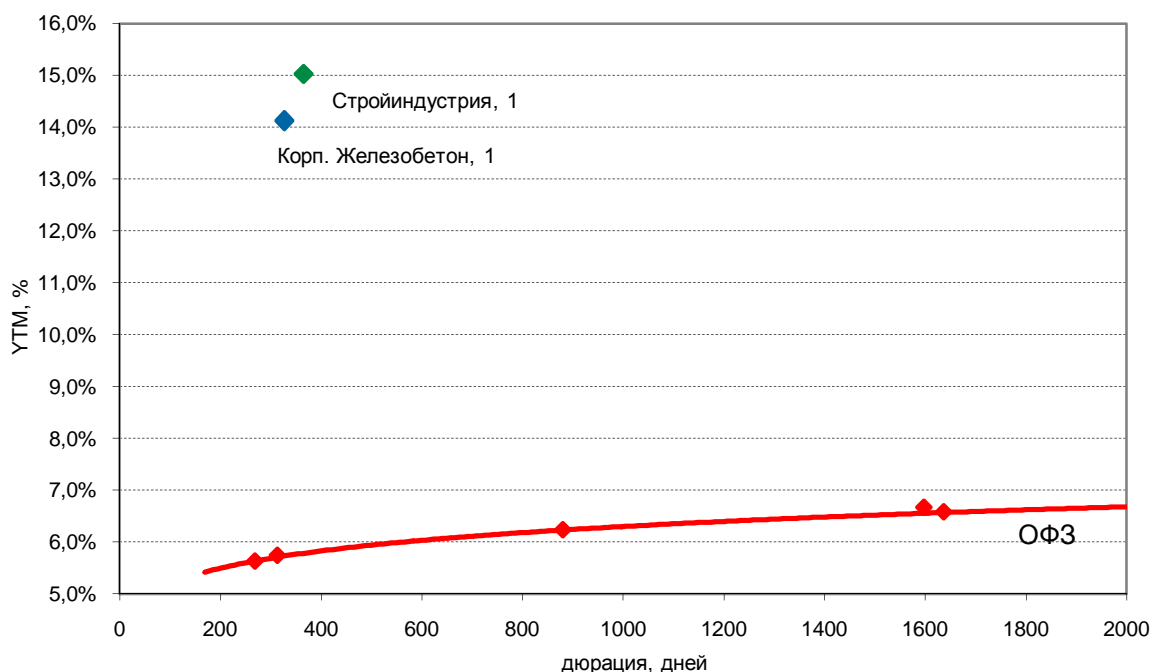


Таблица 1. Ключевые финансовые показатели Компаний по итогам 2007 г.

млн. руб.	Стройиндустрия	Железобетон
Выручка	5 873	4 812
ЕВITDA	261	354
Чистая прибыль	73	208
Активы	3 063	3 101
Собственный капитал	109	652
Коэффициент автономии	0,04	0,21
Показатели рентабельности		
Рентабельность ЕВITDA, %	4,4	7,4
Рентабельность чистой прибыли, %	1,3	4,3
Рентабельность активов, %	2,4	6,7
Рентабельность собственного капитала, %	67,0	31,9
Показатели долговой нагрузки		
Финансовый долг*, в том числе:	624	719
долгосрочный долг, %	8,8	0
краткосрочный долг, %	91,2	100
Выручка/Финансовый долг, х	9,4	6,7
Финансовый долг/ЕВITDA, х	2,4	2,0
ЕВITDA/Проценты к уплате, х	6,8	7,1
Финансовый долг/Пассивы	0,20	0,23
Показатели ликвидности		
Коэффициент покрытия долгосрочных активов	0,12	0,68
Коэффициент срочной ликвидности	0,57	0,76
Коэффициент текущей ликвидности	0,85	1,02
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,06	0,22
Показатели деловой активности		
Оборачиваемость активов (дн.)	188	232
Оборачиваемость запасов (дн.)	53	48
Оборачиваемость оборотного капитала (дн.)	151	156
Оборачиваемость собственного капитала (дн.)	7	49
Оборачиваемость дебиторской задолженности (дн.)	90	82
Оборачиваемость кредиторской задолженности (дн.)	143	99

* сумма всех платных обязательств.

Источник: управленческая отчетность Компаний, расчеты АКБ "Связь-Банк".

Таблица 2. Крупнейшие текущие строительные проекты Холдинга "Стройиндустрия"

Объект	Сроки строительства		Заказчик	Общая площадь, м ²	Стоимость строит./ освоено, млн. руб.
	начало	окончание			
Завод по убою и первичной переработке свиней производительностью 2 млн. голов в год, Белгородская обл.	авг.2006	авг.2008	ЗАО "Свинокомплекс "Короча"	54 000	2 250/ 647
Племенная ферма №1 на 4800 свиноматок, Орловская обл.	май.2006	июн.2008	ООО "Знаменский СГЦ"	65 000	1 100/ 337
Племенная ферма №2 на 4800 свиноматок, Орловская обл.	окт.2006	дек.2008	ООО "Знаменский СГЦ"	65 000	1 400/ 337
Свинокомплекс на 4800 свиноматок, Орловская обл.	окт.2006	ноя.2008	ЗАО "Орелсельпром"	65 000	1 300/ 520
Завод по убою и переработке свиней производительностью 500 тыс. голов в год, Орловская обл.	авг.2006	авг.2008	ООО "Знаменский СГЦ"	25 000	770/ 337
Кондитерская фабрика, г. Курск	фев.2008	дек.2009	ЗАО "Конти-рус"	62 000	1 600/ 0
Завод по убою и переработке свиней производительностью 500 тыс. голов в год, Ростовская обл.	апр.2008	дек.2009	ООО "Ростовский колбасный завод - Тавр"	60 000	2 150/ 0
Свинокомплекс на 4800 свиноматок, Свердловская обл.	авг.2007	окт.2008	ЗАО "Свинокомплекс Уральский"	65 000	1 300/ 171
Свинокомплекс на 4800 свиноматок, Свердловская обл.	сен.2007	дек.2008	ООО "АгроПро Развитие и Управление"	65 000	1 300/ 171
Молочный комплекс №1 на 1200 коров, Калужская обл.	авг.2007	авг.2008	ГУП КС "Агрострой"	28 000	350/ 88
Молочный комплекс №1 на 1200 коров, Калужская обл.	авг.2007	авг.2008	ГУП КС "Агрострой"	28 000	350/ 88
Свинокомплекс №2 на 4800 свиноматок, Липецкая обл.	авг.2006	июн.2008	ОАО "Липецкмясопром"	58 000	1 000/ 609
Свинокомплекс №3 на 4800 свиноматок, Липецкая обл.	сен.2006	июл.2008	ОАО "Липецкмясопром"	20 000	300/ 200
Молочный комплекс №1 на 1200 коров, Псковская обл.	авг.2007	сен.2008	ООО "Слакис"	25 000	350/ 4,5
Молочный комплекс №2 на 1200 коров, Псковская обл.	авг.2007	окт.2008	ООО "Слакис"	25 000	350/ 4,5
Молочный комплекс №3 на 1200 коров, Псковская обл.	авг.2007	ноя.2008	ООО "Слакис"	25 000	350/ 4,5
Молочный комплекс №4 на 1200 коров, Псковская обл.	авг.2007	дек.2008	ООО "Слакис"	25 000	350/ 4,5
Завод по производству кабельно-проводниковой продукции, Ярославская обл.	май.2007	июл.2008	ООО "Нексанс СНГ"	8 000	450/ 69
Низкотемпературный холодильный склад	январь.2007	июн.2008	ОАО "Племзавод "Родники"	8 000	373/ 373
Комбикормовый завод производительностью 40 тонн в час, Тульская обл.	июл.2008	авг.2008	ОАО "Глюкозно-паточный комбинат "Ефремовский"	4 000	124/ 124
Бизнес-центр, Калужская обл.	авг.2005	сен.2008	ООО "Форт СВ"	14 000	250/ 108
ВСЕГО				794 000	17 767/ 4 197

Таблица 3. Крупнейшие проекты Холдинга "Стройиндустрия", завершённые в 2007 г.

Объект	Сроки строительства		Заказчик	Общая площадь, м ²	Стоимость объекта/ освоено, млн. руб.
	начало	окончание			
Свинокомплекс производительностью 120 тыс. особей в год, Белгородская обл.	мар.2006	дек.2007	ООО "Свинокомплекс Березовский"	72 000	1 020/ 887
Комбикормовый завод производительностью 40 тонн в час и элеватор емкостью 70 тыс. тонн, Белгородская обл.	мар.2006	авг.2007	ООО «БелКом»	15 000	330/ 326
Нуклеусы на 3 тыс. свиноматок, Орловская обл.	май.2006	дек.2007	ООО «Знаменский СГЦ»	46 000	870/ 672
Цех по убою и глубокой переработке птицы производительностью 60 тыс. голов в смену, Московская обл.	май.2006	июл.2007	ЗАО «Моссельпром»	24 000	750/ 467
Логистический комплекс, Московская обл.	сен.2006	дек.2007	ЗАО «СТД-резерв»	18 000	331/ 331
ВСЕГО				175 000	3 301/ 2 683

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Настоящий документ имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Описания любой компании или компаний, и (или) их ценных бумаг, или рынков, или направлений развития, упомянутых в данном документе, не предполагают полноты их описания. Утверждения относительно прошлых результатов необязательно свидетельствуют о будущих результатах.

Несмотря на то, что информация, изложенная в настоящем документе, была собрана из источников, которые АКБ «Связь-Банк» считает надежными, Банк не дает гарантий относительно их точности или полноты. При принятии инвестиционного решения инвесторам следует провести собственный анализ всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. АКБ «Связь-Банк», его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны, должностные лица и (или) сотрудники Банка и (или) связанные с ними стороны могут владеть долями капитала компаний или выполнять услуги для одной или большего числа компаний, упомянутых в настоящем документе, и (или) намереваются приобрести такие доли капитала и (или) выполнять либо намереваться выполнять такие услуги в будущем (с учетом внутренних процедур Банка по избежанию конфликтов интересов). АКБ «Связь-Банк» и связанные с ним стороны могут действовать или уже действовали как дилеры с ценными бумагами или другими финансовыми инструментами, указанными в настоящем документе, или ценными бумагами, лежащими в основе таких финансовых инструментов или связанными с вышеуказанными ценными бумагами. Кроме того, АКБ «Связь-Банк» может иметь или уже имел взаимоотношения, или может предоставлять или уже предоставлял финансовые услуги упомянутым компаниям (включая инвестиционные банковские услуги, фондовый рынок и прочее). АКБ «Связь-Банк» может использовать информацию и выводы, представленные в настоящем документе, до его публикации.

Все выраженные оценки и мнения, представленные в настоящем документе, отражают исключительно личное мнение каждого аналитика, частично или полностью отвечающего за содержание данного документа.

По вопросам проведения операций с ценными бумагами обращайтесь в отдел клиентского обслуживания: (495) 228-38-06

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

ОАО АКБ «Связь-Банк»
125375, г. Москва, ул. Щепкина, д. 40, стр. 1
Тел.: +7(495) 228-36-42
E-mail: sviaz-bank@sviaz-bank.ru
Internet: http://www.sviaz-bank.ru/

Руководство

Автухов Михаил 228-38-01
IB@sviaz-bank.ru

Бахшиян Шаген 228-36-42
IB@sviaz-bank.ru

Эмиссия долговых инструментов

Барков Дмитрий 228-36-42 (30-93)
emission@sviaz-bank.ru

Смакаев Роберт 228-36-42 (33-37)
emission@sviaz-bank.ru

Волгарев Виктор 228-36-42 (30-97)
emission@sviaz-bank.ru

Продажи на финансовых рынках

Сумин Владимир 228-38-06 (30-32)
sales@sviaz-bank.ru

Очкин Алексей 228-38-06 (31-01)
sales@sviaz-bank.ru

Голубничий Денис 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Дергачев Дмитрий 228-38-01 (30-48)
sales@sviaz-bank.ru

Бабаджанов Сухроб 228-38-01 (31-24)
broker@sviaz-bank.ru

Клиентское обслуживание

Хмелева Ольга 228-38-06 (30-77)
broker@sviaz-bank.ru

Виноградова Анна 228-38-06 (31-02)
broker@sviaz-bank.ru

Анализ финансовых рынков

Свиридов Станислав 228-38-01 (31-92)
research@sviaz-bank.ru

Бодрин Юрий 228-38-01 (31-06)
research@sviaz-bank.ru

Гребцов Максим 228-38-01 (31-88)
research@sviaz-bank.ru

Кредитный анализ

Чердаков Евгений 228-36-42 (30-95)
CR@sviaz-bank.ru

Тарасов Олег 228-36-42 (30-96)
CR@sviaz-bank.ru