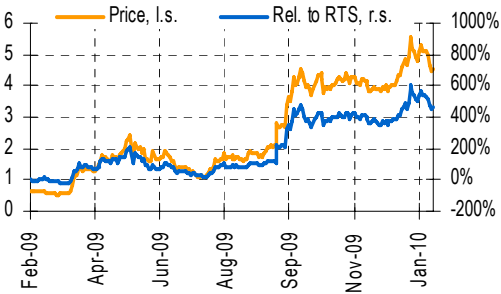


15 февраля 2010 г.

Группа ПИК: жизнь после жизни

 Аналитики: Михаил Зак Mikhail.Zak@mdmbank.com, Дмитрий Котрошиков Dmitri.Kotorshikov@mdmbank.com Тел: + 7 495 795 2521

Тикер Блумберг	Цена закрытия	Целевая цена	Рейтинг	Upside	12-мес. макс./мин.	Изм. за 1 мес.	Изм. за 3 мес.	Изм. за 12 мес.	
PIKK RU Equity	4.5	6.9	BUY	53%	0.53/5.6	4%	7%	593%	
Оценки, млн. USD		2007	2008	2009e	2010e	2011e	График цены		
Выручка	2,313	1,434	1,010	1,327	1,425				
ЕБИТДА	937	-842	162	208	396				
Чистая прибыль	698	-1,134	-98	-4	120				
Рентабельность ЕБИТДА	41%	-59%	16%	16%	28%				
EV/выручка	6.5	1.2	3.8	2.9	2.7				
EV/ЕБИТДА	16.2	Нег.	24.0	18.7	9.8				
P/E	20.7	Нег.	Нег.	Нег.	32.4				
Капитализация, млн. USD		2,278	Обыкн.,		493				
EV, млн. USD		3,886	Прив.,		-				
В свободном обращении		32%	Всего,		493				

Источники: Bloomberg, оценки МДМ Банк

Источник: РТС

Мы оцениваем справедливую стоимость Группы ПИК на уровне USD6.9 за акцию, с 53%-ным потенциалом роста к текущим рыночным котировкам. Основные драйверы роста – восстановление финансовой устойчивости компании и активизация продаж в сегменте жилья эконом-класса – выгодно отличают Группу от других девелоперов и пока лишь частично учтены в котировках. Мы ожидаем достижения справедливой цены в USD 6.9 за одну акцию Группы ПИК в перспективе ближайших 12 мес. и рекомендуем акции к покупке.

Реструктуризация займов – ключ к свободе. Осенью 2009 г. Группа реструктурировала 83% долга и получила 4-летнюю кредитную линию на RUB12.75 млрд. от Сбербанка под государственную гарантию. Сделка укрепила финансовую устойчивость компании и обеспечила **возможность реализации девелоперских проектов.** Доступность финансирования, на наш взгляд, является основным фактором при оценке девелоперского бизнеса в России на сегодняшний день.

Эконом-класс – клиент жив! Рынок недвижимости демонстрирует первые признаки восстановления. В декабре-январе цены на московские квартиры стабилизировались на уровне USD4000 за кв.м., что привело к оживлению отложенного спроса. Число сделок с жилой недвижимостью в этот период более чем на 30% превысило показатели годичной давности. Ограниченное предложение квартир эконом-класса и рост доступности ипотечного кредитования позволяют говорить о начале восстановления рынка дешевой недвижимости Московского региона – базового для Группы ПИК.

Оценка и рекомендация

Мы оцениваем девелоперские компании по методу Чистой стоимости активов (NAV). Метод предполагает оценку стоимости портфеля проектов за минусом долга. Для определения стоимости Группы ПИК мы использовали оценку проектов компании на 01.01.2008 г., произведенную международной оценочной фирмой CBRE (USD12.3 млрд.), дисконтированную на 60%. При расчете дисконта мы учитывали 40%-ное снижение рыночной стоимости площадок под застройку в рублях и 20%-ную девальвацию рубля (с 24 до 30 руб./долл.)

Последняя оценка проектов компании на 01.04.2009 г., произведенная CBRE, составляла USD2.8 млрд. и была близка к ликвидационной стоимости незавершенных и «бумажных» проектов, что соответствовало тяжелому финансовому положению ПИК в тот период. Однако после реструктуризации долгов ПИК и получения кредитной линии от Сбербанка проекты компании вновь обрели рыночную цену.

Специфика оценки текущей стоимости качественных площадок под жилую застройку отражает возможности девелопера (правообладателя) привлекать финансирование и, соответственно, его способность самостоятельно реализовывать проект. Наша оценка портфеля активов и капитализации компании справедлива в контексте улучшения финансового состояния Группы ПИК.

Оценка справедливой стоимости	
Оценка портфеля проектов компании 1H2008, USD млн.	12,300
Дисконт, %	60%
Оценка портфеля проектов компании с учетом дисконта, USD млн.	4,920
Другие активы, net, USD млн.	107
Чистый долг, USD млн. (-)	1,620
SG&A, USD млн. (-)	2.5
Справедливая стоимость, USD млн.	3,404.5
На акцию, USD	6.9
Целевая цена 1 акции, USD	6.9
Текущая цена 1 акции, USD	4.5
Потенциал, 12 мес.	53%

Мы полагаем, что в текущих «посткризисных» условиях оценка стоимости по методу NAV лучше отражает реальную стоимость активов компании, чем сравнительный анализ по коэффициентам оцененности.

Относительная дороговизна акций компании по коэффициенту EV/EBITDA 2010 на уровне 18 при медианном показателе в России, равном 7.8, на наш взгляд, отражает потенциально более высокие темпы роста спроса в сегменте «дешевого жилья». Около 90% проектов Группы ПИК реализуются в сегменте эконом-класса, который уже находится в процессе восстановления, в то время как проекты торгующихся в России компаний-аналогов сосредоточены в продолжающих стагнировать сегментах промышленности строительных материалов, коммерческой недвижимости, жилья бизнес-класса и коттеджном строительстве. Уже к концу 2011 г. показатель EV/EBITDA, по нашим расчетам, составит 9.8 за счет роста прибыльности Группы ПИК вследствие оживления строительства демократичного жилья.

Мы ожидаем достижения справедливой цены в USD6.9 за одну акцию Группы ПИК в перспективе ближайших 12 мес. и рекомендуем акции к покупке.

Сравнительный анализ эмитента							
Название	Тикер	Страна	MCap	EV/S'10	EV/S'11	EV/EBITDA'10	EV/EBITDA'11
Российские аналоги							
Система Галс	HALS RU Equity	Russia	449	25.1	24.7	75.3	74.0
ЛСР Групп	LSRG RU Equity	Russia	2,365	2.2	1.9	7.8	6.2
Открытые инвестиции	OPIN RU Equity	Russia	657	2.6	2.2	6.1	5.0
Медиана				2.6	2.2	7.8	6.2
Зарубежные аналоги							
Central Pattana Pub Co Ltd	CPN TB Equity	Thailand	1,220	6.6	5.4	13.9	11.3
Housing Development & Infrass	HDIL IN Equity	India	2,308	3.6	6.7	11.1	12.3
Soho China Ltd	410 HK Equity	China	3,560	6.0	1.4	12.6	3.3
SM Prime Holdings Inc	SMPH PM Equity	Philippines	2,651	8.3	6.7	11.2	9.9
Jones Lang LaSalle Inc	JLL US Equity	USA	2,612	1.1	0.9	9.7	7.7
W.P. Carey & Co. LLC	WPC US Equity	USA	979	6.0	6.9	11.3	9.7
Killam Properties Inc	KMP CN Equity	Canada	300	7.5	7.6	15.3	14.0
Gagfah SA	GFJ GR Equity	Luxembourg	2,004	6.6	9.2	17.2	18.5
Beni Stabili SPA	BNS IM Equity	Italy	1,560	7.2	15.5	18.0	18.3
Nexity	NXI FP Equity	France	1,837	0.4	0.7	7.6	8.3
Медиана				6.3	6.7	11.9	10.6
ПИК	PIKK RU	Russia	2,278	2.9	2.7	18.7	9.8
Премия/дисконт (российские)				12%	25%	141%	58%
Премия/дисконт (иностраннные)				114%	143%	57%	-7%

Реструктуризация долга

Работа по реструктуризации краткосрочного долга компании велась на протяжении всего 2009 года... В декабре 2009 года крупнейший кредитор Группы ПИК Сбербанк реструктурировал ее текущий долг и предоставил компании новую кредитную линию на RUB12.75 млрд. (USD425 млн.) до ноября 2014 г. под государственную гарантию на RUB14.37 млрд. (USD478 млн.). Условием предоставления кредита была реструктуризация основной части долга группы, которая была завершена к декабрю.

По нашему мнению, залогом успешных переговоров послужило появление в составе акционеров компании «Нафта Москва», контролируемой Сулейманом Керимовым.

В процессе переговоров с кредиторами Группа ПИК реализовала непрофильные активы для погашения долга путем зачета в размере RUB6.9 млрд. (USD230 млн.). Проекты передавались кредиторам по оценке, близкой к рыночной стоимости.

Перечень проектов, реализованных в ходе реструктуризации

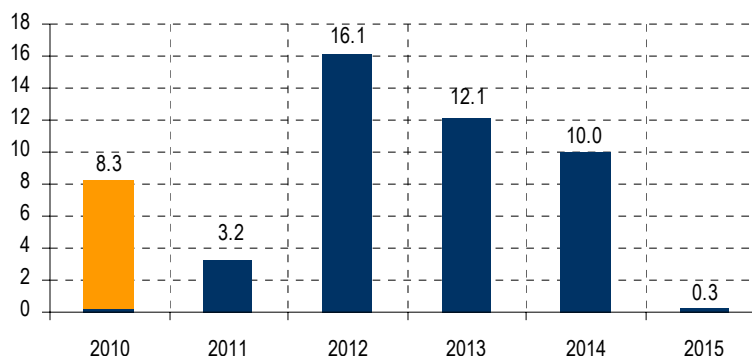
Проект	Балансовая стоимость, млн. руб.	Рыночная стоимость, млн. руб.
«ПИК-Неруд»	724	2,076
Морской фасад (С-Петербург)	2,069	2,361
Северо-Западные башни (МО)	259	660
Афанасьевский проект (элитное жилье в Москве)	2,746	1,761
Итого	5,798	6,858

Источник: данные компании

... **основные риски сняты.** С учетом получения средств от Сбербанка, общий долг Группы ПИК составляет в настоящий момент около RUB50 млрд. (USD1.67 млрд.), 72% кредитов номинированы в рублях. Эффективная средняя ставка по кредитному портфелю ГК ПИК составляет 10.9% в долларах США и 15.7% - в рублях. Погашение более 75% долга приходится на 2012-2014 гг. Единственным неурегулированным вопросом по реструктуризации задолженности остается кредит НОМОС-БАНКа на USD262 млн., погашение которого приходится на текущий год. В настоящий момент стороны ведут переговоры по реструктуризации этого кредита и, по словам представителя ПИКа, соглашение будет достигнуто в течение ближайших 2 недель. Основным предметом переговоров является оценка стоимости обеспечения по кредиту – 25% пакета акций Группы ПИК.

На наш взгляд, текущая структура долга является комфортной для компании, а ее финансовая устойчивость не вызывает опасений.

График погашения основной части долга Группы ПИК, млрд руб.



Источник: данные компании, оценки МДМ

Динамика сектора

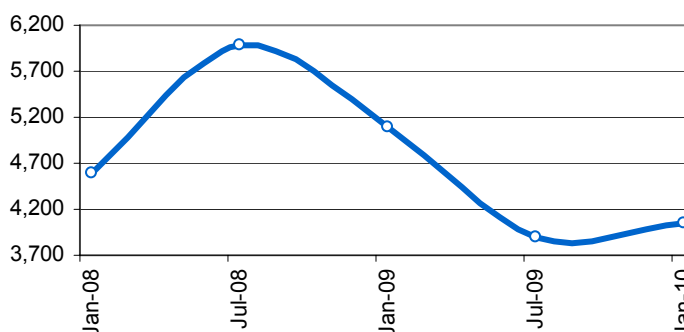
Целевой сегмент Группы ПИК – жилье эконом-класса – демонстрирует восстановление спроса в Московском регионе после 35%-ного снижения цен в рублях (55% в долларах США). Текущий уровень цен в сочетании с ограниченным предложением жилья в «демократичном» сегменте способствует росту объема сделок как на вторичном, так и на первичном рынках. Важнейшим фактором оживления спроса стала стабилизация цен на рынке в районе отметки USD4000 за кв.м. В последние месяцы, согласно данным московского отделения Росреестра количество сделок возросло на 34% в декабре 2009г. и на 46% в январе 2010 г. по сравнению с тем же периодом 12-месячной давности.

При этом текущий уровень цен в Московском регионе и особенно в Москве обеспечивает сверхвысокую рентабельность для девелоперских проектов. Однако возможность реализации этого потенциала есть только у компаний с высокой финансовой устойчивостью и доступом к кредитным ресурсам.

Себестоимость строительства жилья в Москве вместе с инфраструктурной компонентой и долей города составляет около 65 тыс. руб. при цене продаж на стадии строительства 90-115 тыс. руб. за кв.м., что при средней продолжительности строительства жилья эконом-класса около года, дает валовую рентабельность на уровне 40-60% в зависимости от проекта.

При этом девелопмент аналогичных проектов в Московской области при полной себестоимости около 35 тыс. руб. за м. кв. также позволяет рассчитывать на валовую рентабельность от 35 до 80%. Стоимость жилья эконом-класса в Московской области составляет от 50 до 75 тыс. руб. м. кв. в зависимости от удаленности от Москвы. Разница в себестоимости между недвижимостью в Москве и Московской области связана с более низкими административными и инфраструктурными затратами девелоперских компаний в регионе.

Динамика средней стоимости 1 кв.м. жилой недвижимости в Москве, USD



Источник: IRN, оценки МДМ

На наш взгляд, цены на недвижимость будут сохраняться на текущих уровнях в течение длительного времени. При этом препятствием к росту цен будет являться ограниченная платежеспособность населения. Одновременно с этим, возобновлению тенденции к снижению цен будут мешать ограниченное предложение жилья эконом-класса, трудности с привлечением банковского финансирования и административные барьеры, ограничивающие выход на рынок новых девелоперов.

Перспективы компании

Динамика продаж Группы соответствует позитивным переменам на рынке. В настоящий момент компания ведет проекты в основном в Москве и Московской области (41% портфеля по объемам и 83% по стоимости). Региональные проекты Группы в большинстве своем заморожены, достраиваются лишь объекты высокой степени готовности. Данное решение связано с тем, что операционная рентабельность региональных проектов составляет в настоящий момент около 15%, в то время как рентабельность проектов в Московском регионе сохраняется на уровне выше 30%.

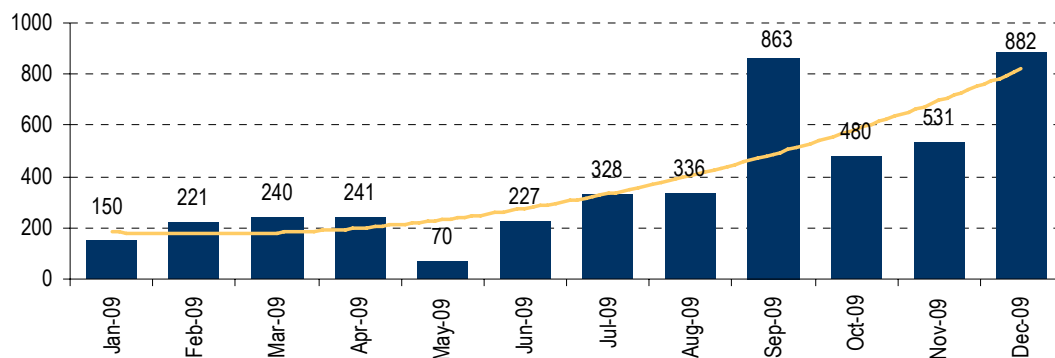
Основные проекты Группы ПИК в девелопменте

Проект	Статус	Тип	Расположение	PIK Share, '000 sqm	Unsold Area, '000 sqm
Химки, Новокуркино	Активный	Эконом	МО	1,151	680
Коммунарка, Ленинский район	Начало стр-ва в конце 2010 – нач 2011гг.	Эконом	МО	1,023	1,023
Мытищи, Ярославский район	Активный	Эконом	МО	788	729
Долгопрудный, Центральный мкрн.	Активный	Эконом	Москва	398	215
Люберцы, Красная горка	Активный	Эконом	МО	377	248
Химки, Юбилейный район	Активный	Эконом	МО	217	29
Новопеределкино, 14-й мкрн.	Активный	Эконом	Москва	214	48
Кунцево	Начало стр-ва в конце 2010 – нач 2011гг.	Бизнес	Москва	164	163
Академика Виноградова	Активный	Бизнес	Москва	81	61
Мытная, 13 (Английский квартал)	Активный	Бизнес	Москва	70	63

Источник: данные компании

По словам менеджмента компании, продажи Группы ПИК в новых домах опережают общерыночные тенденции в Московском регионе. Компания планирует продавать по 80-100 тыс. кв.м. в год в каждом из основных проектов в Химках, Мытищах, Люберцах и Долгопрудном. Кроме того, менеджмент ПИКА намерен разморозить некоторые проекты жилья бизнес-класса в ожидании оживления спроса в ближайшие 2 года. Прежде всего, речь идет о проекте в Кунцево, предполагающем введение 163 тыс. кв.м. жилья в течение 2011-13 гг.

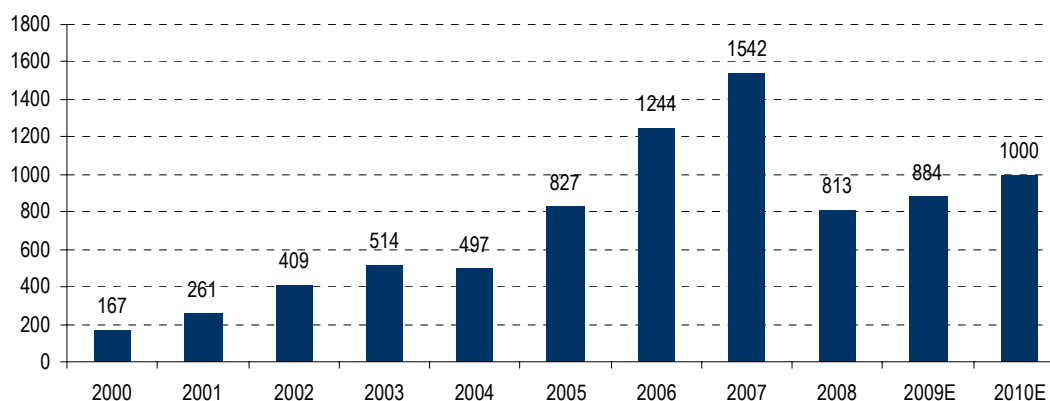
Объем проданной жилой площади, млн руб



Источник: данные компании

В 2009 г., по предварительным оценкам менеджмента, общий объем жилой площади, введенной в эксплуатацию, составил около 884 тыс. кв.м. В текущем году компания ожидает роста объемов ввода жилья до 1 млн. кв.м. с учетом генподрядных работ. Мы полагаем, что сопоставимый объем продаж сохранится и в 2011 г.

График ввода жилых площадей в эксплуатацию, тыс кв.м.



Источник: данные компании

Заказ от Минобороны обеспечит стабильный денежный поток Группе ПИК. В настоящий момент предприятия Группы приступили к возведению 265 тыс. кв.м. жилья в подмосковном Подольске по заказу Министерства Обороны РФ. Оплату строительных услуг в полном объеме компания получит уже в текущем году. Объем заказа составляет около 15% всей площади, которую ПИК планирует возвести в 2010-2011 гг. При этом мы считаем вероятным, что лоббистский потенциал акционеров компании позволит ПИКу и впредь получать подряды от государственных структур.

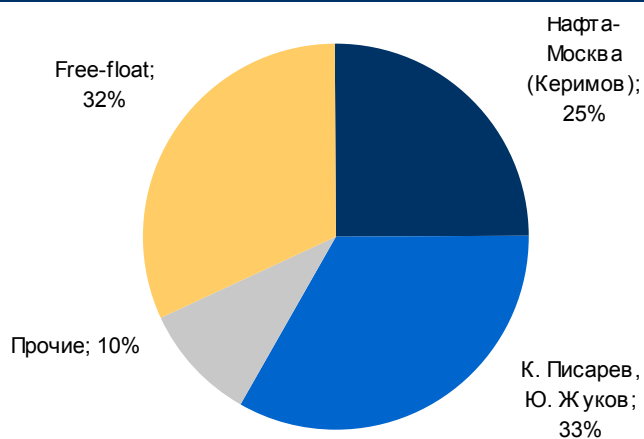
Ипотечное кредитование становится доступнее. Во втором полугодии 2009 г. в России, одновременно с началом снижения ставки рефинансирования ЦБ РФ, произошло увеличение доли ипотечных сделок с 8% до 12%. Средняя ставка по ипотечным кредитам в рублях снизилась с 15,4%, до 13,5%. В перспективе ближайшего года можно ожидать ее снижения до 11% за счет государственных ипотечных программ АИЖК и расширения жилищного кредитования госбанками.

ПИК – один из главных бенефициаров предстоящей активизации на рынке ипотечного кредитования. Основная часть портфеля проектов Группы – жилье эконом-класса, на которое приходится львиная доля кредитов на покупку жилой недвижимости.

Новая структура акционеров – залог устойчивого развития

Исходя из имеющейся у нас информации, суммарная доля основателей Группы ПИК Кирилла Писарева и Юрия Жукова в капитале компании составляет сейчас 33%, 25% из которых заложены по кредиту НОМОС-БАНКа. 25% акций Группы ПИК принадлежат компании Нафта-Москва, контролируемой Сулейманом Керимовым. Ранее в СМИ появлялись данные о том, что г-н Керимов имеет опцион на покупку еще 20% акций ПИК, однако мы не обладаем информацией о том, был ли исполнен данный опцион. Кроме того, 10% акций компании находятся в руках крупного инвестора, назвать которого представитель менеджмента ПИК отказался. Мы оцениваем free-float акций компании в 32% (включая акции, полученные банками по маржин-коллам).

Структура акционеров Группы ПИК



Источник: данные компании

Мы полагаем, что текущая структура акционеров обеспечит возможности для динамичного развития бизнеса Группы в части реализации существующих проектов, взаимодействия с финансовыми учреждениями и государственными заказчиками.



Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172

Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Блока «Казначейство»

Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Начальник Департамента торговли на рынке ценных бумаг

Виниченко Илья

Ilya.Vinichenko@mdmbank.com

Продажи долговых инструментов

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Роберто Пеццименти	+7 495 787 94 52

Торговля долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Операции РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
Илья Ненайденко	Ilya.Nenaydenko@mdmbank.com

Операции с векселями

Ларин Андрей	Andrey.Larin@mdmbank.com
--------------	--------------------------

Торговля и продажи на рынке акций

Хусаинов Альберт	Albert.Khusainov@mdmbank.com
Ромодин Максим	Maxim.Romodina@mdmbank.com
Семенов Артур	Artur.Semenov@mdmbank.com
Ворожейкина Анастасия	Anastasija.Vorozheikina@mdmbank.com

Брокерское обслуживание

Ильина Анна	Anna.Ilina@mdmbank.com
Бердин Игорь	Igor.Berdin@mdmbank.com

Аналитическое управление

Михаил Зак	Mikhail.Zak@mdmbank.com	Начальник аналитического управления
Ольга Николаева	Olga.Nikolaeva@mdmbank.com	Анализ рынка облигаций
Дмитрий Конторщиков	Dmitri.Kontorshikov@mdmbank.com	Анализ рынка акций

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
-------------------	--------------------------------	-----------------	------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ: МДМ Банк является акционером Группы компаний ПИК и осуществляет операции с ценными бумагами компании.

© 2010, ОАО МДМ Банк. Без письменного разрешения МДМ Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовывать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.