



RUSSIAN CORPORATE DEBT

Жилищный Капитал

Компания Жилищный Капитал, являющаяся девелопером жилой недвижимости экономического и бизнес-класса в Московском регионе, предлагает вниманию инвесторов свой дебютный выпуск облигаций объемом 1 млрд руб.

С нашей точки зрения, справедливым диапазоном доходности этих облигаций к годовой оферте является 13,375-13,625%, т.е. ближайшая окрестность точки 13,5%.

- Одним из главных плюсов Жилищного Капитала является предельно прозрачная и простая структура группы, в составе которой ЗАО «Группа Компаний «Жилищный Капитал» (поручитель) является держателем 99% активов и порядка 70% выручки.
- В отличие от многих компаний отрасли, ЖК предоставил аудированную отчетность по стандартам МСФО за 2004-2005 годы.
- Консолидированные продажи компании составили в 2005 году 32,7 млн долл., реализация в 2006 году ожидается на уровне 124 млн долл. Маржа EBITDA была равна в 2005 году 15,9%, соотношение Долг/EBITDA составило 6,2.
- Если соотношение Долг/EBITDA компании было в 2005 году достаточно велико, соотношение Долг/Активам, наоборот, составило всего 16%.
- Низкие продажи в 2005 году были напрямую связаны с вступлением в силу 214 закона, который усложнил работу девелоперов с соинвесторами.
- Высокие ожидания Жилищного Капитала относительно 2006 года подтверждаются документами о сдаче объектов: более половины площадей, запланированных на 2006 год, уже сданы, сдача остальных ожидается в декабре месяце.
- В ближайшие года компания планирует существенно увеличить масштабы своей деятельности. Если в период с 2003 года по сегодняшний день было сдано 142 тыс кв. метров, в настоящее время уже получены разрешения на строительство почти полумиллиона кв. метров жилья.
- Значение Долг/EBITDA Жилищного Капитала ожидается на конец 2006 года на уровне 5,9 – и это притом, что размещаемый в декабре выпуск ляжет на баланс практически целиком в виде денежных средств. Соотношение ЧистыйДолг/EBITDA будет при этом меньше 3.

ЖК-1 '09

Отрасль	Строительство
Дата размещения	декабрь 2006г.
Эмитент	ООО "ЖК-Финанс"
Объем выпуска	1 млрд руб. (~ 35 млн долл.)
Купон	квартальный
Оферта	1 год по цене 100%
Срок обращения	3 года
Организатор	ФК УРАЛСИБ
Справедливая доходность	УТР 13,375-13,625%

Основные финансовые показатели ЖК

	2005	2006П
Данные (млн долл.)		
Продажи	32.7	124.2
Валовая прибыль	3.5	5.1
EBITDA	5.2	10.7
Чистая прибыль	3.0	
Активы		
Активы	205.7	341.4
Основные средства	0.3	1.0
Долг		
Краткосрочный долг	15.9	50.6
Долгосрочный долг	16.3	13.0
Долг	32.2	63.6
Капитал	26.0	35.5
Коэффициенты (x)		
Валовая маржа	10.9%	4.1%
Маржа EBITDA	15.9%	8.6%
Чистая маржа	9.0%	
Долг/EBITDA	6.19	5.93
EBIT/Проценты	3.9	5.0
Долг/Капитал	1.24	0.64
Долг/Активы	0.16	0.19
% краткосрочного долга	49.3%	79.6%
К-т текущей ликвидности	1.94	
К-т быстрой ликвидности	0.81	

Источник: ЖК



Параметры выпуска

Объем – 1 млрд руб., квартальный купон, срок до погашения – 3 года, оферта – через 1 год по номиналу. Изначально ЖК-1 будет торговаться к оферте как простой однолетний выпуск.

Профиль эмитента

Компания Жилищный Капитал является девелопером жилой недвижимости в московском регионе, в основном, фокусируясь на строительстве жилья экономического и бизнес-класса.

Созданная в 1997 году как агентство недвижимости, компания Жилищный капитал постепенно преобразовалась в инвестора крупных строительных проектов.

Помимо чисто девелоперских функций, компания Жилищный Капитал оказывает только сопутствующие услуги, а именно продолжает выступать в качестве риэлтера, а также осуществляет ремонт и эксплуатацию построенной недвижимости.

За период с 2003 года по сегодняшний день компанией было сдано 142 тыс. кв. метров построенных площадей.

Цель привлечения средств

Приблизительно 80% средств размещаемого выпуска компания планирует потратить на финансирование текущих строительных проектов, а 20% пойдет на рефинансирование краткосрочных кредитов.

Что строит компания

В период с 2003 года до настоящего момента Жилищный Капитал реализовал 13 крупных строительных проектов в области жилой недвижимости общей площадью 142 тыс кв. метров.

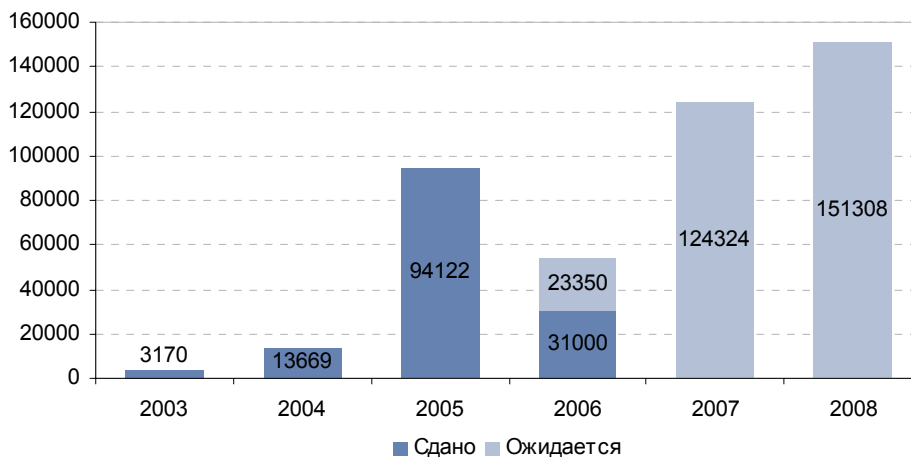
Из этих проектов 3 расположено в Москве, 9 – в городах Московской области, 1 – в городе Сочи.

Созданная в 1997 году, компания является в девелопером жилой недвижимости в Московском регионе

80% размещаемого займа пойдет на финансирование строительных проектов, 20% - на рефинансирование

С 2003 года ЖК реализовал 13 крупных проектов в Москве, Подмоскowie и городе Сочи общей площадью 142 тыс. кв. метров

Площадь объектов, сдаваемых компанией ЖК



Источник: Компания

Еще 11 проектов в настоящее время находятся в стадии реализации на территории области и 6 – в черте Москвы.

Общая площадь строительства, на которое в настоящее время получены разрешения, составляет 445 тыс. кв. м.

Разрешение на строительство получено в отношении почти полумиллиона кв. метров нового жилья



Следующая таблица перечисляет объекты, сдача которых произошла, либо ожидается до конца 2006 года.

Сдача объектов в 2006 году

Объект	Дата сдачи	Площадь, кв.м.
Люберцы, мкрн. «Красная горка», д. 29	4 августа 06	7400
Домодедово, ул. Овражная, д.1	9 ноября 06	23600
Балашиха мкрн. 15Б, корп. 32	декабрь 2006	7600
Балашиха мкрн. 15Б, корп. 33	декабрь 2006	7600
Москва, Шенкурский пр., д. 11	декабрь 2006	8150

Источник: Компания

Снижение объемов ввода жилья в 2006 году объясняется очень просто: с 1 января 2005 года начал действовать пресловутый 214 закон, который удесточил требования к степени готовности проектов, в которые разрешается привлечение средств соинвесторов. Закон очень существенно задержал ввод встрой новых объектов у большинства девелоперов, и Жилищный Капитал не является здесь исключением.

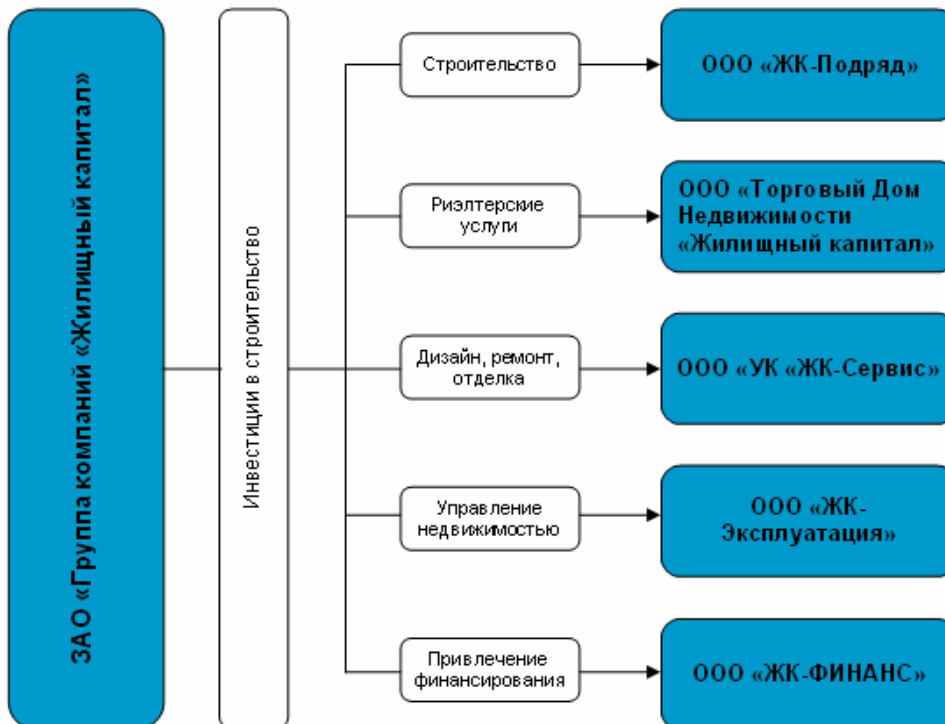
В настоящий момент методы работы компании и схемы финансирования проектов полностью приведены в соответствие с требованиями нового закона, поэтому ввод жилья в 2007 году должен превысить уровень рекордного для компании 2005 года.

Четкая и прозрачная структура

Очень большим преимуществом компании является предельно простая юридическая структура.

Большой плюс компании – предельно простая и прозрачная юридическая структура группы

Юридическая структура группы Жилищный Капитал



Источник: Компания



Ядром группы является ЗАО «Группа компаний «ЖК», на котором находятся практически все активы, и которое непосредственно осуществляет инвестиции в строительные проекты.

100%-ми дочками головной компании являются:

- ООО «ЖК-Подряд» - выступает подрядчиком всех строительных работ группы, т.е. является посредником между ЗАО «Группа компаний» и непосредственными исполнителями строительных работ по проектам группы.
- ООО «Торговый дом недвижимости ЖК» - по сути, риэлтерское агентство, продающее как жилье, построенное группой ЖК, так и жилье сторонних девелоперов.
- ООО «УК «ЖК-Сервис» - предоставляет услуги по дизайну, ремонту и отделке квартир и офисов.
- ООО «ЖК-Эксплуатация» - управляет объектами недвижимости, построенными Жилищным Капиталом.
- ООО «ЖК-Финанс» - дочерняя компания, созданная для привлечения финансирования. Является непосредственным эмитентом предлагаемых облигаций.

Выпуск облигаций ЖК-1 будет полностью гарантирован ЗАО «Группа компаний «ЖК», т.е. держателем 99% активов и порядка 70% продаж всей группы.

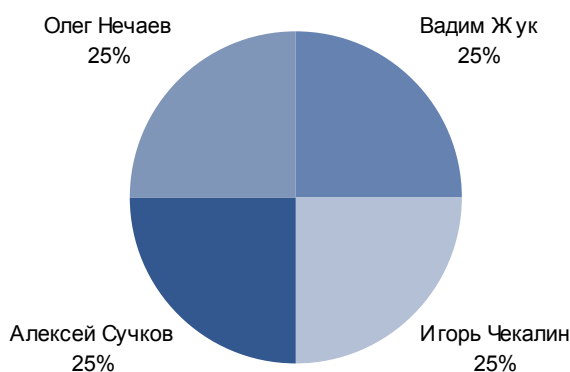
Владельцами ЗАО «Группа компаний «ЖК» в равных долях (25%) являются:

- Вадим Александрович Жук – ген. директор ЗАО «Группа компаний «ЖК» со дня основания;
- Чекалин Игорь Владленович – председатель совета директоров ЗАО «Группа компаний «ЖК»;
- Сучков Алексей Викторович – председатель правления группы компаний, ранее работал вице-президентом компании Главмосстрой;
- Нечаев Олег Владимирович.

Выпуск ЖК-1 прогарантирован головной компанией - держателем 99% активов и порядка 70% выручки группы

Владельцами компании в равных долях являются 4 физических лица

Собственники группы ЖК



Источник: Компания

Как строит компания

Здесь мы отдельно хотели бы отметить, что Жилищный Капитал является в чистом виде девелопером, т.е. в его структуре нет подразделения, физически занимающегося строительством.

Жилищный Капитал не имеет в структуре строительных подразделений, и привлекает к своим проектам строителей на конкурентной основе



Компания ЖК-Подряд выступает в роли генерального подрядчика по всем проектам ЖК, привлекая сторонние строительные организации на конкурентной основе.

Список подрядчиков, привлекаемых ЖК, включает: ООО «Ремстройком», ЗАО «Промстройтехно-Инвест», ЗАО «315-УНР», ООО «РиэлСтройКомплект», ЗАО «ДомЭнергоСтройСервис», ЗАО «Выбор».

В процессе строительства сотрудники отдельного управления ЖК осуществляют тщательный технический контроль качества на всех его этапах, при этом отсутствие внутри компании строительных подразделений исключает внутренний конфликт интересов. Иными словами, **у Жилищного Капитала нет никаких оснований желать, чтобы строители строили некачественно.**

Отчетность и учетная политика

Жилищный капитал предоставил финансовую отчетность по стандартам МСФО за 2004-2005 годы, аудированную компанией «Финансовый Адвокат», и являющуюся переложением на МСФО консолидированной отчетности группы по РСБУ.

Очень важной особенностью учета компанией своей девелоперской деятельности является наличие в активной части баланса актива под названием «Доли на продажу», который представляет собой рыночную оценку стоимости долей в построенном компанией жилье, которые могут быть официально проданы (по ним оформлены все соответствующие документы), но пока не были реализованы.

Оценка долей происходит по ценам первых продаж следующего года. Так, доли, находившиеся на балансе в конце 2005 года, оценивались по первым продажам 2006 года.

В пассивной части баланса долям на продажу соответствует строка «Обязательства по долям на продажу», представляющая собой обязательства, которые возникнут перед компанией ЖК в момент, когда эти доли будут проданы, перед строителями, поставщиками стройматериалов, т.е. по сути, кредиторскую задолженность будущего периода. Эти обязательства также переоцениваются на конец периода с учетом текущих рыночных условий.

По итогам года изменение стоимости долей за год минус изменение стоимости обязательств по ним формирует основу «прибыли от реклассификации и переоценки», которая является главной частью EBITDA группы при расчете последней методом «снизу вверх».

В последствии, когда доли, находившиеся на балансе, продаются, они формируют продажи группы, однако себестоимостью для этих продаж является переоцененная на конец года стоимость доли, т.е. факт учета продажи в выручке является, по сути, корректировкой прибыли, уже учтенной ранее в качестве доходов от переоценки.

В итоге, применяемая компанией практика приводит к тому, что прибыль от продаж Жилищного Капитала обычно невелика, при этом львиная доля реальной операционной прибыли учитывается раньше, чем продажа на самом деле происходит, в виде доходов от реклассификации и переоценки.

Не являясь аудиторами, мы не собираемся судить, является ли подобный метод учета прибыли бесспорным с точки зрения стандартов МСФО, единственная цель этого пункта – донести мысль, **что в консолидированном отчете ЖК о прибылях и убытках за любой конкретный год часть учтенной прибыли на самом деле относится к продажам следующего периода**, т.е. используемый компанией метод приводит к переносу прибыли назад во времени на период, соответствующий среднему сроку между моментом, когда доли в объекте готовы к продаже, и реальной продажей долей покупателям.

ЖК предоставил консолидированную отчетность по МСФО за 2004-2005 годы, аудированную российским аудитором

Разница между переоценкой долей и изменением стоимости будущих обязательств по ним учитывается компанией как прибыль отчетного периода

Такая практика приводит к учету прибыли от продажи долей ранее, чем продажа физически произошла



В текущей рыночной ситуации, когда жилье экономического класса является ликвидным товаром, этот срок должен быть относительно небольшим. В нашем представлении, он составляет около полугода.

Сводная отчетность компании представлена в следующей таблице.

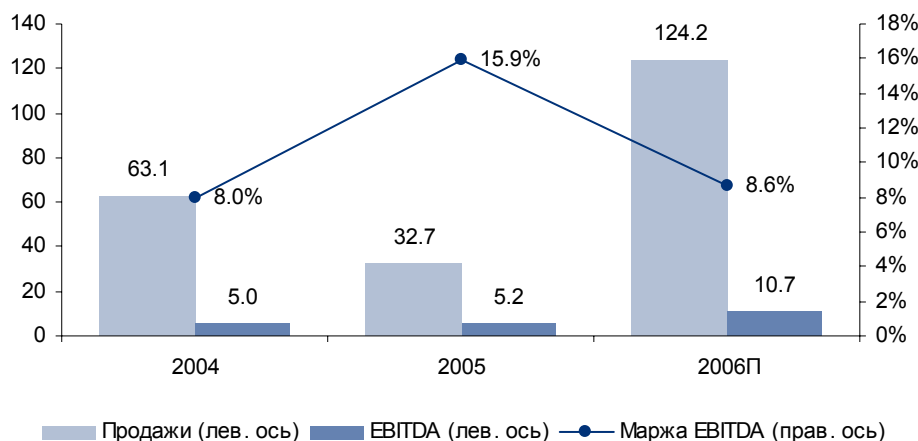
Основные финансовые показатели ЖК (МСФО)

Данные (млн долл.)	2004	2005	2006П	Коэффициенты (x)	2004	2005	2006П
Продажи	63.1	32.7	124.2	Валовая маржа	0.7%	10.9%	4.1%
Валовая прибыль	0.5	3.5	5.1	Маржа EBITDA	8.0%	15.9%	8.6%
EBITDA	5.0	5.2	10.7	Чистая маржа	5.9%	9.0%	0.0%
Чистая прибыль	3.7	3.0		Долг/EBITDA	4.07	6.19	5.93
Активы	285.6	205.7	341.4	EBIT/Проценты	28.0	3.9	5.0
Основные средства	0.3	0.3	1.0	Долг/Капитал	0.86	1.24	0.64
Краткосрочный долг	12.7	15.9	50.6	Долг/Активы	0.07	0.16	0.19
Долгосрочный долг	7.8	16.3	13	% краткосрочного долга	61.9%	49.3%	79.6%
Долг	20.6	32.2	63.6	К-т текущей ликвидности	1.40	1.94	
Капитал	23.9	26.0	35.5	К-т быстрой ликвидности	0.69	0.81	

Источник: Компания

P&L

Следующий график показывает историческую динамику основных составляющих отчета о прибылях и убытках.

Продажи и EBITDA, млн долл.


Источник: Компания

Как видно, продажи ЖК снизились в 2005 году практически в два раза — с 63,1 млн долл. в 2004 до 32,7 млн долл.. Основная причина — упомянутый выше 214 закон, а также естественная волатильность денежного потока, связанная с тем, что компания является слишком малой по масштабу, чтобы иметь возможность осуществлять проекты равномерно во времени.

Продажи на 2006 год ожидаются компанией уже на уровне 124 млн долл, что связано с большим объемом проектов, сдающихся в 2007 году.

Что касается маржи EBITDA, ее уровень в 2005 году был равен 15,9% в сравнении с 8% в 2004 году.

Продажи ЖК в 2005 году составили 32,7 млн долл. — почти в два раза меньше, чем в 2004 году. Снижение продаж связано с принятием 214 закона

Доходы в 2006 году ожидаются уже на уровне 124,2 млн долл.



Причины скачка маржи EBITDA в 2005 году

Компания объясняет двукратный рост маржи EBITDA в 2005 году, а также более низкий прогноз на 2006 год следующими тремя причинами:

- При галопирующем росте цен на недвижимость как в 2005, так и в 2006 годах, цены на строительные материалы выросли в 2005 году в среднем лишь на 15%, тогда как рост в 2006 году уже составил 25%, а по отдельным позициям (например, бетон) – до 70%.
- В 2006 году компания существенно увеличила общехозяйственные затраты (практически вдвое), а также издержки по оплате труда. Это напрямую связано с большим объемом проектов, реализуемых в 2006-2007 годах.
- Прогноз EBITDA на 2006 год был сделан по консервативным оценкам цен рынка недвижимости в середине 2006 года.

В результате, при оценке среднего для компании уровня маржи EBITDA мы бы рекомендовали использовать диапазон 8-10%.

Активы

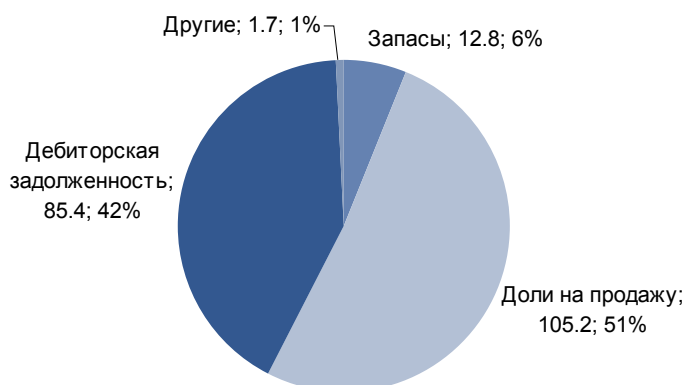
Суммарные активы компании составили на конец 2005 года 205,7 млн долл., снизившись на 28% по сравнению с 2004 годом.

Снижение активов в 2005 году было связано в первую очередь со сдачей большого количества жилья, поскольку основную часть активов группы составляют доли на продажу.

Так, оборотные активы составляли в 2005 году 99,7% валюты консолидированного баланса группы.

Фактическое отсутствие основных средств на балансе ЖК объясняется, прежде всего тем, что в силу специфики деятельности они компании просто не нужны. В отношении же небольшого объема оборудования, которое все же требуется, компания пользуется лизинговыми схемами.

Структура оборотных активов ЖК в 2005, млн. долл. %



Источник: Компания

Как видно из диаграммы, в конце 2005 года запасы составляли 12,8 млн долл. (6%), доли на продажу – 105,2 млн. (51%), дебиторская задолженность – 85,4 млн. (42%). В отсутствии основных средств, это и есть основные составляющие баланса ЖК.

Низкий уровень основных средств имеет еще одно интересное последствие для анализа компании: в любом отчетном периоде ее EBITDA практически равна EBIT.

Маржа EBITDA Жилищного Капитала составила в 2005 году 15,9% в сравнении с 8% в 2004 году

Учитывая большую волатильность рентабельности, мы рекомендуем считать 8-10% «нормальным» уровнем маржи EBITDA для ЖК на сегодняшнем этапе

Оборотные активы составляют 99,7% валюты баланса Жилищного Капитала

Соответственно, львиную долю активов компании составляют запасы, доли на продажу и дебиторская задолженность

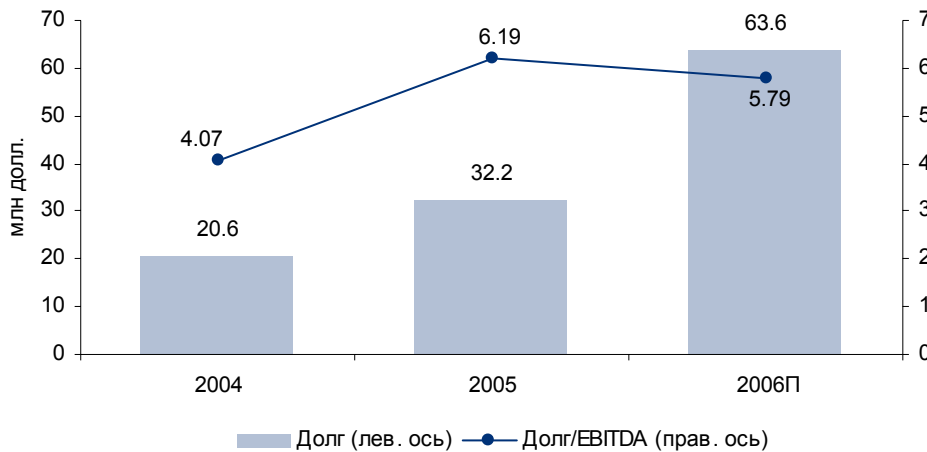


Долг

Историческая динамика финансового долга Жилищного Капитала в абсолютных величинах, а также соотношения Долг/ЕВITDA представлена на следующем графике.

Соотношение Долг/ЕВITDA было равно 6,19 в 2005 году в сравнении с 4,07 годом ранее

Общий объем долга и соотношение Долг/ЕВITDA



Источник: Компания

В последнем отчетном периоде соотношение Долг/ЕВITDA находилось на высоком уровне 6,19 в сравнении с 4,07 годом ранее. Прогноз на 2006 год показывает, что компания ожидает это соотношение на уровне 5,79, т.е. планирует немного снизить его по отношению к 2005.

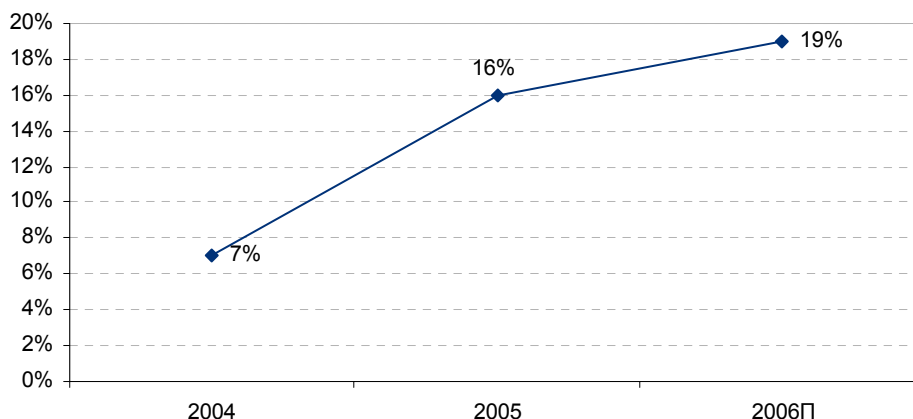
В 2006 году компания ожидает коэффициент Долг/ЕВITDA на уровне 5,79, при этом соотношение ЧистыйДолг/ЕВITDA с большой вероятностью окажется ниже 3

Необходимо учесть, что на конец 2006 года облигационный выпуск, который будет размещаться в декабре, ляжет на баланс практически полностью в виде денежных средств. Вследствие этого чистый долг компании на конец года будет значительно ниже, и соотношение ЧистыйДолг/ЕВITDA составит, по нашим оценкам, всего 2,4.

Если к-т Долг/ЕВITDA у ЖК относительно велик, отношение Долг/Активы, наоборот, радует – в 2005 году оно составило 16%

Если соотношение Долг/ЕВITDA у компании относительно велико, отношение суммарного долга к активам остается относительно низким: 7% в 2004 году, 16% в 2005 и ожидается чуть менее 20% на конец 2006.

Соотношение Долг/Активам



Источник: Компания

Таким образом, проблема компании находится скорее в области генерации устойчивого P&L'я, а не в уровне используемого финансового рычага.



По состоянию на сентябрь 2006 года финансовый долг компании был равен всего приблизительно 20 млн долл. (по сравнению с 32,2 млн долл. в конце 2005 года) и состоял только из банковских кредитов, полученных в рублях, долларах и евро, от следующих банков: Промсвязьбанк, МИРА-Банк, АКБ Хованский, Независимый строительный банк, Российский кредит, НРБ. Обеспечением по кредитам обычно является залог имущественных прав (по объектам, под строительство которых берется кредит), либо обороты по расчетному счету.

Необходимо еще раз отметить, что прогноз компании по долгу на 2006 год включает размещаемый облигационный займ, который с большой вероятностью ляжет на баланс в виде наличных средств, поскольку размещается под самый конец года, и, таким образом, чистый долг ЖК будет значительно меньше заявленных 63,6 млн долл.

В первом полугодии 2007 года компанию пока ожидают только два существенных погашения кредитов: на эквивалентную сумму 3,6 млн долл. 7 марта и 8,8 млн долл. 14 июня.

Средняя ставка по кредитам, привлеченным компанией, составляет приблизительно 20%, поэтому размещение облигационного займа является для ЖК естественным способом понизить стоимость заимствований.

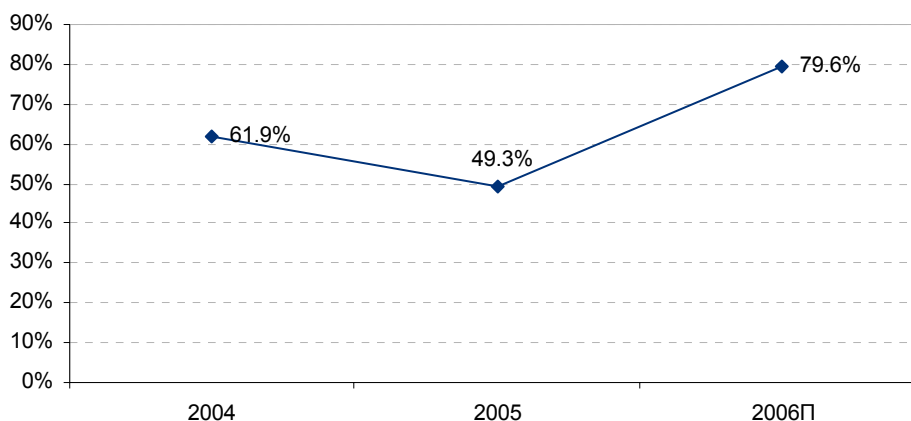
Ликвидность

С точки зрения формальных показателей, ликвидность ЖК можно признать высокой: коэффициент текущей ликвидности компании составлял в 2005 году 1,94 против 1,4 в 2004.

Такие высокие значения являются прямым следствием того, что активы компании практически на 100% являются оборотными, тогда как в структуре пассивов есть существенный собственный капитал, а также долгосрочный долг.

Динамика доли краткосрочного долга показана на следующем графике.

Доля краткосрочного долга в финансовом долге, %



Источник: Компания

Процент короткого долга ожидается в 2006 году на относительно высоком уровне 79,6% потому, что размещаемый трехлетний выпуск объемом 1 млрд руб. будет иметь годовую оферту, т.е. фактически ЖК размещает сейчас краткосрочный долг.

К сентябрю 2006 финансовый долг компании снизился до 20 млн долл. в сравнении с 32 млн в начале года.

Долг ЖК состоит сейчас исключительно из кредитов российских банков, средняя ставка по которым равна 20%

Формально коэффициенты ликвидности компании очень высоки, поскольку все активы группы являются оборотными

Процент краткосрочного долга увеличится на конец 2006 года из-за годовой оферты по размещаемому займу



Что же касается крупных платежей в ближайшее время, они невелики, и мы их уже упоминали: 3,6 млн долл. 7 марта и 8,8 млн долл. 14 июня 2007 года.

В целом, ликвидность компании выглядит вполне адекватной стоящим задачам, и не вызывает опасений.

Сравнение с конкурентами

В последнее время девелоперы среднего и малого размера активно выходят на рынок рублевых облигаций, что позволяет сравнить Жилищный капитал с его конкурентами в строительном секторе долгового рынка.

В целом, ликвидность компании выглядит вполне адекватной стоящим перед ЖК задачам

Для финансового сравнения с ЖК мы выбрали Пересвет-Инвест, М-Индустрию, ЛенСпецСМУ, МИАН и Адамант

ЖК в сравнении с другими компаниями отрасли, 2005г.

млн долл.	Жилкапитал (МСФО)	Пересвет-Инвест (РСБУ)	М-Индустрия (МСФО)	ЛесСпецСМУ (МСФО)	МИАН (неаудир)	Адамант (неаудир.)
Продажи	33	22	59	199	302	347
ЕВИТ	5,2	2,4	16,3	17,5	22,0	96,2
ЕВИТДА	5,2	-	20,3	19,0	31,0	98,0
Активы	206	41	66	340	428	735
Собственный капитал	26	1	31	23	191	566
Долг	32	27	9	55	190	148
Норма ЕВИТ	15,9%	11,0%	27,7%	8,8%	7,3%	36,0%
Норма ЕВИТДА	15,9%	-	34,4%	9,6%	10,3%	36,7%
Текущая ликвидность	1,9	1,5	2,0	1,8	2,0	3,0
% краткосрочного долга	49,3%	47,7%	79,2%	2,4%	86,4%	0,0%
Долг/Капитал	55,3%	97,2%	23,1%	70,1%	49,8%	20,7%
Долг/Активы	15,7%	65,3%	14,0%	16,1%	44,3%	20,1%
Долг/ЕВИТ	6,2	11,2	0,6	3,1	8,6	1,2
Долг/ЕВИТДА	6,2	-	0,5	2,9	6,1	1,2
ЕВИТ/Проценты	4,0	1,2	26,9	25,7	3,7	9,4
ЕВИТДА/Проценты	4,0	-	33,5	28,0	5,2	9,6

Источник: Данные компаний

Как видно из таблицы, для сравнения с Жилищным капиталом мы выбрали относительно небольших по объему бизнеса девелоперов, а именно, Пересвет, М-Индустрия, ЛенСпецСМУ, МИАН, Адамант. Данные представлены по состоянию на 2005 год.

Жилищный Капитал в сравнении с Пересветом:

(+) В отличие от Пересвета, ЖК предоставляет отчетность по МСФО.

(+) Соотношение Долг/ЕВИТ Жилищного Капитала ниже: 6,2 против 11,2.

(+) Соотношение Долг/Активы ЖК существенно ниже, чем у Пересвета – 15,7% против 65,3%.

В целом, в сегодняшнем своем состоянии ЖК должен быть признан предпочтительным с кредитной точки зрения в сравнении с Пересветом.

Сама компания Жилищный Капитал считает именно Пересвет своим ближайшим аналогом с точки зрения ведения бизнеса, поскольку последний, как и ЖК, строит много жилья экономического класса в городах Подмосковья.

Жилищный Капитал считает Пересвет своим ближайшим конкурентом, однако с финансовой точки зрения Пересвет выглядит слабее ЖК по многим параметрам



Жилищный Капитал в сравнении с М-Индустрией:

(-) Отчет М-Индустрии по МСФО является в чистом виде отчетностью по МСФО, а не переложением РСБУ, как в случае с ЖК. Качество отчета М-Индустрии выше, в том числе и просто визуально, что свидетельствует о большей подготовленности аудитора.

(-) Продажи М-Индустрии в 2005 году были почти в два раза выше – 59 млн долл. против 33 млн у ЖК.

(-) Норма EBITDA М-Индустрии в два раза выше, чем у ЖК, и это при том, что EBITDA ЖК в 2005 году была аномально высокой.

(-) Коэффициент Долг/EBITDA Жилищного Капитала был в 2005 году равен 6,2 против 0,5 у М-Индустрии.

Соответственно, долг ЖК должен торговаться с существенной премией к долгу М-Индустрии.

Жилищный Капитал в сравнении с ЛенСпецСМУ:

(-) Продажи ЛенСпецСМУ были в 2005 году почти в семь раз выше, чем у ЖК – 199 млн долл. против 33. ЛенСпецСМУ – это существенно более крупная компания по объему бизнеса.

(+) Норма EBITDA ЖК существенно выше, чем у ЛенСпецСМУ – даже ожидаемый на 2006 год относительно низкий уровень 8,6% превосходит рентабельность ЛенСпецСМУ, которая в 2005 году составляла 5,5%.

(-) Соотношение Долг/EBITDA у ЛенСпецСМУ составило 2,9 – существенно ниже, чем в Жилищного Капитала (6,2).

(-) ЛенСпецСМУ отличается относительно низкой стоимостью заимствования – покрытие его процентных платежей на уровне EBITDA составило 28 против 4 у ЖК.

В результате, кредит ЛенСпецСМУ выглядит более сильным, чем у Жилищного Капитала, поэтому облигации последнего должны торговаться с существенной премией к кредитному спреду ЛенСпецСМУ.

Жилищный Капитал в сравнении с МИАНОм:

(+) ЖК предоставляет аудированную отчетность по МСФО, тогда как МИАН – только данные управленческого учета.

(+) Соотношение Долг/EBITDA у МИАНа такое же, как и у ЖК (чуть больше 6), однако соотношение Долг/Активы составляет 44,3% против 15,7% у ЖК.

(-) МИАН превосходит ЖК по выручке в 10 раз (продажи 302 млн долл. против 33 млн. у ЖК).

(-) МИАН известен на рынке недвижимости очень много лет. На его стороне – сильный бренд риэлтерского агентства.

ЖК имеет потенциал торговаться на одном уровне с МИАН, однако эффект значительно большего масштаба, по всей видимости, будет в этом сравнении доминирующим. Скорее всего, ЖК будет торговаться с небольшой премией к кредиту МИАН.

Жилищный Капитал в сравнении с Адамантом:

(-) Адамант – самая большая компания из всех представленных в таблице. Ее продажи (347 млн долл.) превосходят продажи ЖК более, чем в 10 раз.

(+) Адамант, в отличие от Жилищного Капитала, не предоставляет аудированной консолидированной отчетности.

(-) Маржа EBITDA у Адаманта (36,7%) существенно превосходит маржу ЖК.

М-Индустрия выглядит сильнее ЖК за счет большего объема продаж, высокой рентабельности и низкого уровня долга

Главными преимуществами ЛенСпецСМУ перед ЖК являются больший масштаб бизнеса и меньший уровень долга

В сравнении с ЖК на стороне МИАНа – большой объем продаж и сильный бренд. С другой стороны, ЖК предоставляет отчетность по МСФО, а МИАН - нет



(-) Высокая маржа Адаманта приводит к низкому соотношению Долг/ЕБИТДА – 1,2 в 2005 году против 6,2 у ЖК.

(-) Соответственно, покрытие процентных расходов на уровне ЕБИТДА у Адаманта также существенно лучше – 9,6 против 4.

В результате, долг Жилищного Капитала должен торговаться с существенной премией к обязательствам Адаманта.

Наш взгляд на кредит ЖК

Положительные факторы:

- аудированная отчетность по МСФО;
- простая и прозрачная структура группы;
- большой подтвержденный объем строительства на ближайшие годы;
- низкий уровень долга относительно активов;
- высокие планируемые продажи в 2006 году;
- адекватная ликвидность.

Отрицательные факторы:

- малый масштаб бизнеса;
- малоизвестный российский аудитор;
- неконсервативная политика учета прибыли;
- высокое соотношение Долг/ЕБИТДА;
- двукратное снижение выручки в 2005 году;
- фактическое отсутствие внеоборотных активов.

С нашей точки зрения, Жилищный Капитал представляет собой относительно небольшую, но крепко стоящую на ногах компанию, которая в последнее время довольно много сделала, чтобы стать привлекательной для потенциального инвестора. К основным рискам ЖК можно отнести высокий удельный вес отдельного проекта в операционной деятельности компании, а также большую волатильность денежного потока, которая существенно ограничивает для ЖК возможности долгового финансирования.

Оценка облигаций ЖК-1

Представленный ниже график показывает текущее положение облигаций рассмотренных ранее компаний на рублевом рынке.

На этом графике Адамант-1, Адамант-2, ЛенСпецСМУ и М-Индустрия – нормально торгующиеся выпуски, Пересвет – с большой вероятностью расположен на своем текущем месте маркет-мейкером, поскольку сам по себе этот выпуск крайне неликвиден (объем – 200млн руб). Что касается МИАНа, то этот выпуск пока не размещен, и маркируется организаторами на уровне порядка 13%.

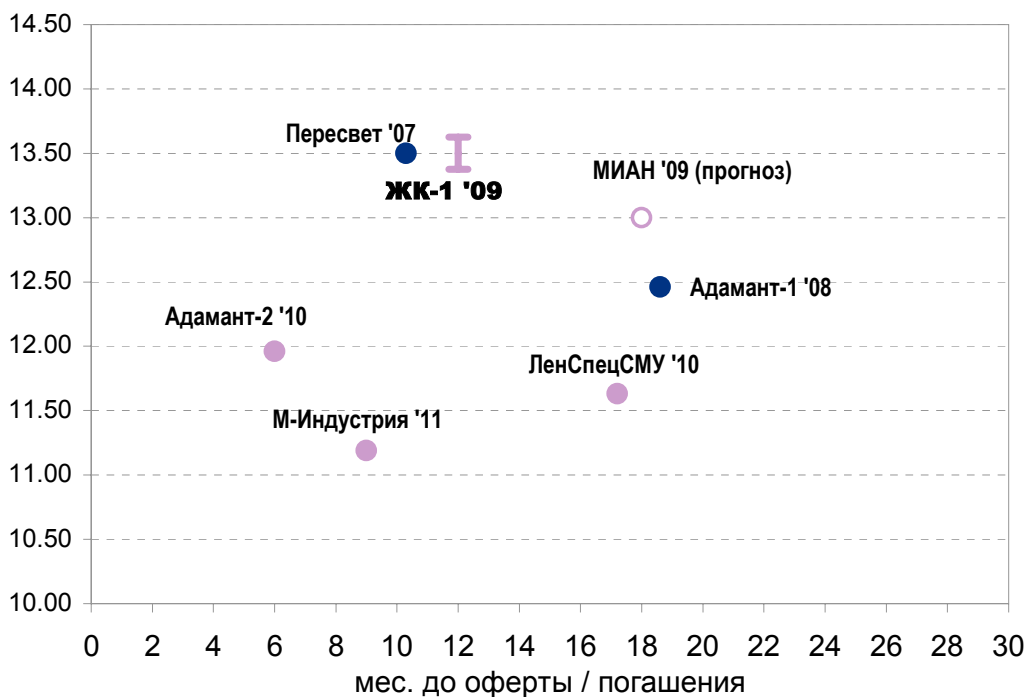
Адамант – самая большая из представленных компаний, он также обладает низкой долговой нагрузкой

Жилищный Капитал – небольшая, но крепко стоящая на ногах компания, которая очень много сделала для увеличения своей прозрачности и понятности для инвесторов

Среди основных рисков компании можно выделить высокую волатильность P&L'я, являющуюся следствием относительно малого масштаба бизнеса



Картина рынка



Источники: ММББ, Cbonds

Напомним, что из сравнения ЖК с компаниями-конкурентами мы сделали следующие выводы:

- Жилищный капитал должен торговаться с дисконтом к Пересвету;
- ...с небольшой премией к МИАН;
- ...и с существенной премией к ЛенСпецСМУ и Адаманту.

Сопоставляя сказанное выше с рыночным положением соответствующих бумаг, а также учитывая, что ЖК должен предложить рынку премию за дебют, мы приходим к выводу, что справедливой доходностью к годовой ofercie для выпуска ЖК-1 на предстоящем аукционе будет точка 13,5%. Для учета возможного колебания рыночной конъюнктуры мы установим вокруг этой точки диапазон размером 25бп.

Таким образом, **справедливым диапазоном доходности при первичном размещении облигаций Жилищный Капитал-1 нам представляется 13,375-13,625%.**

Исходя из анализа текущего положения бондов-конкурентов, мы делаем вывод, что справедливим диапазоном доходности ЖК-1 к годовой ofercie является окрестность точки 13,5%



Fixed Income

Head of Fixed Income

Alexander Pugach, apugach@uralsib.ru

Sales

Sergey Shemardov, head of sales, she_sa@uralsib.ru
 Elena Dovgan, sales-manager, dov_en@uralsib.ru
 Anna Karpova, sales-manager, kar_am@uralsib.ru
 Tatiana Arkhipova, sales-manager, tarkhipova@uralsib.ru
 Dmitry Kuznetsov, sales-manager, KuznetsovDE@uralsib.ru

Trade

Andrew Borisov, senior trader, bor_av@uralsib.ru
 Vyacheslav Chalov, trader, chalovVG@uralsib.ru

Research

Dmitry Dudkin, head of research, DudkinDI@uralsib.ru
 Anastassia Zaleskaya, senior analyst, zal_av@uralsib.ru
 Kiti Pantskhava, analyst, PantskhavaKS@uralsib.ru
 Nadezhda Myrsikova, junior analyst, myr_nv@uralsib.ru

Capital Markets

Ilya Zimin, director, zimin@uralsib.ru
 Guzel Timoshkina, director, tim_gg@uralsib.ru

Victor Orekhov, senior associate, ore_vv@nikoil.ru

RESEARCH

Head of Research

Konstantin Chernyshev, che_kb@uralsib.ru

Strategy

Natalia Maiorova, mai_ng@uralsib.ru

Metals & Machinery

Senior analyst: Kirill Chuiko, chu_ks@uralsib.ru
 Dmitry Smolin, smolindv@uralsib.ru

Telecommunications

Konstantin Chernyshev, che_kb@uralsib.ru
 Stanislav Yudin, yud_sa@uralsib.ru

Oil & Gas

Caius R. Rapanu, rap_ca@uralsib.ru
 Alex N. Kormschikov, kor_an@uralsib.ru

Banking

Vladimir Tikhomirov, tih_vi@uralsib.ru

Consumer Goods / Retail, Transportation

Andrei Nikitin, Nikitin_AI@uralsib.ru

Politics & Economics

Vladimir Tikhomirov, tih_vi@uralsib.ru

Editorial & Production

Mark S. Bradford, bra_ms@uralsib.ru

Andrei Pyatigorsky, pya_ae@uralsib.ru

Julia Prokopenko, pro_ja@uralsib.ru

Julia Kruchkova, kru_jo@uralsib.ru

Olga Simkina, sim_oa@uralsib.ru

Internet / Design / Data Specialist

Andrei Bogdanovic, BogdanovicAS@uralsib.ru

This report is provided for informational purposes only. Under no circumstances is it to be used or considered as an offer or a solicitation of an offer. While all reasonable care has been taken in the preparation of this report, URALSIB Capital makes no representation or warranty, express or implied, to its accuracy or completeness. No one shall take any investment decision in reliance on this report. Neither URALSIB Capital nor its agents nor affiliates accept any liability for any direct or consequential loss arising from any use of this report or its contents. The information is the exclusive property of URALSIB Capital and may not be reproduced or distributed without prior written permission.

© URALSIB Capital 2006