

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Строительные компании: «трудности перевода»

- Год назад мы выпустили обзор «Строительные компании: бой с тенью», посвященный анализу финансовой отчетности строительных компаний, представленных на рынке облигаций. Тогда мы попытались обратить внимание инвесторов на то, что существующая проблема низкой прозрачности компенсируется внушительными масштабами бизнеса, оценка которых хоть и затруднительна, но представляется вполне возможной. При всем при этом доходности компаний были близки к верхней границе третьего эшелона.
- За прошедший год отношение к эмитентам, связанным со строительством, улучшилось, чему способствовал ряд факторов как отраслевого характера, так и связанных со стремлением крупных холдингов к повышению своей прозрачности. Тем не менее, в большинстве случаев минусы строителей никуда не исчезли: это и запутанная корпоративная структура, и трудности работы по новому законодательству, и по-прежнему сложная для анализа отчетность.
- Необходимость финансирования объектов заставляет строителей все чаще обращаться к рынку рублевых заимствований. При этом масштабы бизнеса эмитентов, рынки, на которых они работают, а также возможность адекватной оценки, существенно разнятся, что не позволяет в полной мере сравнивать их друг с другом. С учетом данных факторов мы предлагаем классифицировать всех застройщиков на три группы: крупные московские холдинги, региональные строители и компании, предоставляющие отчетность в соответствии с МСФО.
- В первой группе предпочтительней смотрится СУ-155, который в силу лучших финансовых результатов, по-нашему мнению, должен иметь дисконт порядка 30-50 б.п. к Главмосстрою и ПИКу. Из региональных компаний, с точки зрения кредитного качества, позитивно выглядит ЛСР: компания по объемам выручки сопоставима с эмитентами первой группы, при этом в силу диверсификации бизнеса она в меньшей степени подвержена таким ключевым строительным рискам, как дефицит участков, сложности с привлечением средств дольщиков и их учет. Кроме этого, публикуемая консолидированная отчетность в связи с небольшой долей строительного направления является более доступной для традиционных методов анализа.

Обращающиеся выпуски строительного сектора

	Дата размещения	Дата оферты	Объем, млрд.р.	Доходность к оферте**	Текущий спред к ОФЗ	Справедливый спред
ГМС-2	23.03.06	24.09.07	4	11,25	545	520-550
СУ155-1	30.03.04	30.03.07***	1,5	11,43	623	550-580
ПИК-5	24.05.05	22.05.07	1,12	11,57	617	560-590
Миракс-1	23.08.05	22.08.06	1	11	500	500-520
ЛСР-1	24.03.05	22.03.07	1	11,22	602	580-610
ЛенСпецСМУ-1*	28.04.05	05.05.08	1	11,75	575	570-600
Адамант-2	25.05.06	24.05.07	2	11,71	631	630-660
Сувар-Казань	04.04.06	10.04.07	0,9	13,09	789	780-800
Кам. долина-3	29.05.06	15.06.07	0,5	14,09	859	850-880

* не торгуется, ** на 28.07/06, ***дата погашения

Динамика рынка московской недвижимости не перестает удивлять: с осени 2005 года индекс стоимости жилья, рассчитываемый IRN, вырос на 80% до \$3596 кв.м., и в случае сохранения темпов роста, в ближайшее время средняя цена за квадратный метр пересечет четырехтысячный рубеж. С одной стороны, на росте цен отразилась ограниченность предложения. Пресловутый закон №214 «О долевом строительстве» сыграл злую шутку с теми, на защиту кого был направлен – снятие с продажи части объектов заставило покупателей «сметать» с рынка все, что только появляется, при этом подавляющее число строителей так и не приступило к работе по новым нормам. В результате объем новостроек весной сократился почти на 40% по сравнению с прошлым годом. Кроме этого, существует очевидная проблема нехватки строительных площадок, а редевелопмент промышленных зон и реконструкция ветхого жилья требует дополнительных затрат, которые строители вынуждены компенсировать повышением цен. Дополнительным фактором выступает попытка властей увеличивать объемы социального жилья, что, соответственно, уменьшает предложение коммерческих объектов. Если, в 2005 году из 4.65 млн. кв. м. объем социалки составил 1.6 млн. (34%), то при сохранении в 2006 году прежнего уровня строительства на социальные проекты планируется отдать порядка 2.17 млн. кв.м. (46%).

С другой стороны, что, пожалуй, не менее важно, подобный взлет цен объясняется высоким спросом, являющимся следствием роста доходов населения на фоне позитивной макроэкономической конъюнктуры. Кроме этого, все большую роль в данном процессе играет рынок ипотечного кредитования: конкуренция среди кредитных учреждений благоприятно повлияла на смягчении условий. Первый момент – это снижение процентных ставок: если еще недавно речь шла о 12-14% в валюте, то сейчас некоторые банки готовы кредитовать под 9-10%. Во-вторых, произошло снижение первоначального взноса с 20-30% до 5-10%, а в редких случаях и до полной его отмены. И, наконец, увеличение сроков кредитования с 10-15 до 25-30 лет. В итоге, несмотря на подорожание квартир, относительная доступность жилья выросла (см. пример). Под относительной доступностью мы понимаем ежемесячные платежи – на наш взгляд, именно по их размеру покупатель оценивает возможность приобретения квартиры, при этом, часто не задумываясь об их количестве.

Расчет первоначального взноса, \$

Стоимость квартиры	↑↑	100 000	200000
Первоначальный взнос		20 000	20 000
Ставка		14%	10%
Срок кредита, лет		10	25
Ежемесячный платеж	↓↓	1739	1636

Источник: ипотечный калькулятор pikot.ru

В данное время рост цен немного замедлился, с 10% в апреле до 5-6% в мае-июне, во многом благодаря фактору перекупленности: существенный рост привел к тому, что зачастую то жилье, которое покупатель может приобрести, не отвечает его требованиям, и он вынужден откладывать покупку. Косвенно об этом свидетельствуют используемый банками коэффициент выхода, рассчитываемый как число использованных кредитов к общему числу одобренных: у крупнейших банков он составляет сейчас всего 30% против 50% в прошлом году. Неудовлетворенный на столичном рынке спрос переносится на ближайшее и дальнее Подмосковье, где также наиболее привлекательные варианты распродаются в кратчайшие сроки, и на рынке присутствуют объекты либо достаточно удаленные от города, либо остаточные варианты, например, квартиры большой площади. В целом же, несмотря на замедление, ожидается, что до конца года цены от текущих уровней могут вырасти еще на 15-20%.

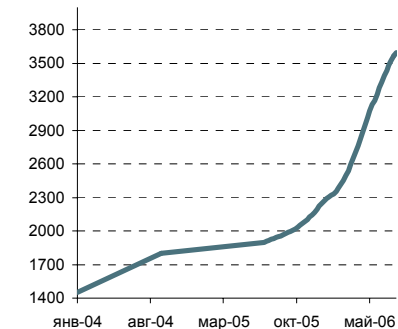
В общих чертах отраслевая ситуация в регионах, представленных на рынке рублевых облигаций, мало отличается от Москвы. Ключевой фактор повышения цен на жилье – растущий спрос, не находящий адекватного объема предложения. Так, за первые пять месяцев 2006 года предложение в Санкт-Петербурге сократилось на 10%, а по сравнению с аналогичным периодом прошлого года на 30%. В результате, если в прошлом году рынок недвижимости «северной столицы» пребывал в менее выгодном положении по сравнению с Москвой, то в текущем предпринимает попытки не отставать – с января по май средняя цена за кв.м. выросла на 30.5% до \$1667. Ожидается, что к концу года стоимость квадратного метра превысит рубеж \$2000. Похожая ситуация и в Перми: рост цен в 2005 году составил порядка 30%, при этом спрос превышал предложение примерно в 1.2 раза. В 2006 году ситуация кардинально не изменилась, и по итогам года ожидается рост в районе 35%.

Существующий ажиотаж может разрядить только одно обстоятельство – увеличение предложения, как на первичном, так и на вторичном рынках. Определенная надежда есть на принятые в третьем чтении поправки к закону №214. Основные улучшения для застройщиков касаются:

- ограничения возможностей дольщика по расторжению договора долевого участия в

Обзор рынка жилой недвижимости – безальтернативный рост.

Индекс стоимости жилья



Источник: itm.ru

одностороннем порядке;

- отмены солидарной ответственности банков с застройщиками;
- снижении процентной ставки пени за просрочку сдачи домов с 1/75 до 1/300 ставки рефинансирования в день.
- возможности продажи жилья через жилищные сертификаты, которые, судя по всему, заменят используемые сейчас вексельные схемы.

Однако, при все при этом, похоже, не будет решен один из ключевых вопросов – временной. Если раньше компании сначала заключали договоры с соинвесторами и получали деньги, то теперь они обязаны собрать полный комплект документов, оформить права на землю, получить разрешение на строительство и только после этого они имеют право привлекать средства дольщиков. В связи с этим влияние поправок на первичный рынок может оказаться не столь явным, как этого ожидают.

В качестве решения вопроса с привлечением денег для возведения объектов строительные компании все чаще обращаются к рынку публичных заимствований. Причем помимо крупных холдингов на рынок выходят небольшие компании, и продолжает расширяться география эмитентов. В связи с этим мы предлагаем классифицировать компании в соответствии с факторами, отражающими ключевые риски строителей:

Ключевые риски строителей – основа для их классификации

1) С отраслевой точки зрения основными рисками является емкость рынка, на котором работает компания, а также ее обеспеченность портфелем заказов. Очевидно, что зависимость небольших строителей от нескольких ключевых проектов представляет значительный риск для их платежеспособности. Исходя из этого, напрашивается логичная классификация по региональному признаку, в то же время, учитывающая масштаб бизнеса конкретной компании.

2) Организационная структура. Желание строительных компаний замкнуть на себе весь цикл строительных работ приводит к сложной корпоративной структуре, количество предприятий в которой пропорционально масштабам бизнеса. Так, если подобный риск минимален для небольших региональных компаний, то крупные московские холдинги насчитывают порядка сотни зависимых и дочерних юридических лиц. В этой связи, на наш взгляд, положительным фактором является наличие головной компании, являющейся держателем основных активов и центром генерации денежных потоков. При этом с точки зрения инвесторов крайне важно участие данного предприятия в структуре займа.

3) Подавляющее большинство строительных организаций продолжают отчитываться по российским стандартам, не позволяющим отражать в официальных результатах продажи строящихся объектов, а, следовательно, не дающим полного представления о реальных объемах деятельности. При этом, положительным моментом является наличие управленческой консолидированной отчетности - прежде всего, это касается СУ-155, ЛСР и Адаманта. Очевидно, что холдинги, публикующие отчетность в соответствии с МСФО, лишены подобного риска, в связи с чем требуют отдельного рассмотрения.

Карта рисков строительных компаний.

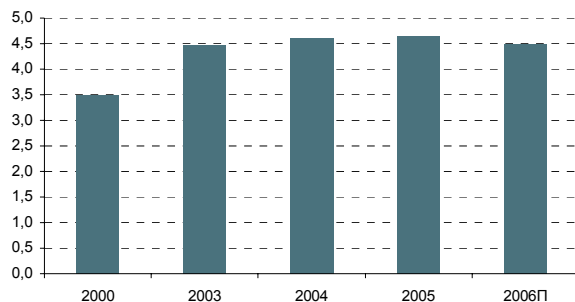
	Емкость рынка	Обеспеченность проектами	Организационная структура	Возможность оценки по отчетности
Крупные московские холдинги				
Главмосстрой	низкий	низкий	низкий	высокий
ПИК	низкий	низкий	низкий	высокий
СУ-155	низкий	низкий	низкий	средний
Компании, публикующие МСФО				
ЛенСпецСму	средний	низкий	низкий	низкий
Миракс	низкий	низкий	низкий	низкий
Региональные компании				
ЛСР	низкий	низкий	средний	средний
Сувар-Казань	высокий	средний	низкий	высокий
Камская Долина	высокий	высокий	низкий	высокий
Адамант	средний	низкий	высокий	средний

Источник: оценки Банка ЗЕНИТ.

Московские строители - выйти из сумрака

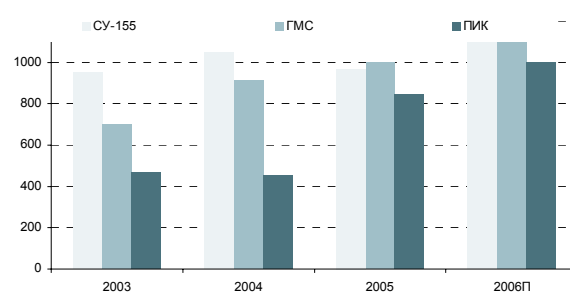
Итак, к первой группе мы относим лидеров строительного рынка Москвы: Главмосстрой, СУ-155 и ПИК. Существующие отраслевые проблемы логически отражаются в объемах строительства: объем рынка Москвы в 2005 году, несмотря на существенный спрос, остался на уровне предыдущего года около 4.65 млн. кв. м. Из них представители большой тройки (мы не берем в расчет бессменного столичного лидера ДСК-1, поскольку компания не представлена на рынке облигаций) построили больше половины всех площадей – каждый примерно по 20%. С отраслевой точки зрения, очевидно, что главный фактор, отражающий кредитное качество компании – обеспеченность портфелем заказов. Хотя проблема с площадками является актуальной для всех строителей, мы полагаем, что крупнейшие застройщики менее подвержены данному риску и в силу определенных условий (известность, большой опыт работы, связи с московским правительством) имеют больше шансов на победу в тендерах по продаже участков. Согласно официальным прогнозам, в текущем году объемы строительства большой тройки не только не уменьшатся, но смогут даже увеличиться, при том что общий прогноз на столицу все тот же – 4.5 млн. кв.м.

Объемы строительства в Москве, млн. кв.м.



Источник: Росстат

Объемы строительства крупнейших компаний Москвы, тыс. кв.м



Источник: данные компании

За прошедший год на строительном рынке Москвы произошли довольно яркие события, повлиявшие на расстановку сил и на отношение инвесторов к данной отрасли:

1) Уход с рынка типового жилья серьезного игрока в лице компании Интеко, продавшей основной строительный актив ДСК-3 ПИКу. Кроме этого, последний приобрел крупнейшего регионального строителя Стройинвестрегион с портфелем заказов 2 млн. кв.м. В результате компании удалось в прошедшем году существенно увеличить объемы строительства.

2) Смена структуры акционеров в компании Главмосстрой - в 2005 году 50% акций приобрел холдинг «Базовый элемент», а в апреле 2006 года компания Олега Дерипаски консолидировала уже 75% акций.

3) Большие объемы строительства приводят к необходимости обеспечения полного цикла работ и, как следствие, весьма запутанной корпоративной структуре (традиционно порядка 70-100 зависимых и дочерних предприятий). Понимая это, компании всерьез озадачились вопросом повышения прозрачности бизнеса.

а) ПИК увеличил уставный капитал до \$1 млрд., консолидировав за счет этого на балансе ОАО «Группа компаний ПИК» акции дочерних предприятий, в том числе ДСК-2, ДСК-3, ПИК-Регион и ПИК-Девелопмент.

б) Базовый элемент создал компанию Главстрой для управления строительными активами. В декабре 2005 года Главмосстрой получил от Сбербанка кредит в размере \$300 млн. Планируется, что эти деньги будут предоставлены Главстрою для выкупа акций Главмосстроя, Моспромстройматериалов и Мосмонтажспецстроя.

в) Холдинг СУ-155 сконцентрировал все денежные потоки по строительству на одной компании ЗАО «СУ-155», что впервые позволило оценить реальные масштабы выручки по отчетности. Кроме того, компания предоставила управленческую консолидированную отчетность, что является положительным моментом с точки зрения повышения уровня прозрачности.

Таким образом, в структуре всех трех холдингов выделена компания, являющаяся центром активов, при этом она является участником займа либо как эмитент, в случае ПИКа, либо в качестве поручителя, в случае Главмосстроя и СУ-155. Все три компании имеют разную специфику учета поступающих средств от соинвесторов: у Главмосстроя средства отражаются в разделе «Краткосрочные обязательства» по строке «Кредиторская задолженность», у ПИКа – в разделе «Собственный капитал» по строке «Целевые финансирования и поступления», у СУ-155 - в разделе «Краткосрочные обязательства» по строке «Доходы будущих периодов». Однако закон №214 заставил компании отойти от привычной практики и активно использовать вексельные схемы, которые, по большей части, не находят отражения в публикуемой отчетности. Это может служить одним из объяснений, почему при близких объемах строительства трех компаний, выручка существенно

отличается. Кроме этого, если у ГМС и СУ-155 головная компания является одновременно центром генерации денежных потоков, то у ПИКа помимо ОАО «Группа компаний ПИК» существует еще один самостоятельный источник выручки от реализации – ПИК-регион. При этом, на наш взгляд, нельзя учитывать выручку строительных организаций ДМС-2, ДСК-3 и ПИК-Девелопмент, поскольку имеют место внутренние продажи. В связи с этим мы предлагаем оценивать выручку ПИКа только по отчетности двух риэлтеров, в балансах которых отражаются взносы дольщиков, а в Форме №2 - разница между рыночной и внутренней ценой.

На фоне подобных трудностей в положительную сторону выделяется Миракс Групп, которая до недавнего времени оставалась единственной компанией с аудированной отчетностью по МСФО из обращающихся на публичном рынке застройщиков. Именно международные стандарты позволяют компании пропорционально отражать финансовый результат по мере возведения и продажи объектов. Миракс уступает по объемам жилого строительства ТОП-3. В то же время, компания работает в более рентабельном сегменте недвижимости - жилье бизнес класса и коммерческая недвижимость класса А. При всем при этом риск небольшого портфеля заказов для Миракса является минимальным, поскольку компания обеспечена проектами на ближайшие несколько лет. В частности, по жилому строительству общая площадь строящихся и проектируемых объектов, закончить которые предполагается до 2010 г., может составить от 2 млн. кв.м. до 5 млн. кв. м. По сегменту коммерческой недвижимости, безусловно, ключевым проектом остается башня «Федерация» (S=423 тыс.кв.м.). Кроме этого, в 2006-2007 компания начинает строительство трех бизнес-центров общей площадью порядка 600 тыс. кв. м. Менее сложная структура и транспарентная отчетность, в совокупности с весомым портфелем заказов, были по достоинству оценены инвесторами: сейчас выпуск является самым длинным в своем отраслевом сегменте, при этом доходность ниже, чем у более крупных компаний.

Миракс и ЛенСпецСму: МСФО на вес золота

В преддверии своего второго облигационного выпуска отчетность по МСФО за 2003-2004 года опубликовал лидер петербургского строительства ЛенСпецСму. Основное отличие данных компаний – в емкости рынков, на которых они работают. Как мы уже говорили объем московского рынка 4.5-4.6 млн. кв.м., в то время как рынок недвижимости Санкт-Петербурга почти в два раза уже - примерно 2.5 млн. кв.м., при этом ЛенСпецСму контролирует около 11%. Кроме этого, хотя по итогам 2004 года ЛенСпецСму превосходил Миракс по масштабам, последний активно наращивает объемы строительства, в то время темпы роста питерского холдинга постепенно замедляются, и прогноз на 2006 год близок прошлому году (около 300 тыс. кв.м.). В этой связи мы оцениваем кредитное качество Миракс как более высокое, что должно найти отражение в более узком спреде к базовой кривой.

В третью группу входят региональные компании, причем у большинства из них бизнес диверсифицирован и непосредственно строительство занимает в нем лишь определенную долю. К данной группе относятся:

Региональные строители - размер имеет значение

- 1) ЛСР (Санкт-Петербург), 64% объемов поступлений которой обеспечивает производство строительных материалов, 12% - дорожное строительство и только 24% - девелопмент.
- 2) Адамант (Санкт-Петербург): выручка разбивается в практически равных долях между эксплуатацией торгово-развлекательных комплексов, их строительством и дополнительным сервисом (рестораны, магазины, реклама).
- 3) Сувар-Казань: 50% выручки составляет посредническая торговля нефтепродуктами, остальное – строительство и управление торговыми центрами и жилой недвижимостью.
- 4) Камская Долина (г.Пермь): 92% выручки составляет реализация объектов, остальное приходится на управление имуществом и риэлтерскую деятельность.

С отраслевой точки зрения, на наш взгляд, наиболее привлекательно выглядит ЛСР: компания посредством продажи стройматериалов извлекает преимущество из роста стоимости жилья и увеличения строительной активности, при этом она в меньшей степени подвержена таким строительным рискам, как дефицит участков, сложности с привлечением средств дольщиков и их учет.

У остальных компаний фактор объема рынка, на котором они работают, играет основную роль. Наиболее слабо в этом ключе выглядит Камская Долина: весь объем строительства г. Перми в прошедшем году составил 370 тыс. кв.м., из них доля компании составляет 21%. При этом, согласно прогнозам, объем строительства в текущем году вырастет незначительно – всего на 5%. Общий объем коммерческой недвижимости, находящейся под управлением Сувар-Казани, оценивается в 200 тыс. кв.м. (50% рынка Казани), проект заказов строительного подразделения - в 170 тыс. кв.м., в то время как у «Адаманта» объем торговых площадей составляет порядка 450 тыс. кв.м. (60% рынка Санкт-Петербурга),

портфель заказов – около 700 тыс. кв.м. Таким образом, хотя все три компании занимают лидирующие позиции в своем географическом сегменте, объемы их деятельности заметно отличаются, что обуславливает необходимость премии Камской Долины к Сувару и самого Суvara к Адаманту.

Вместе с тем, преимуществом небольших региональных рынков является наращивание объемов строительства, в то время как в Москве и Санкт-Петербурге существуют опасения по поводу их постепенного снижения из-за отсутствия должного количества площадок. Можно надеяться на то, что с увеличением объемов возводимых объектов инвесторы получат стимул для переоценки отношения к облигациям небольших строительных компаний, что отразится в сокращении текущей премии к лидерам отрасли. Немалую роль в этом процессе может сыграть дальнейшее развитие федеральной программы «Доступное жилье», в которой Камская Долина принимает активное участие.

Кроме этого, определенным сглаживающим фактором для Суvara и Камской Долины может служить не очень сложная корпоративная структура. Тогда как Адамант представляет собой множество небольших компаний, которые контролируют отдельные объекты, что не позволяет выделить единого центра прибыли. Этим обусловлена и непрозрачная структура займа: поручителями выступают компании, не являющиеся держателями основных активов холдинга и обеспечивающие всего около 2% выручки.

Финансовый анализ строительных компаний сделан на основе имеющейся отчетности за 2005-1 кв. 2006 года:

Сводная таблица финансовых показателей

	Активы			Выручка						Долг			Выручка/Долг			Debt Ratio		
	2004	2005	1 кв. 2006	2004	в т.ч. офиц.	2005	в т.ч. офиц.	1 кв. 2006	в т.ч. офиц.	2004	2005	1 кв. 2006	2004	2005	1 кв. 2006	2004	2005	1 кв. 2006
ГМС*	14,35	27,96	28,65	11,97	10,65	11,59	10,55	1,75	1,75	5,41	9,59	11,18	2,21	1,21	0,63	37,7%	34,3%	39,0%
СУ-155**	39,72	51,38	55,74	н.д.	н.д.	29,23	-	15,00	-	н.д.	8,16	10,10	н.д.	3,58	2,97	н.д.	15,9%	18,1%
ПИК	10,19	59,70	63,83	4,00	0,62	17,28	0,53	2,77	0,26	5,38	14,17	14,17	0,74	1,22	0,78	52,8%	23,7%	22,2%
Миракс***	7,50	12,92	н.д.	3,70	3,70	4,67	4,67	н.д.	н.д.	1,80	4,06	н.д.	2,06	1,15	н.д.	24,0%	31,4%	н.д.
ЛСР	13,40	20,50	н.д.	12,37	12,37	18,42	18,42	н.д.	н.д.	4,08	6,46	н.д.	3,04	2,85	н.д.	30,4%	31,5%	н.д.
ЛенСпецСму****	6,70	11,51	12,60	6,10	0,52	1,60	0,67	1,00	0,36	0,27	1,50	1,60	22,59	1,07	2,50	4,0%	13,0%	12,7%
Адамант	13,00	16,00	н.д.	5,11	5,11	7,56	7,56	н.д.	н.д.	1,98	3,69	н.д.	2,58	2,05	н.д.	15,2%	23,1%	н.д.
Сувар-Казань	2,99	5,48	13,08	0,98	0,84	1,88	1,51	0,38	0,38	2,46	4,45	5,22	0,40	0,42	0,29	82,3%	81,2%	39,9%
Камская долина	0,82	1,46	н.д.	0,67	0,11	1,37	0,11	н.д.	н.д.	0,11	0,47	н.д.	6,14	2,89	н.д.	13,4%	32,3%	н.д.
Среднее													4,97	1,83	1,43	32,5%	31,8%	26,4%

Примечание *) для ГМС приводится скорректированная сумма долга.

**) для СУ-155 использована консолидированная управленческая отчетность, данные в графе 1 кв. приведены за 1 пг. 2006

***) для Миракс Групп за 2005 г. использованы предварительные данные по МСФО

****) за 2004 год – МСФО, за 2005-1 кв. 2006 РСБУ ССМО ЛенСпецСму, ЦУН ЛенСпецСму, СПб МФТЦ

Источник: отчетность компаний

Финансовые показатели строительного сектора отражают позитивные тенденции 2005 года: компании активно наращивали объемы строительства, либо, в случае крупных компаний, поддерживали их на достаточно высоком уровне. В связи с этим выручка большинства строителей продемонстрировала положительную динамику. Из общего ряда выбивается ЛенСпецСму, однако мы напоминаем, что столь существенное расхождение вызвано сопоставлением консолидированной международной отчетности за 2004 и финансовых результатов строительного и риэлтерского подразделений по РСБУ за 2005 год. Низкие результаты московских строителей в первом квартале не должны удивлять: замедление темпов роста балансовой составляющей выручки, по всей видимости, отражает постепенное окончание продаж объектов по старому законодательству и все более активное использование векселей, не находящихся отражение в официальной отчетности. На этом фоне в положительную сторону выделяется СУ-155, управленческая отчетность которого адекватно отражает все денежные потоки.

Затруднения, вызванные законом 214, обуславливают ключевой финансовый риск для строительных компаний: резкий рост долговой нагрузки в связи с необходимостью подменять традиционный источник финансирования в лице соинвесторов банковскими кредитами. При этом наиболее сильно от данного риска страдают небольшие компании: у Камской Долины debt ratio вырос в 2.5 раза до 32%, а у Сувар-Казани в прошлом году оставался на достаточно высоком уровне – 81%, и только в первом квартале текущего года снизился до 40%.

В то же время, рост займов у Главмосстроя был продиктован иными соображениями, и мы считаем необходимым внесение ряда корректировок. Основной причиной роста долга является привлечение «консолидационного» кредита Сбербанка на сумму \$300 млн., который в определенном смысле можно считать риском Базэла: данный кредит после получения был переведен на одну из структур Базэла с целью выкупа акций и планируется, что структуры Базэла будут источниками возврата кредита. Таким образом, мы полагаем, что фактор присутствия «сильного акционера» нами учтен (в противном случае долговая нагрузка будет

Соотношение реального и скорректированного долга Главмосстроя

	2005	1 кв. 2006
реальный	17,89	19,48
скоррект.	9,59	11,18

Источник: отчетность ГМС, оценки Банка ЗЕНИТ

очень высокой).

В выпущенном год назад обзоре «Строительные компании: бой с тенью» мы пришли к выводу, что наиболее адекватным показателем, отражающим деятельность строительной компании, является соотношение совокупной выручки к долгу. Опережающий рост долговой нагрузки привел к снижению данного показателя у всего сектора. В результате средний показатель за 2005 год снизился с 4.97 до 1.83. Вместе с тем, соотношение долга и активов компаний остается на приемлемом уровне 30%.

Анализ операционных и финансовых рисков приводит нас к следующим выводам:

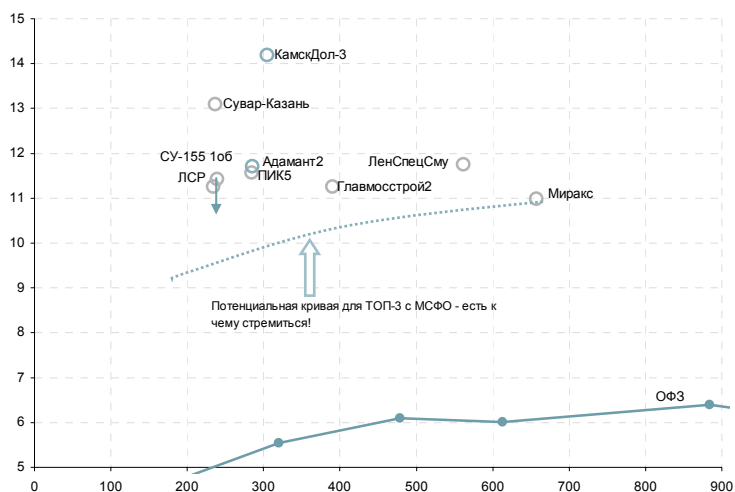
1) Результаты Главмосстроя близки показателям ПИКа, и мы полагаем, что оба выпуска должны торговаться на одном уровне (11-11.3%). На их фоне с точки зрения финансовых показателей более привлекательно выглядит СУ-155. Кроме того, компания раскрыла управленческую консолидированную отчетность, в связи с чем, с учетом меньшей дюрации выпуск Су-155 должен торговаться с дисконтом порядка 30-50 б.п. к двум другим холдингам. Ключевыми событиями для данных компаний, способными «растопить» сердца инвесторов, на наш взгляд, станут дальнейшие шаги по повышению прозрачности, в частности, переход к отчетности по МСФО. Учитывая текущий уровень доходности выпуска Миракс Групп, мы оцениваем потенциал снижения доходности большой тройки в случае публикации МСФО порядка 1 п.п.

2) Из региональных компаний, с точки зрения кредитного качества, позитивно выглядит ЛСР: холдинг по объемам выручки сопоставим с первой группой, при этом в меньшей степени подвержен таким строительным рискам, как получение участков, сложности с привлечением средств дольщиков и их учет. Кроме этого, публикуемая консолидированная отчетность в связи с небольшой долей строительного направления является более доступной для традиционных методов анализа. В этой связи мы полагаем, что с учетом разницы в дюрациях компания справедливо торгуется в одном диапазоне со строителями из первой группы.

3) Выпуски Сувар-Казани и Адаманта, по нашему мнению, справедливо оцениваются рынком. Хотя объем активов Сувар-Казани демонстрирует динамичный рост, для сокращения премии к другим строителям необходим более консервативный подход к росту долговой нагрузки. Адамант с точки зрения финансовых показателей на общем фоне неплохо смотрится, однако его корпоративная структура и, как следствие, структура займа представляют серьезные риски для инвесторов.

4) Камская Долина является наглядным примером растущей строительной компании. На начальном этапе основной проблемой является небольшое количество проектов при умеренной долговой нагрузке. Однако по мере увеличения объемов строительства финансовое состояние резко ухудшается: с учетом недавно размещенного займа объемом 500 млн. рублей, debt ratio по нашим оценкам приблизился к 70%. В связи с этим, очевидно, что компания должна нести достаточно высокую премию к другим представителям отрасли, в том числе к столь же обремененной долгами, но превосходящей по масштабам, Сувар-Казани.

Отраслевая кривая доходностей строительного сектора



Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
 тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 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
Рублевые облигации	Алексей Третьяков	a.tretyakov@zenit.ru
Рублевые облигации	Роман Попов	r.popov@zenit.ru
Рублевые облигации	Александр Глебов	a.glebov@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Ирина Киреева	i.kireeva@zenit.ru
Брокерское обслуживание	Тимур Мухаметшин	t.mukhametshin@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	Наталья Толстошеина	n.tolstosheina@zenit.ru
Акции	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
Управление организации долгового финансирования		ibcm@zenit.ru
Начальник управления	Валерий Голованов	v.golovanov@zenit.ru
Управление корпоративного финансирования		
Начальник управления	Максим Васин	vasin@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.