

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Второй выпуск Миракс Групп: новые горизонты

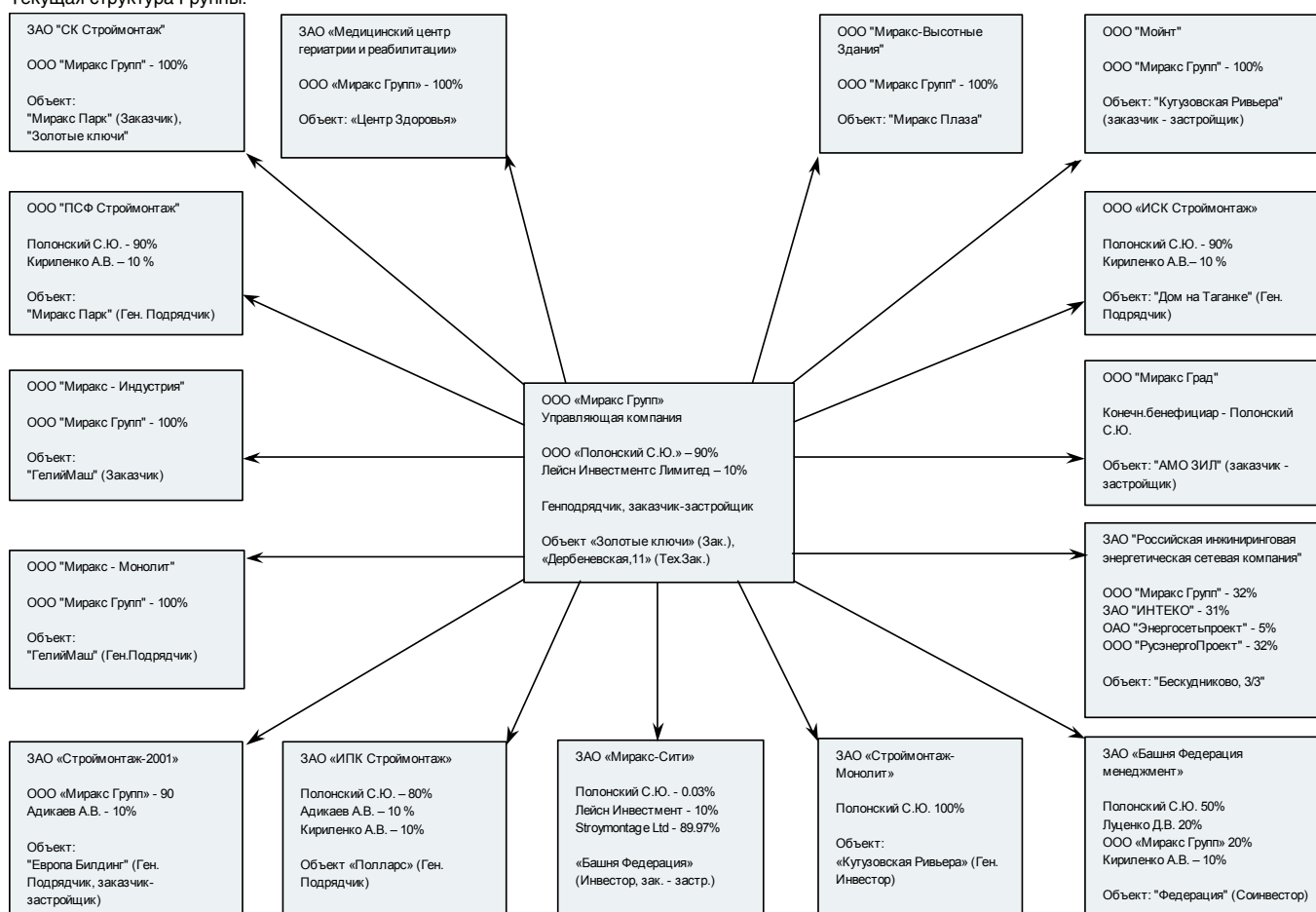
- За прошедший с момента размещения первого рублевого выпуска год Миракс Групп удалось закрепить за собой статус одной из ведущих строительных компаний Москвы в сегменте коммерческой недвижимости и жилых комплексов бизнес-класса. Компания возвела порядка 105 тысяч квадратных метров недвижимости, а объем полученных по строительным контрактам средств превысил 258 млн. долл.
- Начавшиеся в 2005 году продажи по ключевому на ближайшие несколько лет проекту «Федерация» превысили ожидания: на настоящий момент практически все площади строящейся башни «Б» распроданы.
- В 2006 году Миракс ожидает почти трехкратного роста доходов от строительства до 698.8 млн. долл. (573 млн. долл. без НДС). При этом, за первые 7 месяцев объем поступлений уже составил 470.5 млн. долл. (67% от годового плана). Прогноз на 2007 год – 1.362 млрд. долл. (1.116 млрд. долл. без НДС), порядка 20% обеспечат новые проекты.
- На текущий момент портфель перспективных проектов, начало реализации которых намечено на 2006-2007 гг., составляет более 4 млн. кв. м. В их числе – строительство второго в истории эмитента высотного здания, бизнес-центра «Миракс Плаза». Обеспеченность проектами как минимум до 2010 года на фоне общего дефицита строительных площадок в Москве является залогом устойчивого финансового положения компании, при условии отсутствия резких колебаний спроса на рынке.
- В сентябре Миракс планирует опубликовать аудированную отчетность по US GAAP за 2005 год. Согласно драфту отчетности, выручка в прошлом году составила 4.68 млрд. рублей (+28% к уровню 2004 года). При этом мы обращаем внимание на различие между объемом продаж по отчетности и реально полученными доходами от строительства, связанное с принятым методом начисления выручки пропорционально проценту готовности объектов.
- Растущий московский рынок жилья и офисной недвижимости и ориентация на высокодоходные проекты обеспечивает Миракс довольно высокую норму прибыли (27% по EBITDA). При этом, по рентабельности эмитент превосходит как большинство компаний, оперирующих в России и раскрывающих отчетность по МСФО, так и крупнейших европейских девелоперов, а также сопоставимых по масштабам строителей из Восточной Европы.
- Текущую долговую нагрузку эмитента мы оцениваем как умеренную, в особенности для представителя строительной отрасли: Debt/EBITDA по итогам 2005 составил 3.2. После размещения нового займа общий объем задолженности вырастет до 330 млн. долл., что не повлечет за собой существенного ухудшения финансового состояния, если компания достигнет запланированных на этот год результатов.
- Справедливую доходность второго выпуска Миракс Групп мы оцениваем на уровне 11.5% - 12% годовых к погашению через 3 года, что соответствует ставке купона 11.19% - 11.66% годовых. При этом наша оценка не учитывает возможной премии за первичное размещение, которую могут потребовать инвесторы на аукционе.

Миракс Групп – динамично растущий строительный холдинг, оперирующий на московском рынке недвижимости с 2000 года. Изначально компания существовала в статусе московского филиала корпорации «Строймонтаж», основанной более десяти лет назад Сергеем Полонским и Артуром Кириленко и имеющей большой опыт работы на рынке жилья и коммерческой недвижимости Санкт-Петербурга. Пять лет назад корпорация «Строймонтаж» вышла на столичный рынок недвижимости: московское подразделение возглавил Сергей Полонский, бизнес в Санкт-Петербурге остался под руководством Артура Кириленко. В 2004 году, в результате проведенного ребрендинга, московское подразделение было выделено в отдельную структуру «Миракс Групп». В настоящий момент «Миракс Групп» и корпорация «Строймонтаж» (Санкт-Петербург) являются практически независимыми друг от друга с точки зрения финансовых потоков и прав собственности: основным собственник Строймонтажа Артур Кириленко является миноритарным акционером в некоторых компаниях «Миракс Групп».

Структура Группы

Структура Группы объединяет в себе ряд организаций, выступающих в роли застройщика, заказчика, генерального инвестора или генерального подрядчика по различным проектам Миракс, осуществляемым в настоящий момент, что позволяет обеспечивать полный цикл строительных работ по большинству объектов. Все компании напрямую контролируются менеджментом и основными собственниками Группы.

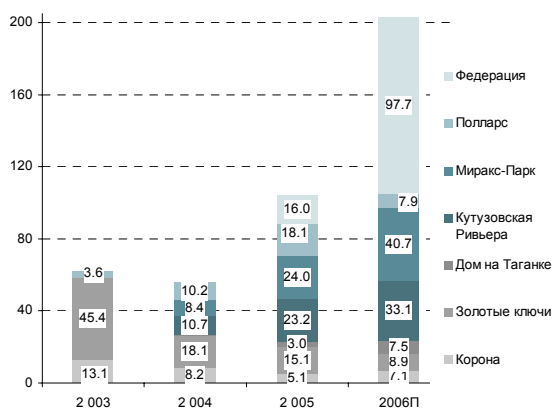
Текущая структура Группы:



Источник: Данные компании

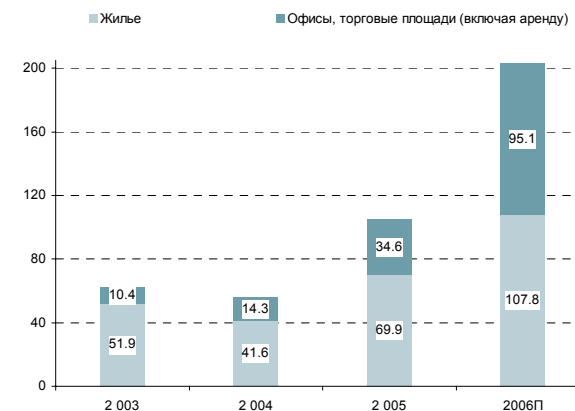
За прошедший с момента размещения первого облигационного выпуска год Миракс Групп удалось закрепить за собой статус одной из ведущих строительных компаний Москвы в сегменте объектов коммерческой недвижимости и жилых комплексов бизнес-класса. Компания возвела порядка 105 тысяч квадратных метров недвижимости, а доходы от продаж жилых и офисных площадей превысили 258 млн. долл.

Продажи площадей по объектам, тыс. кв. м., 2003-2006П:



Источник: Данные компании

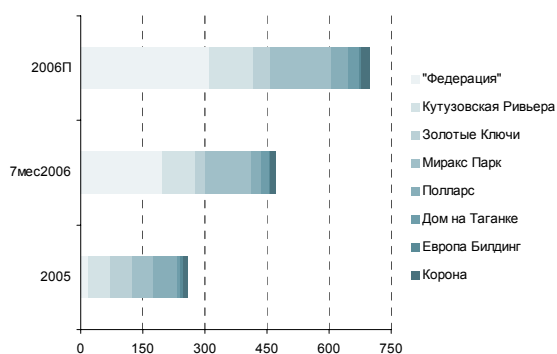
Структура продаж площадей, тыс. кв. м., 2003-2006П:



Источник: Данные компании

Основными статьями доходов Группы в прошлом году стали продажи недвижимости в строящихся жилых комплексах бизнес – класса «Кутузовская Ривьера» и «Миракс Парк», а также третьей очереди комплекса «Золотые Ключи». Общий объем выручки от продажи жилья составил 177.3 млн. долл., всего было реализовано порядка 70 тыс. кв. м. площадей. При этом, доходы превысили прогнозы, сделанные летом 2005 перед размещением первого выпуска облигаций, главным образом, благодаря более значительному, чем предполагалось, росту цен. Растущий по мере общего улучшения благосостояния населения в Москве спрос на качественные объекты недвижимости повышенной комфортности в 2005 – 1 кв. 2006 столкнулся с дефицитом предложения (подробнее мы описываем сложившуюся на рынке ситуацию в Приложении 2). В рамках общего тренда, средние цены квадратного метра в строящихся комплексах Миракс выросли в 2005 году на 25% – 60%, а за 6 месяцев текущего года – еще на 26% – 71%.

Доходы от строительства в разбивке по проектам, 2005 – 2006П:



Источник: Данные компании

Динамика средних цен по объектам Миракс Групп, 2003 – 2006П:

долл. США / кв. м.	2003	рост, %	2004	рост, %	2005	рост, %	2006П
Корона	1.540	40%	2.156	25%	2.700	60%	4.331
Золотые ключи	1.910	32%	2.516	25%	3.148	47%	4.621
Дом на Таганке	1.623	24%	2.006	59%	3.186	41%	4.479
Кутузовская Ривьера	-	-	1.776	43%	2.539	85%	4.700
Миракс-Парк	-	-	1.719	40%	2.410	84%	4.433
Полларс (офисы)	1.618	22%	1.974	48%	2.918	30%	3.779
Федерация, офисы	-	-	-	-	6.449	-3%	6.283
Федерация, апартаменты	-	-	-	-	8.676	15%	9.959

Источник: Данные компании

Помимо продаж жилых объектов, довольно существенная доля общей выручки (около 22%) пришлась на реализацию офисных площадей бизнес-центра «Полларс», пополнившего в прошлом году список завершённых проектов Миракс. Удачное месторасположение (центр города, набережная Москвы-реки) и современная инфраструктура здания, соответствующая классу «В+», позволили к моменту завершения строительства реализовать более 70% площадей.

Основные сданные и строящиеся объекты Миракс Групп:

Проект	Адрес	Начало строительства	Окончание строительства	Жилая площадь	Нежилые помещения	Офисы	Общая площадь
Сданные объекты							
Корона	пр-т Вернадского, 92	2000	2003	69.3	5.1	7.7	97.5
Золотые ключи	ул. Мinskая, д. 1,2,3	2000	2004	141.0	48.0	7.0	211.9
Европа Билдинг	ул. Брянская, вл.5, м "Киевская"	2002	2004	-	-	12.9	16.4
Полгарс	Дербеневская наб. 13/17	авг.03	4кв.2005	-	9.0	43.8	52.8
Итого по сданным объектам:				210.3	62.1	71.5	378.7
Строящиеся объекты							
Кутузовская Ривьера	ул. Нежинская, вл. 3, Кутузовский пр-т	4кв.2004	2006-2007	90.6	8.4	-	171.1
Миракс Парк	пр-т Вернадского, 90	2004	2006-2008	100.9	12.0	6.0	250.0
Дом на Таганке	ул. Талалихина, 12	2004	2007	19.0	-	6.9	27.0
Федерация	Москва-Сити	2005	2008	61.7	74.8	188.9	431.7
Фили-Давыдково	район Фили-Давыдково, Западный округ	2тг. 2006	2010	н.д.	н.д.	н.д.	1200
Итого по строящимся объектам:							2079.9

Общая площадь строящихся проектов – более 2 млн. кв. м.

Источник: Данные компании

В 2005 году Миракс начал продажи в строящемся на территории Москва – Сити многофункциональном комплексе «Федерация». Этот проект во многом должен был стать имиджевым для компании: в строительстве двух башен (62 и 93 этажа) задействованы наиболее современные технологии, а в сам процесс возведения конструкции, создания инженерной инфраструктуры, внешнего и внутреннего оформления и общего управления проектом вовлечены подрядчики, имеющие большой опыт в высотном строительстве. В частности, генеральными подрядчиками по строительству комплекса выступают турецкая строительная компания Ant Yapi (устройство фундаментальной плиты и возведение каркаса башни «Б») и китайская China State Construction Engineering Corporation (возведение башни «А»), по установке фасадных конструкций - Shenyang Yuanda Aluminium Industry Engineering Co., Ltd.

Применение мирового опыта высотного строительства обеспечило довольно высокие темпы возведения комплекса. Фундаментальная плита первой из двух строящихся башен, 62-этажной башни «Б», была залита в апреле 2005, а к началу августа 2006 было построено уже 44 этажа, не включая подземную часть. В марте башня стала приобретать свой конечный вид: начались работы по монтажу фасадной системы. К настоящему моменту застеклено уже 45% конечной площади фасада (31 этаж). В феврале и июне 2006 Миракс успешно завершила две очереди заливки фундаментальной плиты башни «А», в ближайшее время начнется возведение каркаса здания.

Комплекс «Федерация»: предполагаемая разбивка площадей

тыс. кв. м.	Общая площадь	Полезная площадь	Офисы	Апартаменты	Торговая площадь	Отель
Подземная часть	39.28	25.16	1.30	-	11.28	12.58
Подиум	61.14	44.94	39.57	0.66	3.12	1.59
Башня "А"	208.66	169.22	82.61	45.07	-	41.55
Башня "Б"	111.52	86.15	65.48	15.98	2.30	2.40
Итого	431.73	325.47	188.95	61.71	16.71	58.12

Источник: Данные компании

Масштабы реализуемого проекта («Федерация» должна стать самым высоким небоскребом в Европе и седьмым – в мире), а также впечатляющая скорость строительства, стали лучшей рекламой, когда осенью прошлого года Миракс открыл продажи площадей в комплексе. На настоящий момент практически все площади башни «Б» распроданы. В том числе, 33 этажа купил Внешторгбанк, переносащий главный офис в «Федерацию», еще 23.833 тыс. кв. м. офисов и 5.337 тыс. кв. м. апартаментов реализовано юридическим и физическим лицам. При этом, стоимость квадратного метра в пентхаусах башни по заключенным контрактам достигала 10-12 тыс. долл. В перспективе комплекс имеет все шансы стать одним из самых престижных и дорогих проектов элитного жилья в Москве. При этом, аналогичные предложения (апартаменты в высотных зданиях похожего уровня) на московском рынке пока отсутствуют: уникальность проекта позволяет рассчитывать на то, что продажи жилой площади в башне «А» (45.07 тыс. кв. м.), которые планируются начать осенью текущего года, будут проходить не менее успешно, чем в башне «Б».

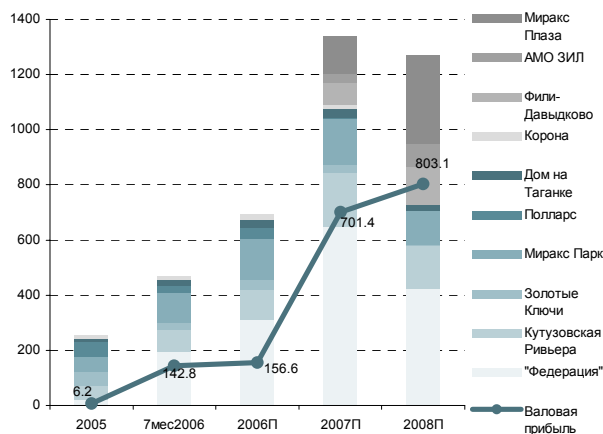
Федерация: продажи превысили ожидания

В целом, в текущем году Миракс ожидает практически трехкратного роста доходов от строительства до 698.8 млн. долл. (573 млн. долл. без НДС). При этом, за первые 7 месяцев объем поступлений уже составил 470.5 млн. долл. (67% от годового плана).

Порядка 44% (310.5 млн. долл.) годовых поступлений должна обеспечить выручка от реа-

лизации площадей в комплексе «Федерация», 21% (147 млн. долл.) – «Миракс Парк», 15% (107 млн. долл.) – «Кутузовская Ривьера». На ближайшие 3 года «Федерация» станет ключевым источником дохода. Причем если в 2005 году достаточно большую долю в зданиях предполагалось сдавать в аренду, денежные потоки от которой начали бы поступать не ранее 2008-2009 гг., то сейчас предварительный анализ спроса позволил компании в своих прогнозах отталкиваться от практически 100% реализации площадей комплекса. В 2007 и 2008 гг. Миракс ожидает поступления по проекту «Федерация» на уровне 647.8 млн. долл. и 423 млн. долл. соответственно.

Доходы от строительства и валовая прибыль, млн. долл., 2005 – 2008П*:



Источник: Данные компании

*Включая НДС. В структуре доходов не учтен ряд объектов, находящихся на предпроектной стадии, начало расходов по которым планируется на 2007-2008 гг.

Общий объем доходов от строительства в 2007 году, согласно прогнозу компании, должен превысить 1362 млн. долл. (1116.8 млн. долл. без НДС): если эти планы реализуются, Миракс войдет в ТОП-5 московского строительного рынка. Помимо «Федерации», довольно существенную часть общего дохода обеспечат «Кутузовская Ривьера» и «Миракс Парк», которые в следующем году должны выйти на пик продаж (197.3 млн. долл. и 166.6 млн. долл. соответственно).

Начиная с 2007 года компания планирует начать продажи по ряду новых проектов, которые сейчас находятся на начальной инвестиционной стадии.

В части жилого строительства наиболее крупным является застройка района «Фили - Давыдково» в парковой зоне Западного административного округа столицы. Инвестиционные затраты по проекту оцениваются на уровне 395.5 млн. долл., прогнозная выручка от продажи площадей в первые два года реализации проекта (2007 – 2008) ожидается на уровне 77.2 млн. долл. и 135.3 млн. долл. соответственно.

Общая площадь строительства составит порядка 1.2 млн. кв. м. Область застройки поделена на 2 сектора: в первом будут возведены дома повышенной комфортности, куда переедет часть жителей старых панельных домов, в данный момент расположенных на этой территории; второй станет местом строительства жилого комплекса бизнес-класса, состоящего из шести 37-этажных и четырех разноуровневых зданий. Кроме того, будет создана вся необходимая инфраструктура: детские сады, школы, физкультурно-оздоровительный центр и т.д. На настоящий момент получен весь необходимый комплект разрешений на строительство, ведется проектировка района.

Помимо Фили-Давыдково, в портфеле заказов Миракс есть ряд проектов жилищного строительства, находящихся на стадии предпроектной подготовки. Наиболее значительными из них являются:

1. «Центр гериатрии и реабилитации» с жилым комплексом на Рублевском шоссе.

В 2006 году Миракс выиграл тендер на строительство реабилитационно-гериатрического комплекса «Центр здоровья», который расположится на территории ФГУ «Российский кардиологический научно-производственный комплекс Федерального агентства по здравоохранению и социальному развитию» в Западном округе Москвы, в престижном районе «Крылатское» (3-я Черепковская ул. Вл. 15а.).

В состав комплекса, помимо медицинских учреждений площадью 37 тыс. кв. м., войдет жилой район, площадь которого составит 250 тыс. кв. м. Строительство начнется в 1 квартале 2007, полностью объект будет сдан в эксплуатацию до 30 июня 2009 года. По результатам реализации проекта в гос. собственность поступят 100% площадей медицинских учреждений (37 тыс. кв. м.), а также 10.75% площади жилого комплекса (око-

Портфель заказов: перспективные проекты на 2008 – 2010

ло 26.8 тыс. кв. м.). Общий объем инвестиций в строительство составит более 4 млрд. рублей. Инвесторами проекта в равных долях выступят корпорация Mirax Group и Главмосстрой.

2. Строительство жилого комплекса и паркинга на бывшей территории завода ЗИЛ в Юго-восточном округе.

В рамках общей программы правительства Москвы по выводу промышленных предприятий за черту города, автомобильный завод переносит наиболее экологически вредные производства на подмосковные площадки. Высвобождающиеся плюс незадействованные ранее территории сдаются в долгосрочную аренду.

Использование бывшей территории завода обуславливает для эмитента ряд дополнительных затрат, связанных со сносом 5 жилых домов, находящихся на территории строительства, передислокации ряда социальных объектов, а также погашением кредиторской задолженности завода ЗИЛ. Взамен Миракс получает участок площадью 2.16 га, на котором предполагается разместить жилой комплекс «улучшенного среднего класса» из пяти подземных уровней, 1-2 этажной стилобатной части и высотной части из двух башен этажностью 26 и 33 этажа. Общая площадь комплекса составит 166.3 тыс. кв. м., жилая 111.54 тыс. кв. м., еще порядка 39.78 тыс. кв. м. займет паркинг на 1200 машиномест, 15 тыс. кв. м. – различные объекты инфраструктуры.

Начало строительных работ намечено на текущий год, сдача объекта – в 2010 г. Ожидаемая выручка в 2007-2008 гг. – 33 и 85 млн. долл. соответственно.

3. Совместный проект с Интеко и РАО ЕЭС на Северо-Востоке Москвы, в районе Бибирево-Бескудниково, по переносу воздушных высоковольтных сетей под землю.

На освобожденной территории предполагается построить жилой микрорайон массовой застройки общей площадью порядка 1.6 млн. кв. м., из которых жилая площадь составит порядка 1 млн. кв. м. Согласно распоряжению Правительства Москвы № 96-РП, экспериментальный проект предполагается реализовать в 2006-2009 гг. на участке земли, вытянутом вдоль жилой застройки улиц Бибиревская, Плещеева и Корнейчука; с запада территория ограничена Алтуфьевским шоссе, с севера - Московской кольцевой автомобильной дорогой. В настоящий момент ведутся проектные работы, которые, по оценке компании, займут около года.

4. Застройка участка территории, освобожденного на месте выведенных производственных площадей завода НПО «Гелиймаш» на Лужнецкой набережной (Лужнецкая набережная 10а, Центральный округ).

В рамках данного проекта в 2007-2009 гг. планируется строительство многофункционального комплекса общей площадью около 330 тыс. кв. м., включающего:

- Офисную часть общей площадью около 115 тыс. кв. м.;
- Торговые помещения общей площадью около 20 тыс. кв. м.;
- Апартаменты общей площадью около 30 тыс. кв. м.;
- Подземный паркинг на 3000 м/м общей площадью около 100 тыс. кв. м.

Планируемый объем затрат на данный проект составляет 330 млн. USD. В настоящее время ведутся предпроектные разработки. Планируемый срок начала строительства – первый квартал 2007 года.

Последние четыре проекта связаны с дополнительными расходами, обусловленными необходимостью высвобождения земли из под производственных площадок / электросетей, что потенциально может оказать давление на будущую рентабельность компании. В то же время, на настоящий момент «свободных» участков под строительство в Москве практически не осталось, и по схожему пути вынуждены идти все ведущие девелоперы, с некоторыми из которых (Главмосстрой, Интеко) Миракс планирует объединять усилия.

Помимо жилой недвижимости, довольно существенную долю поступлений в перспективе ближайших лет будут обеспечивать новые проекты в коммерческом и офисном сегменте.

1. Строительство бизнес-центра «Миракс Плаза».

Крупнейшим проектом офисной недвижимости на ближайшие годы обещает стать возведение второго в истории Миракс высотного здания: бизнес-центра «Миракс Плаза». Комплекс будет расположен на пересечении Третьего транспортного кольца и Кутузовского проспекта, в непосредственной близости от центра Москвы (5 км. от Кремля). Участок площадью 6.517 га представляет собой площадку, вытянутую вдоль улицы Кульнева и Третьего транспортного кольца. При этом северная часть комплекса выходит на набережную Москвы-реки, а южная примыкает к Кутузовскому

проспекту. Общая площадь, согласно предварительным оценкам, составит 368 тыс. кв. м., в том числе:

- Четырехуровневая подземная автостоянка;
- Офисная часть средней этажности: подиум из 9-этажных корпусов с общим 2-этажным стилобатом;
- Офисная часть, состоящая из двух 43-этажных башен.

Офисы в новом комплексе будут соответствовать всем требованиям класса «А». Общий объем инвестиций, предположительно, составит около 660 млн. долл., из которых 150 млн. долл. Миракс уже вложил в приобретение участка под застройку в марте – апреле 2006. Две трети этой суммы были профинансированы за счет средств, полученных от размещения CLN в феврале, оставшаяся часть – собственные средства компании (накопленная прибыль за 2005 и 1 кв. 2006).

На настоящий момент ведется проектировка здания, строительные работы предполагается начать в 2007 г., сдать объект – в 2009. Продажу офисов в строящемся комплексе компания планирует начать в 2007 году: ожидаемый доход оценивается в 138 млн. долл. В 2008-2009 выручка от реализации по этому проекту по первоначальным оценкам может превысить 420 млн. долл. и 403 млн. долл. соответственно, еще порядка 29.5 млн. долл. в год обеспечат доходы от аренды (начиная с 2009 г.)

2. Бизнес-центр «Адмирал» (офисы класса «Б»)

Здание общей площадью 127.09 тыс. кв. м. будет построено на улице Адмирала Макарова, вл. 4., в 10 минутах ходьбы от станции метро «Водный Стадион» (Северный округ Москвы). Комплекс будет состоять из четырех корпусов высотой 28, 19 и 14 (2 корпуса) этажей. Арендаторам и владельцам будет предложено 102 тыс. кв. м. офисных помещений класса «Б» с высотой потолков 3.3 метра. Паркинг бизнес-центра рассчитан на 1416 машиномест. Миракс планирует приступить к строительству данного объекта в 4 квартале 2006 года.

3. Бизнес-центр «Поклонная-11»

Начало строительства намечено на 3 квартал 2007 года. Офисный комплекс расположится по адресу ул. Поклонная, вл. 11, неподалеку от станции метро «Парк Победы» и Кутузовского проспекта. Здание переменной этажности (4-10-16 этажей) будет представлять собой эллиптический объем, объединенный общей стилобатной частью. Общая площадь бизнес-центра составит 104 тыс. кв. м., из которых 60 тыс. займут офисные помещения класса «А». Подземный четырехуровневый паркинг рассчитан на 819 машиномест. Ожидаемый объем инвестиций в строительство объекта составит 100 млн. долларов.

Еще одним потенциальным объектом Миракс в среднесрочной перспективе может стать застройка территории РЖД в районе Поклонной горы. Соответствующее соглашение с мэрией Москвы на освоение участка площадью 45 га было подписано в 2005 году.

Проект, в частности, предусматривает перекрытие железных дорог и освоение надпутевого пространства с использованием искусственного тоннеля. На высвобождающейся территории можно будет построить более 1 млн. кв. м. жилья, офисной и коммерческой недвижимости. На настоящий момент компания готовит первые проектные решения и просчитывает предварительные затраты по строительству. Застройка территории над железнодорожными путями связано с существенными дополнительными издержками: если проект будет признан рентабельным, для его реализации Миракс будет привлекать сторонних инвесторов. При этом, в случае успеха, в Москве могут появиться другие участки под застройку на территории малого кольца Московской железной дороги, реорганизация которой позволит освободить около 4000 га земли.

Дефицит строительных площадок в Москве подталкивает ведущих столичных девелоперов к выходу на региональные рынки, и Миракс не стал исключением из правила. В 2005-2006 эмитент создал СП с пермской ОАО «Камская Долина» в рамках реализации масштабного проекта по созданию в регионах РФ сети бизнес-центров и элитных жилых комплексов. В частности, в качестве приоритетных для развития рассматриваются такие города как Красноярск, Новороссийск, Астрахань, Ростов-на-Дону, Казань и др.

Портфель заказов Миракс Групп: основные проекты в разработке на 2008 - 2010

Проект	Адрес	Начало строительства	Окончание строительства	Жилая площадь, тыс. кв/м.	Нежилые помещения, тыс.кв/м.	Паркинг (м/м)	Офисы, тыс. кв/м.	Общая площадь, тыс. кв./м.
Центр Здоровья	3-я Черепковская, вл. 15а, Крылатское	1кв2007	2кв2009	250	37	н.д.	-	287
АМО ЗИЛ	1-я ул.Машиностроения, вл.6,8,10,12,14(ЮВАО)	2006	2010	112	15	1200	-	166
Гелиймаш	Лужнецкая наб., 10а (ЦАО)	1кв2007	2009	30	20	3000	115	330
Бибирево-Бескудниково	район прохождения высоковольтных линий от ПС Бескудниково к МКАД (СВАО)	2006	2009	1006	597	-	-	1602
Миракс Плаза	пересечение ТТК и Кутузовского пр-та	2007	2009	-	н.д.	н.д.	368	368
Адмирал	ул. Адмирала Макарова, вл.4	4кв2006	н.д.	-	н.д.	1416	102	127
Поклонная - 11	ул. Поклонная, вл. 11	3кв2007	н.д.	-	н.д.	819	60	104
Итого по проектам в разработке:				1397.5	668.8	6435	645	2984.4

Источник: Данные компании

Таким образом, общая площадь объектов, находящихся на предпроектной стадии, составляет около 3 млн. кв. м., не учитывая региональные проекты и застройку территории железнодорожных путей на Поклонной горе (еще не менее 1 млн. кв. м.). Обеспеченность проектами как минимум до 2010 года на фоне общего дефицита строительных площадок в Москве является залогом устойчивого финансового положения компании, при условии отсутствия резких колебаний спроса на рынке.

Общая площадь проектов в разработке – 3- 4 млн. кв. м.

Миракс Групп – одна из немногих российских компаний строительной отрасли, раскрывающих информацию о своих финансах в соответствии со стандартами US GAAP: в октябре 2005 заемщик впервые опубликовал заверенную международным аудитором (KPMG) консолидированную отчетность за 2004 год, а в сентябре ожидается выход аудированной отчетности за 2005. Как следствие, Миракс является одним из немногих девелоперов, финансовое состояние которого поддается адекватной оценке.

Оценка финансового состояния

Напомним, что в основе GAAP отчетности строительной компании лежит метод начисления выручки пропорционально проценту завершения строительного проекта, тогда как в РСБУ выручка зачисляется только по факту прохождения госкомиссии. Прямым следствием этого является тот факт, что в МСФО отчетности можно проследить конечный результат деятельности компании и оценить эффективность бизнеса, равно как и традиционные показатели долговой нагрузки (Debt/EBITDA, Debt/EBIT). Официальная российская отчетность не дает такой возможности: хотя приблизительный объем доходов / расходов можно вычислить, используя балансовые данные, инвестиционные взносы по строящимся объектам могут приходиться на разные временные отрезки.

Для оценки финансового состояния эмитента мы используем предварительную GAAP отчетность за 2005 год. По мнению эмитента, конечный вариант отчетности с подписью аудитора, который планируется предоставить инвесторам в сентябре, может иметь лишь незначительные расхождения с предварительным вариантом.

Основные финансовые показатели, 2003 - 2005:

	2003	рост, %	2004	рост, %	2005
Активы	3 644	106%	7 524	91%	14 346
Незавершенное строительство	2 753	9%	3 010	109%	6 295
Платежи сверх нормативных затрат и расчетной прибыли	737	69%	1 242	311%	5 101
Выручка	3 757	-3%	3 663	28%	4 684
EBITDA	1 500	-10%	1 347	-7%	1 257
Чистая прибыль	996	-29%	706	5%	743

Источник: Аудированная отчетность US GAAP за 2003-2004, предварительная отчетность за 2005 год

В 2005 году объем продаж Миракс Групп по отчетности составил 4 684 млн. рублей (163 млн. долл.), что на 28% превысило результат 2004 года. При этом мы обращаем внимание на расхождения между официальной выручкой по МСФО и оперативными данными, в соответствии с которыми доходы по строительству в 2005 составили 258 млн. долл., т.о. чистые доходы (без НДС) – 211.5 млн. долл. Последняя цифра показывает приток средств по заключенным договорам: в отчетности они отражаются в строке баланса «Платежи сверх нормативных затрат и расчетной прибыли». Затем часть этих средств, пропорциональная степени готовности каждого объекта на конец отчетного периода, зачисляется в выручку, уменьшая на соответствующую сумму строку баланса. Таким образом, исходя из принятого принципа признания доходов, объем выручки в Отчете о прибылях и убытках на ранней инвестиционной стадии, как правило, оказывается меньше реально поступивших за период средств, и эта разница уменьшается по мере продвижения строительства.

Как следствие, рост по статье «Платежи сверх нормативных затрат и расчетной прибыли» в пассиве по итогам года оказался существенно выше роста продаж в Отчете о прибылях и

убытках: не зачтенные в выручке доходы от строительства выросли за год более чем в 4 раза с 1.242 млрд. руб. до 5.101 млрд. руб. В разбивке по объектам наиболее весомая часть этих доходов пришлась на Миракс Парк (36%) и Башню «Федерация» (33%), процент завершенности которых на 31.05.2005, исходя из расходов, заложенных в прогнозном cash-flow, составлял 19% и 12%.

Платежи сверх норм. затрат и расчетной прибыли, 31.12.2005:

Объект	Сумма, млн.р.	Доля
Миракс Парк	1848.0	36%
Башня Федерация	1677.8	33%
Кутузовская Ривьера	911.5	18%
Дом на Таганке	233.0	5%
Полларс	158.7	3%
Прочие	272.3	5%
Итого	5101.4	100%

Источник: предварительная отчетность по US GAAP за 2005 год

Незавершенное строительство, 31.12.2005:

Объект	Сумма, млн.р.	Доля
Кутузовская Ривьера	1718.5	27%
Башня Федерация	1835.9	29%
Миракс Парк	643.9	10%
Золотые Ключи	507.2	8%
Полларс	439.5	7%
Корона	403.0	6%
Дом на Таганке	338.6	5%
Прочие (ГелийМаш, Фили-Давыдково, Центр Герiatrics)	408.4	6%
Итого	6295	100%

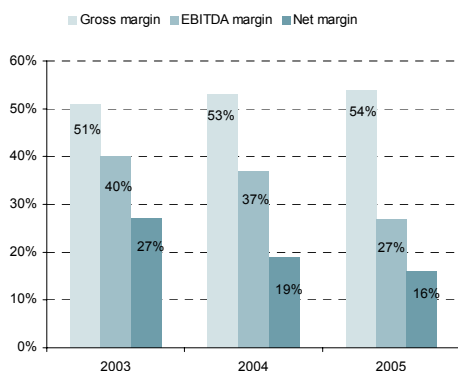
Источник: предварительная отчетность по US GAAP за 2005 год

В активах прямым отражением увеличения масштабов бизнеса Миракс Групп стал рост по строке «Незавершенное строительство» (+109%), где отражаются фактически понесенные расходы, не учтенные в себестоимости пропорционально выручке. Крупнейшими объектами незавершенного строительства стали Кутузовская Ривьера (27%), Башня Федерация (29%) и Миракс Парк (10%).

Бизнес Группы в 2005 году по-прежнему характеризовался довольно высокой нормой прибыли: валовая рентабельность на фоне благоприятной конъюнктуры московского рынка недвижимости выросла с 53% до 54%.

Рентабельность

Динамика рентабельности Миракс Групп, 2003 – 2005:

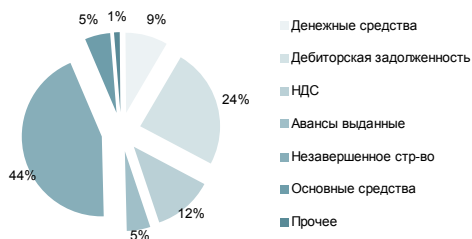


Источник: Отчетность по GAAP за 2003-2004 гг., предварительная отчетность за 2005 год

В то же время, норма прибыли по EBITDA в прошлом году снизилась на 10% до 27% (EБITDA сократилась на 7% до 1.257 млрд. руб.). Снижение рентабельности было, главным образом, вызвано увеличением коммерческих, общих и административных расходов с 20% в выручке до 27%: рост масштабов деятельности и количества объектов потребовал увеличения затрат на персонал, маркетинг и управление бизнес-процессами.

Стоит отметить, что снижение чистой рентабельности было втрое меньшим: показатель снизился на 3% до 16%. Опережающая динамика чистой прибыли (+5%, 743 млн. руб.) стала следствием политики в отношении процентных расходов: в 2005 году компания капитализировала существенную долю процентов по займам, направленным на финансирование строительства, в незавершенном производстве. В частности, общий объем понесенных процентных расходов составил 284.4 млн. руб., из которых 229.6 млн. руб. (81%) было капитализировано. При этом, капитализированные проценты, как и другие фактические затраты по строительству, отражаются в Отчете о прибылях и убытках в соответствии со «степенью готовности» объекта. Как следствие, существенная часть процентов по займам, в особенности по тем, за счет которых финансируются наиболее долгосрочные проекты, в 2005 году не отразилась в себестоимости. Эмитент ожидает, что данный эффект найдет проявление в будущих отчетных периодах, по мере увеличения процента готовности объектов.

Структура активов, 01.01.2006:



Источник: предварительная отчетность по US GAAP за 2005 год

Структура пассивов, 01.01.2006:

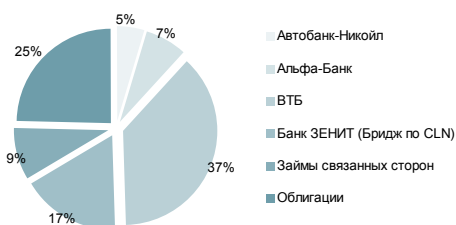


Источник: предварительная отчетность по US GAAP за 2005 год

За счет заемных средств по состоянию на 01.01.2006 формировалось порядка 28% пассивов Миракс Групп: в абсолютном выражении сумма кредитов и займов составила 4.058 млрд. рублей (141 млн. долл.). Помимо кредита ВТБ (52.78 млн. долл.) и первого выпуска рублевых облигаций (34.74 млн. долл.), довольно существенная доля задолженности приходилась на бридж-кредит под размещение CLN, состоявшееся в феврале (24 млн. долл.). Кроме того, 9% долга составили займы от связанных сторон (12.68 млн. долл.), в основном от компаний, формально не консолидированных в отчетности, но функционально входящих в состав Группы.

Структура обязательств

Структура кредитного портфеля на 01.01.2006:



Источник: Данные компании
* Для рублевых займов пересчет в доллары по курсу ЦБ на 01.01.2006

Кредитный портфель на 01.08.2006:

	Лимит, млн. долл.	Фактич. задолж-ть, млн. долл.	Ставка	Срок погашения
Альфа-Банк	15.95	10.30	12.75%	дек.07
ВТБ	250.0	70	10%	2010
CLN	100.0	100	9.7%	фев.08
Рублевые облигации	37.07	37.46	12.5%	авг.08
Итого	403.02	217.76		

Источник: Данные компании

На 01.08.2006 общий объем внешних обязательств вырос до 217.37 млн. долл., главным образом, за счет выпуска CLN (100 млн. долл.) в феврале. Первый выход на международный рынок заимствований оказался достаточно удачным для эмитента: спрос при размещении на 72% превысил объем предложения, при этом 89% выпуска было приобретено иностранными инвесторами.

В относительном выражении активная стратегия на публичном рынке заимствований в 2005 – 2006 гг. привела к ухудшению отношения долга к EBITDA с 1.56 до 3.23, что, впрочем, по-прежнему ниже уровня многих эмитентов в высокодоходном сегменте рынка рублевого долга и соответствует умеренному риску.

После размещения нового выпуска рублевых облигаций общий объем обязательств по кредитам и займам увеличится до 330 млн. долл.: привлекаемые средства (3 млрд. руб.) предполагается направить на финансирование текущих проектов. Учитывая существенный рост в масштабах бизнеса Группы в текущем году, сравнение ожидаемого объема долга с EBITDA за 2005 г. является не совсем адекватным. В то же время, если предположить, что норма прибыли EBITDA в 2006 останется на среднем за последние 2 года уровне (около 30%) и взята за основу ожидаемый эмитентом доход от строительства, очищенный от НДС (около 573 млн. долл.), отношение Debt/EBITDA составит порядка 1.9. Хотя, в силу уже отмеченных причин, значение выручки и прибыли по отчетности, скорее всего, будет ниже чистого дохода от строительства, соотношение кредитного портфеля с реальными денежными потоками, генерируемыми компанией, на наш взгляд, более показательное.

Сравнение Миракс Групп с другими строительными компаниями, представленными на рынке рублевого долга, затруднено отсутствием у последних прозрачной отчетности, дающей адекватную оценку объемов реализации и прибыли. Для крупнейших московских холдингов с их сложной структурой переходом на международные стандарты – перспектива 2007-2008 гг., а ЛенСпецСМУ, хотя и опубликовало цифры по МСФО за 2003-2004 гг. накануне размещения второго облигационного займа, не раскрыло пока предварительные данные за 2005 год.

Миракс Групп: сравнительный анализ



Менее сложная структура и транспарентная отчетность, на наш взгляд, является ключевым фактором, определяющим отношение инвесторов к рискам эмитента: сейчас обращающийся первый выпуск облигаций является самым длинным в своем отраслевом сегменте (с дюрацией около 1.8 лет), при этом спрэд к кривой ОФЗ один из самых низких среди аналогов.

Сравнительный анализ крупнейших застройщиков, имеющих выпуски рублевых облигаций

млрд. руб.	Активы '05	Выручка '05	Долг'05	Выручка/Долг	Объем стр-ва'05, тыс.кв.м.	Объем стр-ва '06, тыс.кв.м.(Прогноз)	темпы роста, %	Спрэд к ОФЗ
ГМС*	27.96	11.59	9.59	1.21	1010	1100	9%	480 б.п.
СУ-155*	51.38	29.23	8.16	3.58	967	1120	16%	550 б.п.
ПИК	59.70	17.28	14.17	1.22	843	1000	19%	650 б.п.
Миракс**	14.35	4.68	4.06	1.15	104	202	94%	505 б.п.
ЛенСпецСму***	11.51	1.60	1.50	1.07	360	300	-17%	585 б.п.

Источник: Данные компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ

Примечание *) для ГМС и СУ-155 приводится скорректированная сумма долга
**) для Миракс Групп использованы предварительные данные по МСФО
***) РСБУ ССМО ЛенСпецСму, ЦУН ЛенСпецСму, СПб МФТЦ

Стоит отметить, что помимо более высокой прозрачности, Миракс отличается и более агрессивными планами дальнейшего роста бизнеса: имеющиеся в разработке проекты должны обеспечить практически двукратный рост реализованных площадей в текущем году, тогда как наиболее близкий по объемам строительства ЛенСпецСму ожидает снижения продаж.

Учитывая уже реализованные шаги по выходу на западные рынки капитала (размещение CLN), интересно сравнить Миракс не только с российскими, но и с иностранными застройщиками, представленными на публичных рынках капитала.

По сравнению с крупнейшими строительными холдингами, оперирующими на более зрелых рынках большинства европейских стран (в частности, Skanska, Strabag), Миракс характеризуется большей рентабельностью и более высокими темпами роста бизнеса, которые, правда, обуславливают более высокую долговую нагрузку.

Сопоставление с менее крупными компаниями, раскрывающими свои финансовые показатели, показывает, что бурно растущий российский (де-факто московский) рынок жилой и коммерческой недвижимости обеспечивает девелоперам в среднем более устойчивое финансовое положение по сравнению с аналогами из стран Восточной Европы и Азии. При этом, стоит отметить, что по уровню покрытия долга эмитент смотрится предпочтительней и по сравнению с Открытыми Инвестициями, еще одной российской компанией, имеющей выпуск CLN.

млн. долл.		Sales'05	темпы роста, %	EBITDA'05	Debt'05	EBITDA margin	Debt/EBITDA
Vinci	Франция	25 636.2	10%	2 596.2	8 714.6	10%	3.36
Skanska	Швеция	16 133.8	7%	789.5	455.5	5%	0.58
Strabag	Австрия	8 221.8	33%	395.0	1 113.3	5%	2.82
Royal BAM Group	Голландия	7 424.9	-1%	357.3	1 115.0	5%	3.12
Taylor Woodrow	Великобритания	6 319.5	4%	828.1	1 124.4	13%	1.36
Kaufman & Broad	Франция	1 316.7	28%	151.8	260.2	12%	1.71
среднее			14%			8%	2.16
Budimex SA	Польша	837.9	26%	7.5	38.8	1%	5.16
ENKA (construction, rental)	Турция	775.8	6%	279.8	н.д.	36%	н.д.
Hochtief VSB	Чехия	184.9	-11%	6.4	59.2	3%	9.32
Shanghai Real Estate Ltd	Китай	177.4	130%	44.6	238.8	25%	5.35
Megaworld Corp.	Филиппины	69.0	32%	22.8	58.3	33%	2.56
Mirax Group	Россия	162.8	28%	43.7	141.0	27%	3.23
Open Investments	Россия	93.1	153%	26.8	224.8	29%	8.40
Система Галс	Россия	73.6	-35%	17.6	н.д.	24%	н.д.
среднее			41%			22%	5.67

Источник: Bloomberg, данные компаний, расчеты Банка ЗЕНИТ

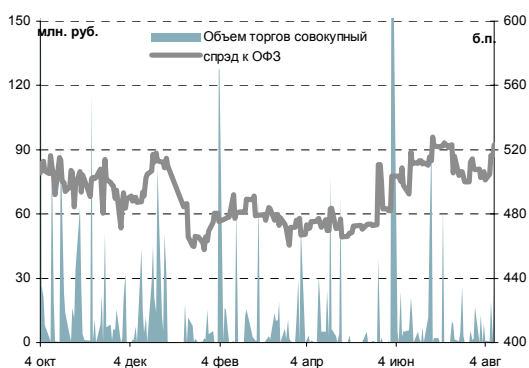
Примечание ENKA – данные отчетности по двум сегментам бизнеса, Система Галс – данные отчетности АФК Система по направлению «Недвижимость»

Миракс Групп дебютировала на публичном рынке заимствований в августе прошлого года: первый рублевый выпуск объемом 1 млрд. рублей был размещен под доходность 11.91% годовых к погашению (12.89% к годовой оферте), при этом спрос на аукционе в 2.5 раза превысил объем эмиссии.

Оценка справедливой доходности

С момента выхода на вторичный рынок в октябре прошлого года спрэд Миракс-1 к ОФЗ (по доходности к погашению) колебался в пределах 460 – 530 б.п., среднее значение – порядка 480 б.п. При этом, на фоне других строительных выпусков, облигации Миракс характеризовались относительно высокой ликвидностью: по среднемесячному обороту в 2006 году в абсолютном и относительном выражении выпуск уступал лишь Главмосстрою-2.

1 выпуск Миракс: спрэд к ОФЗ (по доходности к погашению) и объемы торгов



Источник: ММВБ, расчеты банка ЗЕНИТ

Строительные компании: среднемесячный оборот в 2006 году

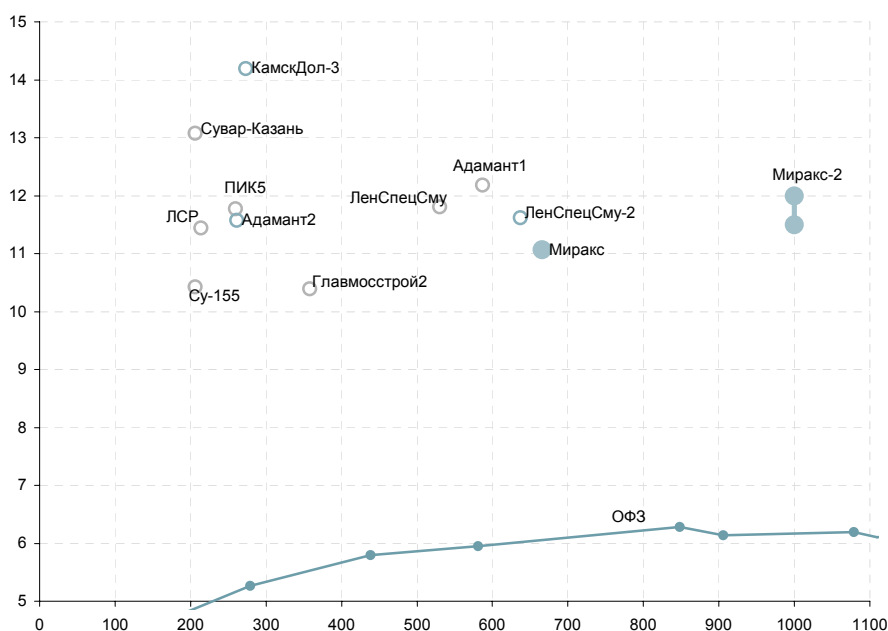
	объем выпуска, млн.руб.	среднемесячн. оборот, млн.руб.	оборот в % от объема выпуска
Главмосстрой-2	4000	1022.6	26%
Миракс	1000	241.9	24%
ПИК-5	1120	227.8	20%
ЛСР	1000	220.8	22%
ЛенСпецСму-1	1000	170.5	17%
СУ-155	1500	168.1	11%
Сувар Казань	900	135.1	15%
Адамант-1	500	71.6	14%
Камская Долина-2	200	29.2	15%
среднее	-	146.2	16%

Источник: ММВБ, расчеты банка ЗЕНИТ

Примечание Сувар Казань – скорректировано на скачок оборотов в первый день вторичных торгов

При размещении второго выпуска Миракс Групп очевидным аналогом для сравнения будет доходность обращающейся 1 серии (11.06% годовых к погашению по состоянию на 24/08/2006). Учитывая большую дюрацию Миракс-2 (бумага позиционируется к погашению через 3 года), спрэд Миракс-1 к ОФЗ (480 – 530 б.п.) а также допуская наличие определенной премии за увеличение общего объема предложения риска эмитента на рынке (порядка 50 б.п.), мы оцениваем справедливую доходность 2 выпуска Миракс на уровне 11.5% - 12% годовых, что соответствует ставке полугодового купона 11.19% - 11.66%. При этом наша оценка не учитывает возможной премии за первичное размещение, которую могут потребовать инвесторы на аукционе.

Кривая доходности строительных компаний, 29/08/2006:



Источник: ММВБ, расчеты банка ЗЕНИТ

Яков Яковлев
y.yakovlev@zenit.ru
+7 495 937 07 37, 2146

Приложение 1: Предварительная бухгалтерская отчетность Миракс-Групп по GAAP за 2005, тыс. руб.:

	2005
Реализация	4 684 385
Себестоимость реализации	(2 138 334)
Валовая прибыль	2 546 051
Коммерческие, общие и административные расходы	(1 259 851)
Операционный доход	1 286 200
Прочие доходы (нетто)	(67 655)
Процентные расходы (нетто)	(54 803)
Доход до учета налога на прибыль и доли миноритарных акционеров	1 163 742
Налог на прибыль	(261 208)
Чистый доход до признания доли миноритарных акционеров	902 534
Доля миноритарных акционеров	(159 221)
Чистый доход	743 313
	31/12/2005
Активы	
Денежные средства	1 230 129
Дебиторская задолженность по расчетам с покупателями и заказчиками и прочая дебиторская задолженность	3 526 407
Дебиторская задолженность по НДС	1 699 080
Строительные и прочие материалы	97 954
Авансы выданные	687 453
Финансовые вложения в ценные бумаги	52 893
Незавершенное строительство	6 295 149
Основные средства	
Незавершенное строительство	256 774
Земля и сооружения	363 776
Машины и оборудование	120 160
Прочие основные средства	100 808
За вычетом накопленного износа и амортизации	(85 008)
Чистые основные средства	756 510
Итого активов	14 345 575
	31/12/2005
Обязательства и акционерный капитал	
Займы и кредиты	4 058 849
Кредиторская задолженность	682 425
Авансы полученные	39 448
Налог на прибыль	133 235
Прочие налоги к уплате	1 594 176
Задолженность работникам	148 926
Накопленные проценты к уплате	74 055
Платежи сверх нормативных затрат и расчетной прибыли	5 101 412
Обязательства по отложенному налогу	560 966
Итого обязательства	12 393 492
Доля миноритарных акционеров	119 691
Задолженность по выплате дивидендов	94 075
Уставный капитал	
Уставный капитал материнской компании	600 015
Нераспределенная прибыль	1 138 302
Итого доля владельцев капитала материнской компании	1 738 317
Итого обязательства и собственный капитал	14 345 575

Приложение 2: Обзор рынка жилой и офисной недвижимости Москвы

В течение прошедшего года рынок жилой недвижимости демонстрировал стремительный рост: индекс стоимости, рассчитываемый IRN, вырос на 95% до \$3720 кв.м., и ожидается, что до конца года жилье может подорожать еще на 15-20%. Главной причиной роста цен остается ограниченность предложения. Вступивший со второго квартала Закон №214 «О долевом строительстве» привел к снятию с продажи части объектов, что 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 проблема нехватки строительных площадок, в результате чего компании все чаще вынуждены включаться в проекты по редевелопменту промышленных зон и реконструкции ветхого жилья. Это требует дополнительных затрат и, как следствие, приводит к дальнейшему повышению цен.

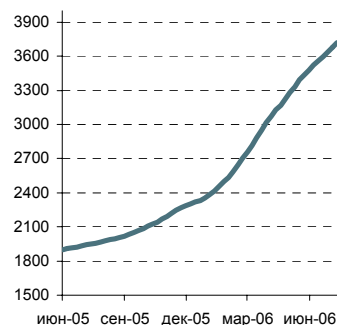
С другой стороны, ограниченность предложения сталкивается с мощным покупательским спросом, подпитываемым ростом благосостояния граждан и развитием ипотечных программ. При этом все большую популярность у потребителей приобретает бизнес-сегмент.

Стоит отметить, что термин «жилье бизнес-класса» на российском рынке не имеет четкого определения. Сейчас под этим обычно понимают монолитно-кирпичные индивидуальные проекты, с улучшенной отделкой холлов и внутренних помещений, обязательным наличием огороженной придомовой территории и подземной автостоянкой. При этом, если еще несколько лет назад подобные жилые комплексы пользовались спросом лишь у ограниченного круга состоятельных покупателей, то в 2005-2006 стремительный рост цен, в особенности в нижнем ценовом сегменте, привел к тому, что разница в стоимости между панелью и бизнес-классом сократилась до того уровня, когда покупатели готовы переплатить, но при этом получить более качественное жилье. В соответствии со спросом корректируется и предложение: если в 2004 году доля бизнес-класса на московском рынке составляла около 38%, то по итогам прошлого года она выросла до 50%, а в 2006 приближается к 60%. Таким образом, бизнес-класс уже не ассоциируется с узким сегментом, а зачастую становится основным направлением деятельности застройщиков.

Помимо развитой инфраструктуры, большую роль играет расположение дома, в связи с чем «вилка» цен на бизнес-жилье достаточно большая. В среднем стоимость квадратного метра в проектах, сдача которых намечена на ближайшее время, составляет порядка \$4800-5000 за кв.м.

Рынок жилой недвижимости

Индекс стоимости жилья, \$/кв.м.



Источник: it.ru

Примеры реализуемых в настоящее время проектов бизнес-класса со сроками сдачи 2006 – 2008 гг.

Проект	Район	Минимальная цена	Срок сдачи	Застройщик
"Дом на Смоленской набережной"	ЦАО	4935	4 кв. 2006	Дон-Строй
"Дом на Покровском бульваре"	ЦАО	4620	2007	Дон-Строй
Дом на Таганке	ЦАО	5000	2007	Миракс Групп
"Елена"	ЮЗАО	4300	4 кв. 2006	н.д.
"Обыкновенное чудо"	ЮЗАО	4800	2 кв. 2007	М.О.Р.Е. Плаза
"Авангард"	ЮЗАО	4500	3 кв. 2006	Моспромстрой
Миракс Парк	ЗАО	4800	2006-2008	Миракс Групп
"Кутузовский"	ЗАО	5000	4 кв. 2006	н.д.
"Дом на Мосфильмовской"	ЗАО	5500	2008	Дон-Строй
Ктузовская ривьера	ЗАО	5000	2006-2007	Миракс Групп
"Мономах"	САО	6340	1 кв. 2007	Баркли
"Гранд-Парк"	САО	3800	4 кв. 2007	Интеко
"Приват-Сквер"	САО	4800	4 кв. 2006	Мосфундаментстрой-6
Ленинградский пр., вл.66	САО	4300	1 кв. 2008	н.д.
ул.Тихвинская, вл.10	СВАО	5800	2 кв. 2007	н.д.
«Green Fort»	СВАО	3550	2 кв. 2007	Юниформстрой
"Эгоист"	ВАО	5085	4 кв. 2006	н.д.
Средняя:		4831		

Источник: МИАН, Building life

Традиционно из бизнес-сегмента выделяется класс элитной недвижимости, занимающий около 5% от всего строительства, со средней ценой объектов от \$9 тыс./кв.м. Цены в элитном сегменте также демонстрируют значительный рост: за 2005 - 1 кв.2006 года средняя стоимость квадратного метра выросла на 50% до \$9200 тыс./кв.м.

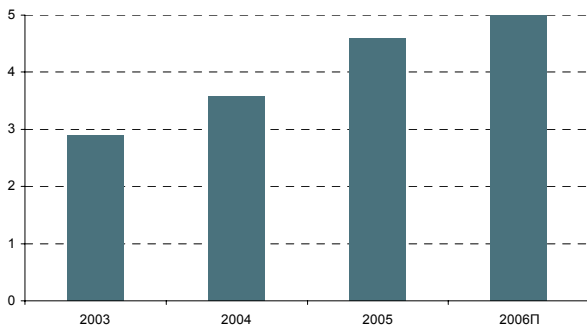
При общем сокращении предложения элитных новостроек в первом квартале 2006 года, наиболее интересным трендом стало увеличивающееся предложение нового вида элитных объектов, апартаментов – квартир, расположенных в многофункциональных высотных ком-

плексах. Главную роль в продвижении подобного формата играет комплекс «Москва-Сити», где 52 тыс. кв. м. разместятся в Башне «Федерация» и 102 тыс. кв. м. в проекте «Город столиц».

Рынок офисной недвижимости Москвы в 2005 году продолжил развиваться бурными темпами. Совокупный объем сделок составил порядка 1 млн. кв. м., что на 30% превысило уровень 2004 года. Всего же объем ввода офисов составил 650 тыс. кв. м., а общий объем качественных площадей по разным оценкам достиг 4.5-4.7 млн. кв. м.

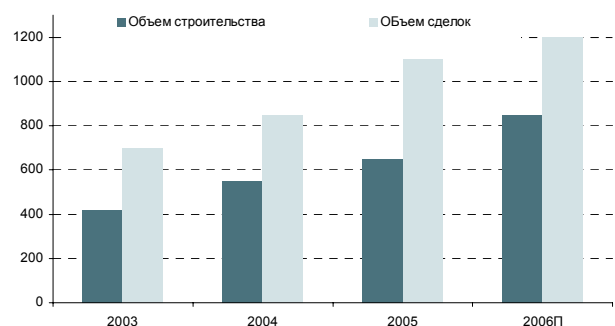
Рынок офисной недвижимости

Общий объем коммерческих площадей, млн. кв. м.:



Источник: Knight Frank, Nobble Gibbons, Jones Lang LaSalle

Объем строительства и сделок, тыс. кв. м.



Источник: Knight Frank, Nobble Gibbons, Jones Lang LaSalle

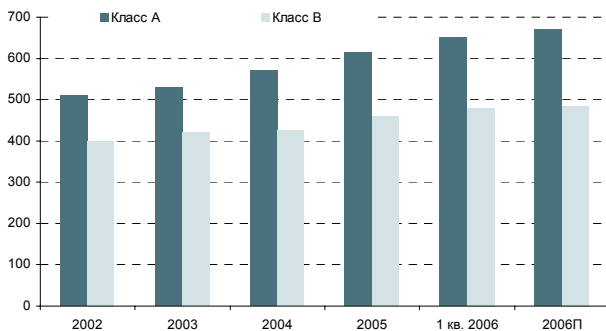
Благодаря общему экономическому росту в стране потребность в офисных площадях постоянно растет, как со стороны российских компаний, улучшающих свои условия, так и со стороны новых организаций, в том числе иностранных компаний, открывающих свои представительства в Москве.

В результате, несмотря на увеличение предложения, спрос по-прежнему растет опережающими темпами, и доля свободных площадей остается рекордно низкой для европейских городов – 2.1% для класса А и около 5% для класса В. В свою очередь, это сказывается на арендных ставках, выросших в 2005 году на 7-10% до \$600-650 и \$450-490 соответственно. В результате по их уровню, согласно данным Jones Lang LaSalle, Москва вышла на третье место среди европейских столиц, уступив только Лондону (\$1400/кв. м.) и Парижу (\$800/кв. м.). При этом по количеству квадратных метров на 1000 жителей Москва по-прежнему отстает от других европейских столиц.



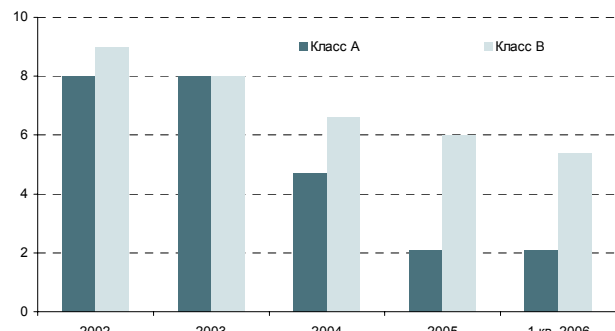
Источник: Cushman & Wakefield Stiles & Ribaokobylko

Средний уровень арендных ставок, \$/год за кв. м.:



Источник: Knight Frank, Nobble Gibbons, Jones Lang LaSalle

Доля свободных площадей, %



Источник: Knight Frank, Nobble Gibbons, Jones Lang LaSalle

Отставание спроса от предложения выражается также в росте объемов предварительной аренды: если в 2004 году ее уровень составлял 15%, то в 2005 году в подобных сделках было задействовано 25% еще не сданных объектов. Ожидается, что к 2007 году их уровень вырастет до 50%.

Одной из главных тенденций 2005 стала децентрализация активности в секторе: доля сделок вне центральной части города приблизилась к 70%. Хотя стоит отметить, что основные объекты класса А по-прежнему ассоциируются с Садовым кольцом, и доля офисов в центре города составляет порядка 90%, в перспективе отсутствие участков под застройку и введение крупных объектов (таких как Москва-Сити) за пределами традиционных девелоперских центров должно привести к снижению пропорции до 80% на 20%. Еще одной тенденцией, получившей свое развитие в ушедшем году, является увеличение сроков аренды: все больше сделок заключается на срок от 5 лет, при этом сохраняется стабильный спрос

на объекты большой площади (от 3 тыс. кв.м.).

В первом квартале 2006 года рост активности сохранился. Объем введенных площадей составил порядка 270 тыс.кв.м., при этом 64% пришлось на офисы класса А. Тем не менее, доля свободных площадей класса А остается на уровне 2% на фоне продолжающегося роста спроса, при этом арендные ставки по сравнению с началом года выросли еще на 2%.

По прогнозам отраслевых экспертов, рынок офисной недвижимости постепенно приближается к точке насыщения: большой объем вводимых площадей в 2006-2008 годах (около 3 млн.кв.м.) уравновесит спрос. При этом цены на менее качественные объекты уже постепенно стабилизируются, в то время как в сегменте А рост арендных ставок продолжится, и здесь стабилизация ожидается в 2007-2008 годах.

Одними из наиболее крупных офисных проектов класса А, ввод которых ожидается в ближайшее время, являются:

Проект	Местонахождение	Площадь, тыс.кв.м.	Дата ввода
в стадии строительства:			
Метрополис	Сокол	80	январь.07
Город столиц	Москва-Сити	73.69	июнь.07
Набережная тауэр, башня 3	Москва-Сити	115	октябрь.07
Техинвест	Москва-Сити	103.6	октябрь.07
Башня Федерация, корпус А*	Москва-Сити	82.61	январь.08
планируются:			
Проект Славянская площадь	ЦАО	73	январь.07
Парк-сити	СВАО	95	август.07
Хуамин Парк (Китайский деловой центр)	СВАО	200	январь.08
Проект Золотой остров	ЦАО	196.2	январь.08
Дон-строй на Оружейном	Новослободская	80	июнь.09

Источник: Cushman & Wakefield Stiles & Plabokobylko

*) Только офисы

Центром притяжения ближайших лет станет Москва-Сити – наиболее современный офисный район площадью около 100 Га, расположенный на Западе Москвы. Автором идеи создания делового центра выступило Московское правительство, что обеспечивает застройщикам дополнительные преимущества в виде благоприятных юридических и экономических условий. В новый район в будущем планируется перемещение некоторых административных учреждений.

Новый квартал должен стать сердцем деловой жизни столицы, наподобие Лондонского Сити или района La Defense в Париже. В значительной степени этому будет способствовать развитая транспортная система: из Москва-Сити будет обеспечен прямой выход на крупнейшие развязки – Третье транспортное кольцо и Кутузовский проспект. В 2005 году построена первая в Сити станция метро («Международная»), а открытие еще одной намечено на сентябрь текущего года. Также планируется строительство скоростной линии до аэропорта Шереметьево-2.

Кроме того, преимуществом Москва-Сити должно стать сочетание непосредственно делового центра и различных торгово-развлекательных комплексов (в частности, аквапарк), отелей, а также элитных жилых объектов. Все это, несомненно, будет способствовать высокому спросу на площади в районе со стороны крупных российских и международных компаний: уже сейчас на стадии строительства многие здания нашли своих арендаторов.

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
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
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

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.