

Внешний долг
Россия

Корпоративные облигации

10 октября 2008 г.

Ренессанс
Капитал

Петр Гришин, CFA
+7 (495) 258 7789
PGrishin@rencap.com

Миракс Групп Такие разные сценарии

- **Встреча с менеджментом.** Миракс Групп (B2, прогноз «развивающийся»/В, в списке на пересмотр в сторону понижения) вчера провела встречу для инвесторов и аналитиков. Компанию представляли А. Паперно, Д. Луценко и Д. Химиляйне.
- **Резкие изменения.** До сентября денежные поступления компании продолжались в соответствии с существовавшей тенденцией, и Миракс Групп генерировала USD180-190 млн в месяц. Последние сделки по продаже площадей в «Башне Федерация» заключались по рекордной цене USD12 000/кв. м. В конце сентября в связи с финансовым кризисом, падением фондового рынка, дефицитом ликвидности и существенно затрудненным доступом к финансированию ситуация радикально изменилась.
- **Реалистичная оценка неопределенности.** Важно, что менеджмент довольно быстро признал, что обстановка стала иной и что необходимо заморозить проекты, находящиеся на начальных стадиях. Руководство полагает, что если снижение цен дойдет до 25%, компания будет способна справиться с этой коррекцией (наш анализ чувствительности финансового положения компании к изменению цен, проведенный в марте, подтверждал эту точку зрения). Однако точно оценить ценовую коррекцию, изменения ценовых ожиданий и, что более важно, масштабы откладывания спроса и, соответственно, снижения денежных потоков компании сейчас очень тяжело. Российский рынок недвижимости никогда ранее не оказывался в подобной ситуации, и менеджмент Миракс Групп признает этот факт.
- **Денежные потоки.** Большая часть продаж (как в сегменте жилой, так и коммерческой недвижимости) осуществлялась в рассрочку, обычно на шесть месяцев. По оценкам руководства компании, суммарный объем дебиторской задолженности сейчас составляет около USD1 млрд. В сегменте жилой недвижимости расторгнуть уже заключенные соглашения непросто, но контракты на покупку больших офисных площадей потенциально могут быть пересмотрены (мы, однако, не считаем, что отказ от контрактов приобретет широкие масштабы: проекты Миракс Групп являются высококласными и оцениваются с премией, несмотря на рост конкуренции в районе делового центра Москва-Сити). Если спрос на рынке в ближайшие три-шесть месяцев будет присутствовать, Миракс Групп должна быть в состоянии удовлетворить его часть. Руководство компании признает, однако, что поступление денежных потоков через три-шесть месяцев становится заметно менее определенным. Миракс Групп вряд ли может рассчитывать на поддержку правительства Москвы (в общем объеме USD2 млрд), но, вероятно, сможет подать заявку на участие в программе рефинансирования внешнего долга через ВЭБ (в размере USD50 млрд).
- **График погашения долга.** Компании предстоит погасить обязательства на сумму USD100 млн до конца 2008 г. (в равных объемах в октябре и декабре) и USD380 млн в первом квартале 2009 г. (USD200 млн в феврале и USD180 млн в марте). По данным менеджмента, компания имеет свыше USD200 млн денежных средств на балансе, тогда как расходы на строительство в обычном режиме составляют не более USD120 млн в месяц.
- **Чистая стоимость активов положительна даже при коррекции рынка на 50%.** По нашим расчетам, даже если оценочная стоимость проектов снизится вдвое, структура капитала Миракс Групп должна остаться приемлемой – совокупный долг компании в размере USD870 млн не превысит 20-30% стоимости проектов. Портфель проектов компании является сбалансированным и достаточно зрелым. Собственные офисные площади Миракс Групп только в «Башне Федерация» (50 000 кв. м.) стоят около USD300-400 млн, не говоря о нереализованных площадях в других проектах. Таким образом, процент возврата средств для инвесторов в долговые обязательства в конце концов должен оказаться достаточно высоким, даже если события будут развиваться по неблагоприятному сценарию. Основной проблемой для Миракс Групп, как и всего сектора в целом, сейчас является конверсия этой будущей стоимости в денежные средства в настоящем. На наш взгляд, оптимальным выходом была бы продажа долей в отдельных проектах инвесторам, располагающим долгосрочной базой фондирования. Миракс Групп подтвердила, что в прошлом году вела переговоры с инвестиционным фондом Temasek (Сингапур), и мы полагаем, что сейчас стоит активизировать аналогичные усилия.
- **Оборотный капитал – источник негативных новостей.** Последний месяц Миракс Групп пересматривала условия расчетов с поставщиками, которые ранее получали оплату примерно за два месяца вперед (по данным отчетности за 2007 г. по US GAAP, объем предоплаты подрядчикам составил USD185 млн). При ослаблении спроса на недвижимость сектор строительных услуг из рынка продавца, вероятно, превратится в рынок покупателя, и в настоящее время Миракс Групп добивается от подрядчиков отсрочки платежей и прекратила сотрудничество с некоторыми из них. Насколько мы понимаем, причиной появления негативных сообщений в прессе стали возникшие в связи с этим споры.

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

123317, Москва

Краснопресненская набережная, 18

Тел.: + 7 (495) 258 7777

Факс: + 7 (495) 258 7778

www.rencap.com

Аналитическое управление

Руководитель аналитического управления

Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Рынок акций – Россия

Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Начальник отдела анализа акций

Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

Рынок акций – Украина

Уилфред Уиллвонг
+ 38 (044) 492 7394
WWillwong@rencap.com

Начальник отдела анализа долговых обязательств

Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoisseev@rencap.com

Рынок акций – Средняя Азия

Гайрат Салимов
+ 7 (727) 244 1581
GSalimov@rencap.com

Стратегия на рынке акций

+ 7 (495) 258 7916
Дэвид Азеркофф
DAserkoff@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян
Искандер Абдуллаев

Банковский сектор

+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Светлана Ковальская
Кристина Лядская

Металлургия

+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Андрей Крупник
Борис Красноженов

Нефть и газ

+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская
Анна Гальцова

Потребительский сектор

+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Иван Николаев
Виктор Дима
Ульяна Типсина

Сектор недвижимости

+ 7 (495) 258 7770 x4959
Алексей Языков
AYazykov@rencap.com
Александр Венгранович

Телекоммуникации

+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким
Тибор Бокор
Дэвид Фергусон

Транспорт и автомобилестроение

+ 7 (495) 258 7777
Пол Роджер
PRoger@rencap.com
Ольга Ареева

Химия и машиностроение

+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com
Ринат Кирдань

Электроэнергетика

+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Вадим Борохов
Владимир Склря

Экономика и политика

+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofeeva@rencap.com
Елена Шарипова
Алексей Алехин
Михаил Матыцин

Украинский рынок акций, стратегия

+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Сергей Петренко
Константин Головки
Александр Хоролец

Рынок акций Средней Азии, стратегия

+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе
Милена Иванова
Бектас Мукажанов

Редакционно-издательский отдел, выпуск на русском языке

+ 7 (495) 258 7764
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун
Анна Богданова

Рынок долговых обязательств, стратегия

+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoisseev@rencap.com
Николай Подгузов
Валентина Крылова
Анастасия Головач
Татьяна Санникова
Олеся Черданцева
Мария Рахмеева
Милана Романенко

Кредитный анализ

+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Яков Яковлев
Сергей Фурса

Административная поддержка

+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Елена Ломкина

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке

+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди