

O1 Properties(-/B+/-): первичное предложение.



Промсвязьбанк

Долговые и денежные рынки | Специальный обзор

6 августа 2013 г.

*Паламарчук Вадим
palamarchukva@psbank.ru*

*«O1 Пропертиз Финанс»
планирует разместить
дебютный выпуск
облигаций..*

*...где кипрская «O1
Properties», де юре не
аффилированная,
выступает поручителем*

*Цель выпуска –
рефинансирование долга,
что соответствует
стратегии компании по
скупке активов офисной
недвижимости за счет
привлечения долга*

O1 Properties проводит размещение своего дебютного выпуска облигаций объемом 6 млрд рублей. Благодаря крупному портфелю проектов офисной московской недвижимости компания способна сама покрывать все выплаты до 2017 года, однако баланс притока/оттока денежных средств довольно хрупкий. При этом сформировалась довольно высокая долговая нагрузка. На наш взгляд, интерес может представлять доходность ближе к верхней границе диапазона в 12,89% годовых к 3-летней оферте.

«O1 Пропертиз Финанс» открыла книгу заявок на дебютный выпуск облигаций 1-й серии объемом 6 млрд рублей со сроком обращения 5 лет и офертой через 3 года. Дата размещения назначена на 8 августа 2013 г. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 12–12,50% годовых (доходность к оферте 12,36–12,89%).

Стоит начать со структуры облигационного займа. Так, долг берет на себя не сама группа «O1 Properties» («O1 Properties Limited»), владеющая недвижимостью и зарегистрированная на Кипре, а де юре не аффилированная с ней SPV ЗАО «O1 Пропертиз Финанс». «O1 Properties Limited», в свою очередь, выступает поручителем. Отметим, что единственным контролирующим акционером «O1 Properties Limited» является Борис Минц, владеющий 98,93% капитала. При этом единственным контролирующим акционером «O1 Пропертиз Финанс» выступает отдельное физ. лицо.

Также стоит отметить, что S&P присвоило рейтинг уровня B+ и самой группе «O1 Properties Limited», и выпуску O1 Пропертиз Финанс- 01, по которому «O1 Properties Limited» выступила поручителем. Выпуск соответствует всем требованиям для включения в ломбардный список ЦБ.

Большая часть средств от размещения облигаций пойдет на погашение части долга, истекающего в 2015 г. (127 млн долл. из 182 млн долл. всего в 2015 году). Судя по финансовому профилю компании, а также по ретроспективе последних сделок, стратегия «O1 Properties» в последние годы заключалась в агрессивном наращивании портфеля за счет покупок объектов офисной недвижимости в Москве, при этом финансируемых в основном за счет заемных средств (более чем на половину), предоставленных крупными банками. При этом все здания, купленные с привлечением долга, заложены по соответствующим кредитам.

На данный момент, как видно из Таблицы 1 на стр.2, основу портфеля составляют 10 бизнес-центров в пределах ТТК, при этом с середины 2013 г. уже все проекты начали генерировать денежные потоки, включая приобретенные в последние 12 месяцев бизнес-центры класса «А»: «Серебряный город», «Дукат III» и «Белая Площадь». Доля проектов девелопмента в портфеле не слишком значительна (около 3% от стоимости портфеля).

Таблица 1. Список основных активов O1 Properties

Список активов, приносящих доход	Стоимость объектов, млн долл.	Чистая арендуемая площадь (NRA), тыс. кв. м.	WAULT*	Уровень заполненности арендных помещений	Класс офиса
БЦ Белая Площадь	1 002	76 542	6.2	99%	A
БЦ Вивальди Плаза	423	48 051	6.9	100%	A
БЦ Дукач III	380	33 333	2.8	98%	A
БЦ Кругозор	359	50 951	3.6	100%	A
БЦ Серебряный город	361	41 766	3.0	98%	A
БЦ Лесная Плаза	280	39 710	4.5	91%	A
БЦ Фабрика Станиславски	256	34 345	3.0	100%	A
БЦ Лайтхаус	237	27 405	6.9	93%	A
БЦ Авион	107	18 429	0.9	100%	B+
БЦ ЛеФОРТ	261	56 169	3.4	100%	B+
	3 665	426 701			

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка
* - Средневзвешенный срок текущих договоров аренды, в годах

Финансовая отчетность слабо репрезентативна в силу активного расширения портфеля

По нашим расчетам, с учетом данных компании, суммарно объекты будут генерировать со 2 п. 2013 г. аннуализированный NOI (net operating income – чистый операционный доход) на уровне 340 млн долл., что можно будет увидеть в данных отчетности только за 2014 г., так как NOI некоторых активов будет лишь частично отражен в МСФО за 2013 г.

На наш взгляд, компания в состоянии генерировать стабильный денежный поток, учитывая следующие факты:

- Доля заканчивающихся договоров аренды составляет в среднем 10% ежегодно в 2013-2016 гг.
- Средневзвешенный срок текущих договоров аренды (WAULT) составляет 4,3 года.
- Топ-10 клиентов арендуют 33% площадей.
- Компания сдает в аренду 10 офисов общей площадью 426 тыс. кв.м (8-класса «А», 2 – класса «В+»), преимущественно в пределах ТТК.
- Уровень заполненности арендных помещений составляет в среднем 98%.

Мы ожидаем стабильный спрос и низкие темпы роста арендных ставок.

Согласно отчету Jones Lang LaSalle «Рынок офисных площадей Москвы – 2 кв. 2013 г.», базовые ставки на офисы класса «А» в 1 п. 2013 г. составили 850 долл./кв.м (в год), то есть столько же, сколько и в 2012 г. При этом максимальная ставка по классу «А» составила 1150 долл./кв.м (в год), также сохранив значение 2012 г. Отметим, что до уровней 2007 г. еще далеко: например, максимальная и базовая ставки на класс «А» тогда составляли более 2500 и 1700 долл./кв. м (в год), соответственно.

Jones Lang LaSalle прогнозирует ставки на 2 п. 2013 г. на том же уровне. Отмечается также, что во 2 кв. доля свободных офисных площадей класса «А» составила 17,9% против 20% в 2010 г. и 27% в 2009 г. При этом в 2007 г. данное значение было ниже 10%, что, на наш взгляд, соответствует постепенно растущему спросу. Jones Lang LaSalle ожидает в долгосрочной перспективе незначительного роста арендных ставок в ЦДР (центральный деловой район) вследствие ограниченного объема предложения и стабильного спроса.

В наших консервативных расчетах мы предполагали 6% ежегодный рост арендных ставок «O1 Properties» до 2017 года, и, соответственно, 6% рост EBITDA, не делая ставку на сильную отдачу от девелоперских проектов.

Долговая нагрузка находится на довольно высоком уровне

Общий долг на середину 2013 г. составляет 2,385 млн долларов. Расчет произведен как общий долга в 1,684 млн долл. по отчетности МСФО за 2012 г. плюс привлеченный кредит на покупку БЦ «Белая Площадь» размером 700 млн долл. Соответственно, показатель текущий чистый долг/аннуализированная EBITDA составляет 7,4X, что отражает достаточно высокую долговую нагрузку. Для сравнения, следует отметить, что долговая нагрузка у торгующихся ближайших аналогов LSR и ЛенСпецСМУ (строительный сектор) показатель чистый долг/EBITDA по отчетности МСФО за 2012 г. составляет 2,65X и 1,6X, соответственно.

Таблица 2. Долговая нагрузка O1 Properties vs Аналоги

	O1 Properties	Строительство		Девелопмент	
		ЛСР* (МСФО '12)	ЛенСпецСМУ* (МСФО '12)	AFI (МСФО '12)	Raven Russia (МСФО '12)
EBITDA	313	441	204	61.5**	114
Общий долг	2 385	1 300	485	572	767
Чистый долг	2 330	1 169	324	394	575
Капитал	1 077	1 862	755	1 627	689
Чистый долг/EBITDA	7.4	2.7	1.6	6.4	6.4
Долг/Капитал	2.21	0.70	0.64	0.35	1.11

** Скорректировано - без учета потерь от переоценки недвижимости и обесценения материалов
 * - использовался курс доллара на 31.12.2012 (1USD = 30,3727руб) для балансовых показателей, и ср.знач за 2012 год (1USD = 31,074руб) для показателя EBITDA
 По O1 Properties была использована аннуализированная 2П2013 EBITDA

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Инвесторов в первую очередь интересует 3-летний временной горизонт до оферты в 2016 году. Соответственно, если согласиться с предпосылкой о стабильности операционных денежных потоков «O1 Properties», то **главным вопросом остается степень достаточности операционного денежного потока для обслуживания долга и его погашения.** На Графике 1 ниже видно, что ближайший пик платежей придется на 2017 год – после погашения долга по облигациям, что является положительным моментом. Однако стоит отметить и то, что **баланс притока/оттока денежных средств довольно хрупкий и может быть легко нарушен.** Так, при росте EBITDA на 6% в год компания получит в 2013-2016 гг. 57 млн долл. после выплат по всем долгам, включая облигации. Также пока остаются денежные средства в 50 млн долл. на балансе.

График 1. EBITDA перекрывает выплаты в 13-14 гг, но не в 15-16 гг.



Источники: данные компании, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Таким образом, при изменении стратегии в сторону наращивания долга или при изменении темпа роста EBITDA, волатильность денежных потоков может быть довольно существенной. Также стоит отметить, что компания не раз объявляла о своих планах по организации IPO. Как известно, такие намерения уже были в 2012 г., однако позднее компания отказалась от таких планов, сославшись на плохую конъюнктуру. По последним данным, компания все же не оставляет шансов разместиться и пока планирует IPO на 2014 г. Цель IPO, на наш взгляд, очевидна: привлечение нескольких сотен млн долларов для погашения долгов в 2017 г. с сохранением контроля над компанией. Соответственно, «O1 Properties» постарается разместить порядка 40% капитала и привлечь в идеале 400-600 млн долл. Соответственно, инвесторы будут очень внимательно следить за действиями компании и за тем, как она справляется с привлечением денежных средств.

Стремясь учесть все риски, стоит в первую очередь обратить внимание на следующие из них:

- Долг на себя берет не сама Группа «O1 Properties», а формально не аффилированная с ней «O1 Пропертиз Финанс».
- «O1 Properties» выступает лишь поручителем, при этом поручитель зарегистрирован на Кипре, что, безусловно, не добавляет доверия.
- Высокая долговая нагрузка, при которой чистый долг/аннуализированная EBITDA составляет 7,4X.
- Компания закрывает все свои платежи до 2016 г., но свободных средств остается не очень много. А значит, любые рискованные и неверные действия могут нарушить хрупкий баланс оттока/притока денежных средств. **В этом мы видим основной риск.**
- В 2017 г. предстоят значительные выплаты, которые потребуют дополнительных средств. Есть риск, что это может отразиться на финансах компании уже в 2016 г.
- Компанию кредитуют крупнейшие банки, но в то же время, получая в залог недвижимость, банк тем самым нивелирует **риск надежности заемщика, который остается очень важным для инвесторов в облигации.**

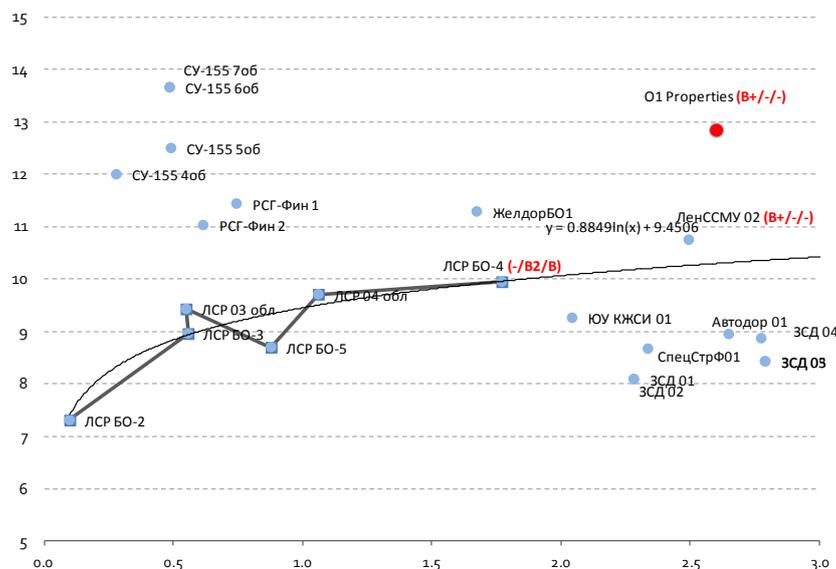
Позиционированию выпуска «O1 Пропертиз Финанс-01» (оферта через 3 года, дюрация 2,6 лет, индикативная доходность 12,4%-12,9%) препятствует отсутствие прямых аналогов, так как такие торгуемые компании как LSR и ЛенСпецСМУ с выпусками ЛСР-БО4 (дюрация-1,8 лет; доходность к погашению 10% годовых) и ЛенССМУ-02 (дюрация-2,5 лет; доходность к погашению 10,8% годовых) занимаются в основном строительством, в то время как «O1 Properties» держит в портфеле исключительно готовые и уже эксплуатируемые объекты офисной московской недвижимости класса «А» и «В+», не имея рисков строительства и практически не имея девелоперских рисков. Кроме того, данные выпуски низколиквидны. Тем не менее, если сравнивать выпуск «O1 Properties» с данными аналогами, то можно видеть, что премия к кривой LSR составляет 259 б.п. и порядка 209 б.п. к наиболее близкому по дюрации выпуску ЛенССМУ-02 (предполагая верхнюю границу индикатива доходности в 12,89% годовых по выпуску «O1 Пропертиз Финанс-01»). На наш взгляд, премия формируется за счет факта первичного размещения, а также специфических рисков, присущих «O1 Properties», один из которых – высокая долговая

На наш взгляд, выпуск представляет наибольший интерес с купоном в 12,5% и доходностью в 12,89%

нагрузка. Например, у LSR соотношение чистый Долг/ЕБИТДА составлял 2,65X на конец 2012 г. по МСФО, а у группы Эталон (ЛенСпецСМУ) – 1,6X.

Исходя из всего вышесказанного, на наш взгляд, данный выпуск может представлять интерес при формировании доходности у верхней границы озвученного диапазона, а именно: 12,8-12,9%.

Карта доходности: Недвижимость, девелопмент, строительство



Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

ОАО «Промсвязьбанк»**Аналитический департамент**

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.8

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru><http://www.psbinvest.ru>**РУКОВОДСТВО**

Николай Кашеев	Директор департамента	KNI@psbank.ru	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	---------------	---------------

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	Руководитель направления	LoktyukhovEA@psbank.ru	доб. 77-47-61
Илья Фролов	Главный аналитик	FrolovIG@psbank.ru	доб. 77-47-06
Олег Шагов	Главный аналитик	Shagov@psbank.ru	доб. 77-47-34
Владимир Гусев	Ведущий аналитик	GusevVP@psbank.ru	доб. 77-47-83
Екатерина Крылова	Ведущий аналитик	KrylovaEA@psbank.ru	доб. 77-67-31

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев	Руководитель направления	GolubevIA@psbank.ru	доб. 77-47-29
Елена Федоткова	Главный аналитик	FedotkovaEV@psbank.ru	доб. 77-47-16
Алексей Егоров	Ведущий аналитик	EgorovAV@psbank.ru	доб. 77-47-48
Вадим Паламарчук	Ведущий аналитик	PalamarchukVA@psbank.ru	доб. 77-47-81
Александр Полютов	Ведущий аналитик	PolyutovAV@psbank.ru	доб. 77-67-54

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.