

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Кредитный комментарий: Миракс и ЛенСпецСму

В пятницу началась новая веха в строительном секторе: впервые две компании получили международные рейтинги – Миракс «B2» от Moody's и ЛенСпецСму «B» от S&P. Оба агентства отметили динамичный рост сектора на фоне высокого потребительского спроса, лидирующие позиции холдингов на своих географических рынках, а также хорошие отношения с местными властями. В то же время, главными рисками в обоих случаях считаются узкая географическая диверсификация, слабое правовое регулирование бизнеса и неопределенность относительно будущего роста, связанная с получением участков под строительство. Таким образом, компании, в свое время первыми среди строительных холдингов подготовившие отчетность по МСФО (Миракс в 2005 и ЛенСпецСму в 2006), сделали еще один шаг в повышении своей прозрачности.

Если сопоставить рейтинговые шкалы, то можно говорить, что компании получили одинаковые оценки. Вопрос в том, насколько это объективно? На наш взгляд, кредитное качество Миракса выше по ряду причин. Во-первых, компания работает на более рентабельном рынке: сейчас средняя цена квадратного метра в Москве около 4.2 тыс. долл., в то время как в Санкт-Петербурге данный показатель на 40% ниже (2.6 тыс. долл.), притом что себестоимость строительства отличается не столь сильно. Во-вторых, Миракс имеет преимущество с точки зрения портфеля заказов: с учетом проектов по коммерческой недвижимости (включая ключевой проект Федерация), компания намерена до 2010 года построить около 4 млн.кв.м., в то время как средний объем строительства ЛенСпецСму составляет порядка 400 тыс.кв.м. в год. Оба фактора отражаются в опережающем росте финансовых результатов московского холдинга: если по масштабам бизнеса в 2005 году компании были вполне сопоставимы, то по рентабельности и долговой нагрузке Миракс выглядит привлекательней. При этом в текущем году, согласно имеющимся оценкам, Миракс уже должен существенно превзойти ЛенСпецСму и по объемам продаж.

Сравнительные финансовые показатели, млн. долл.

	Миракс		ЛенСпецСму	
	2005	2006П	2005	2006П
Выручка	166	540	199	330
ЕБИТДА	49	194	11	20
ЕБИТДА margin	30%	36%	5,5%	6,1%
Debt/ЕБИТДА	2,88	1,78	5,07	4,86

Источник: Данные компаний

В настоящее время близкие по дюрации выпуски ЛенСпецСму-2 и Миракс-1 (в обращении у каждой компании находится по два выпуска облигаций) торгуются со спрэдом 70 - 80 б.п. При этом термин «торгуется» справедлив в большей степени для бумаг Миракс Групп, выпуски которого оказались более «рыночными». Тогда как сделки по облигациям ЛенСпецСМУ носят эпизодический характер по цене ниже номинала или в лучшем случае по номиналу. Таким образом, помимо выше обозначенных различий в кредитном качестве немаловажную роль при сравнении двух эмитентов приобретает фактор ликвидности, который обеспечивает облигациям Миракса дополнительную привлекательность.

Сразу заметно «отыграть» спекулятивный аспект присвоения рейтинга бумагам Миракса не удалось, главные причины этого – рождественские выходные нерезидентов и проходившие вчера выплаты НДС и акцизов. Последние сделки по выпуску Миракс-1, входящему в котировальный список «Б» ММВБ, проходили по цене 100.52% от номинала,

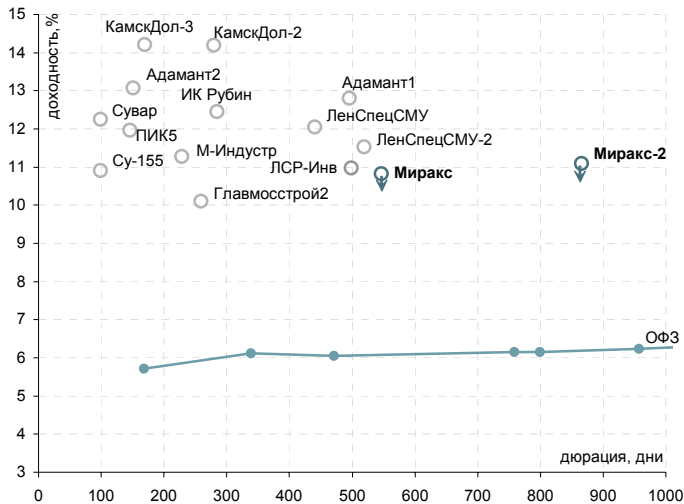
Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Ольга Ефремова
o.efremova@zenit.ru

что соответствует доходности 10.82% годовых к погашению. Бумаги Миракс-2 закрылись в понедельник с доходностью 11.1%.

В то же время мы отмечаем, что прецедент присвоения международного рейтинга придает облигациям Миракса хороший задел для дальнейшего роста на общем фоне выпусков строительного сегмента. Так, вполне достижимой на среднесрочную перспективу целью по доходности для Миракс-2 является уровень 10.7% годовых, то есть ценовой upside с текущего уровня составляет порядка 80 б.п. При этом потенциал первого выпуска, хотя и выглядит скромнее, тоже сохраняется. Справедливую, доходность бумаг Миракс-1 мы оцениваем на уровне 10.5% годовых, то есть потенциал роста цены составляет порядка 40 б.п.

Кривая доходностей строительного сектора



Источник: ММВБ

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 495 937 07 37, факс 7 495 937 07 36
 WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента	Роман Пивков	roman.pivkov@zenit.ru
Зам. Начальника Департамента	Кирилл Копелович	kopelovich@zenit.ru
Управление продаж		sales@zenit.ru
Начальник управления	Константин Поспелов	konstantin.pospelov@zenit.ru
Зам. начальника	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Дмитрий Елисеев	d.eliseev@zenit.ru
Рублевые облигации	Алексей Баранчиков	a.baranchikov@zenit.ru
Валютные облигации	Светлана Агиевец	s.agievets@zenit.ru
Аналитическое управление	Акции	research@zenit.ru
	Облигации	firesearch@zenit.ru
Рублевые облигации	Яков Яковлев	y.yakovlev@zenit.ru
Еврооблигации	Александр Доткин	a.dotkin@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Ольга Ефремова	o.efremova@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Наталия Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Анализ кредитных рисков	Мария Сулима	m.sulima@zenit.ru
Акции	Дмитрий Лукашов	d.lukashov@zenit.ru
Управление доверительного управления активами		
Начальник управления	Сергей Матюшин	s.matyushin@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@zenit.ru
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Валютные инструменты	Антон Литвяков	a.litvyakov@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.