

ЛенСпецСМУ Широкий спрэд к облигациям Миракс Групп

- **Слишком широкий спрэд.** С нашей точки зрения, облигации ЛенСпецСМУ в настоящий момент торгуются со слишком широким спрэдом к бумагам Миракс Групп. Несмотря на различия в бизнес-моделях этих компаний, в целом их риски вполне сопоставимы, а рейтинги находятся на одинаковом уровне «В». Мы полагаем, что: 1) облигации ЛенСпецСМУ и Миракс Групп должны торговаться на одном уровне; 2) присвоение агентством S&P кредитного рейтинга ЛенСпецСМУ пока не полностью учтено в цене; 3) после публикации предварительных результатов ЛенСпецСМУ за 2006 г. отношение рынка к облигациям компании может улучшиться (среди бумаг крупных девелоперов они самые высокодоходные).
- **Ценовые риски пока незначительны.** В краткосрочном периоде вложения в сектор недвижимости, на наш взгляд, нельзя назвать слишком агрессивной стратегией. С начала четвертого квартала 2006 г. цены на рынке Санкт-Петербурга стабилизировались, и мы не видим ни макроэкономических ни структурных факторов, которые могли бы в ближайшем будущем кардинально изменить ситуацию. В среднем только 6% реализуемых ЛенСпецСМУ площадей не проданы на момент официального завершения строительства, и с 2004 г. эта доля практически не менялась. Мы считаем, что это свидетельствует не столько о росте продаж на этапе строительства, сколько об устойчивом характере спроса.
- **Операционные результаты.** Судя по статистике ввода жилья, 2006 г. стал менее удачным для ЛенСпецСМУ (-33% по сравнению с 2005 г.). Однако этот показатель нельзя трактовать буквально, так как сроки приемки жилья госкомиссией часто зависят от политических и налоговых факторов. В прошлом году компания заключила на 45% больше договоров купли-продажи, чем в 2005 г., а совокупный приток денежных средств (включая поступления от продажи площадей на этапе строительства) увеличился на 90%. Кроме того, ЛенСпецСМУ имеет весьма внушительный портфель проектов и участков земли: 1.2 млн кв. метров жилой площади – достаточно, чтобы загрузить производственное подразделение холдинга на четыре года. Ряд крупных проектов снижает степень диверсификации ЛенСпецСМУ, но, на наш взгляд, это компенсируется более высокой рентабельностью. Компания планирует расширять свой подрядный бизнес (в котором она не несет риски девелопера) и активнее развивать сегмент коммерческой недвижимости. В результате более стабильным станет процесс генерации денежных средств.
- **Финансирование.** Основная задача ЛенСпецСМУ – уменьшить свою зависимость от предоплаты. По словам руководства, наблюдавшееся осенью на фоне стабилизации цен сокращение объема предоплаты, к настоящему моменту прекратилось, и приток денежных средств возобновился. Запланированное на первый квартал 2007 г. размещение CLN на USD100 млн положительно скажется на устойчивости оборотного капитала. С точки зрения рефинансирования это размещение не критично. За исключением небольшого амортизационного платежа по облигациям ЛенСпецСМУ-1 никаких других погашений или оферт по долговым обязательствам компании на этот год не запланировано. Покрытие процентов за счет EBITDA в 2006 г. прогнозируется на уровне 9х.
- **Факторы риска.** Безусловно, рост в секторе недвижимости когда-нибудь прекратится. Однако пока серьезная коррекция кажется маловероятной, а рынок Санкт-Петербурга спокойнее московского. Нас не беспокоят показатели себестоимости строительства и цены факторов производства, поскольку в сфере недвижимости затраты, как правило, компенсируются за счет потребителей. Более значимые, на наш взгляд, факторы: цены на землю; стратегия компании по наращиванию портфеля земельных участков; успех размещения CLN (с нашей точки зрения, у эмитента несколько завышенные ожидания по купону).

Основные данные:

Операционные результаты и показатели по МСФО

	2004	2005	2006
Приток денежных средств, USD млн	169	182	361
Выручка, USD млн	68	217	207
Операционная рентабельность	2.3%	8.8%	21.9%
Оборотный капитал/Активы	36%	39%	48%
Совокупный долг, USD млн	10	55	172
ЕБИТДА/Процентные выплаты	36	14	10
Площадь реализуемых проектов, тыс. кв. метров	902	909	969
Количество заключенных договоров купли-продажи	2541	3161	4588

Источник: данные и прогноз компании на 2006 г.

Рейтинги (S&P/Moody's/Fitch) и спрэды к кривой ОФЗ

Миракс Групп	NR/B2/B	450-465 б. п.
ЛенСпецСМУ	B/NR/NR	505-515 б. п.

Источник: оценка Ренессанс Капитала

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
Rnash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
Aburgansky@rencap.com

Заместитель начальника отдела анализа акций

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
Nzagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
Amoisseev@rencap.com

Аналитики

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Хангл
Dnangle@rencap.com
Светлана Ковальская

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
Malexeenkova@rencap.com

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
Nzagvozdina@rencap.com
Алексей Языков
Иван Николаев

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
Rnash@rencap.com
Тим Брэнтон

Отдел анализа долговых обязательств

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
Amoisseev@rencap.com
Павел Мамай
Николай Подгузов
Дмитрий Поляков
Петр Гришин
Наргиз Садыхова
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Олеся Черданцева

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
Redwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ

+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
Alandes@rencap.com
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
Aburgansky@rencap.com
Елена Савчик
Роман Елагин
Ирина Елиневская

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7930
Владимир Пантюшин
Vpantuyushin@rencap.com
Олеся Черданцева

Организация корпоративных мероприятий

+ 7 (495) 204 4463
Ричард Уоллас
Rwallace@rencap.com
Ирина Черная
Жанна Старостина
Валерия Кутеева

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
Akazbegi@rencap.com
Анна Куприянова

Украинский рынок акций, стратегия

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
Kmalofeeva@rencap.com
Фаиг Байрамов
Светлана Дрыгуш
Юлия Голеусова
Владислав Носик

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Jpopova@rencap.com

Технический анализ, базы данных, разработка новых продуктов

+ 7 (495) 258 7906
Ованес Оганисян
Ooganisian@rencap.com
Александр Фомичев
Евгений Кудрин

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
Awaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Джулия Белл

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
Emalakhova@rencap.com
Оксана Бутурлина
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность – лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100