

Сенатор

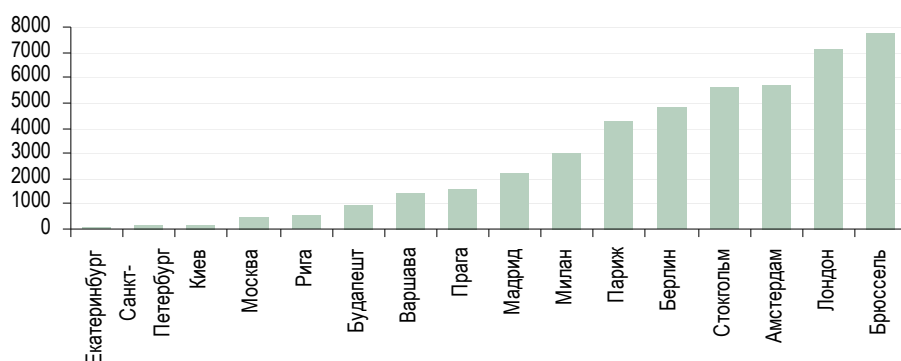
Девелопер с хорошим денежным потоком

- **Один из крупнейших операторов офисов в Санкт-Петербурге.** Компания Сенатор контролирует 18% петербургского рынка офисов класса А и В+. В ее портфеле 10 функционирующих бизнес-центров общей площадью более 97 тыс. кв. м, консервативная оценка стоимости которых превышает USD450 млн.
- **Справедливая ставка купона по облигациям: около 15%.** Высокая эффективность текущих операций и инвестиционной деятельности компании не вызывают у нас вопросов. Однако из-за рисков финансирования строительства, связанных сторон и управленческой отчетности группы облигации Сенатора должны предоставлять премию к аналогам.
- **Особенности портфеля.** Действующие бизнес-центры компании – реконструированные промышленные объекты, расположенные в центре города на собственных участках. 95% строящихся площадей – новые очереди уже существующих бизнес-центров. Это уменьшает удельные затраты на девелопмент и ограничивает коммерческие риски реализуемых проектов.
- **Хороший денежный поток.** По российским меркам Сенатор – скорее компания по управлению работающей недвижимостью, чем девелопер. Площадь строящихся объектов превышает площадь работающих всего на 50%. При рентабельности аренды около 70% это снижает потребность в заемном финансировании и хорошо помогает оплачивать его стоимость.
- **Невысокая долговая нагрузка.** Долг Сенатора по итогам 2007 г. представляется довольно консервативным как при сравнении с рыночной стоимостью его работающих офисов (всего 10%), так и при сопоставлении с EBITDA до переоценки портфеля (1.8). Хотя в этом году финансовый рычаг компании будет расти, мы полагаем, что ее уровень долга может остаться сравнительно невысоким для непубличного девелопера.
- **Простая юридическая структура.** Как холдинг группа не оформлена, но компании-владельцы всех офисных центров напрямую и полностью принадлежат единственному акционеру – А.Н. Фоменко.
- **Связанные стороны: «плюс» или «минус»?** Сенатор – не единственный бизнес акционера. Его группа Империя занималась сделками по слияниям и поглощениям и торговлей активами на петербургском рынке недвижимости. Сенатор не до конца обособлен от Империи как по структуре управления, так и по денежным потокам. С другой стороны, в рамках Империи акционер приобрел несколько непрофильных активов, которые потенциально создают дополнительную поддержку для кредиторов Сенатора.
- **Риски финансирования строительства и управленческой отчетности.** Из-за особенностей финансирования новых проектов отчетность основных юридических лиц Сенатора по РСБУ позволяет лишь частично восстановить уровни прибыли, отраженные в данных менеджмента. Вместе с риском связанных сторон, это обстоятельство «девальвирует» кредитные преимущества компании, изложенные выше.

Рынок офисной недвижимости Санкт-Петербурга

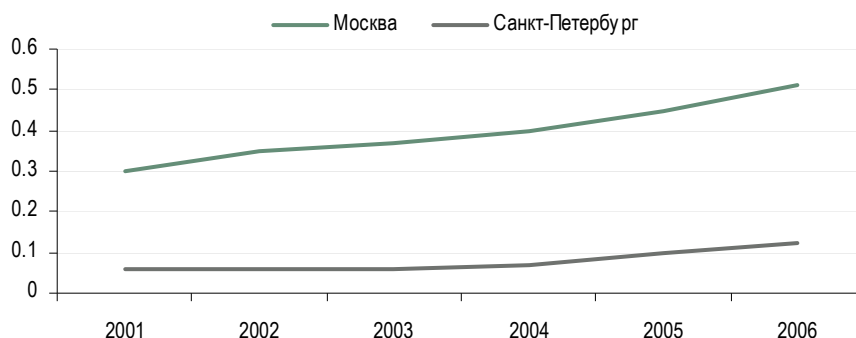
Санкт-петербургский рынок офисной недвижимости отличается существенно более низким уровнем предложения качественных площадей как по сравнению со столицами других стран, так и по сравнению с Москвой (рис. 1). Для Санкт-Петербурга характерны более низкая точка старта и более медленный рост. Из-за эффекта низкой базы даже при заметном увеличении общего предложения – на 42% в 2007 г. – абсолютные показатели обеспеченности качественными офисными площадями остаются невысокими.

Рисунок 1. Предложение качественных офисных площадей (класс А и В) на 1000 жителей, кв. м, середина 2007 г.



Источники: Cushman & Wakefield, оценка Ренессанс Капитала

Рисунок 2. Предложение качественных офисных площадей на одного жителя, кв. м



Источники: Cushman & Wakefield, оценка Ренессанс Капитала

Кроме низкого абсолютного уровня предложения качественных площадей, рынок офисов в северной столице имеет следующие особенности:

- **География городской застройки.** Из-за исторических особенностей застройки Санкт-Петербурга существенная часть центральных районов города занята старыми промышленными предприятиями, созданными в основном до 1917 г. Текущее состояние и перспективы большинства таких предприятий не оправдывают их расположения в центральной части города. Постепенно они переводятся на окраины или за пределы городской черты либо просто перестают существовать. Количество свободных участков земли, удачно расположенных и позволяющих вести новое офисное строительство, в Петербурге очень ограничено, в том числе из-за регулярного плана городской застройки (которая практически не оставляет «пустых пятен»). По сравнению с Москвой, редевелопмент старой промышленной недвижимости в Петербурге – значительно более важный сегмент офисного бизнеса по отношению к новому строительству. С практической точки зрения, в случае редевелопмента гораздо проще подключить объект к коммунальным сетям (которые уже подведены и работают) или найти место для парковки (например, во дворе между бывшими заводскими корпусами). Кроме того, определенная часть несущих конструкций основного здания также может быть задействована повторно.

- **«Нормальный» рынок земли.** В отличие от Москвы, большая часть земельных участков в Санкт-Петербурге приватизирована и находится в частной собственности. Для реализации проектов девелоперам не требуется заключать инвестиционные контракты с городскими властями, и степень обремененности проектов различными типами социальной нагрузки ниже, чем в Москве. Право частной собственности на землю позволяет реализовывать относительно крупные проекты в несколько этапов или дополнять существующие объекты новыми очередями, поскольку число бюрократических барьеров и удельные капитальные расходы для такой «уплотнительной» застройки гораздо ниже, чем для реализации отдельного крупного проекта.
- **Структурная миграция арендаторов.** Конечно, из-за различной концентрации крупного бизнеса потребности в качественных офисных площадях на душу населения в Петербурге заметно ниже, чем в Москве. Мы не разделяем оптимизма некоторых наблюдателей, которые ожидают массового «переезда» крупного бизнеса в Санкт-Петербург – смена юридического адреса никак не связана с возникновением новых потребностей в офисных площадях. Однако в северной столице небольшие арендаторы очень часто снимают помещения в бывших административных, заводских, складских или жилых зданиях, которые по современной классификации не могут быть отнесены даже к классу С. Это занижает оценку общего объема рынка аренды, даже несмотря на более мягкие условия классификации офисов в Петербурге по сравнению с Москвой. Поглощению вводимых качественных площадей такими арендаторами способствует сокращающаяся разница в стоимости аренды некачественной и качественной недвижимости. Спрос со стороны этих арендаторов, отражающий их миграцию в помещения более высокого класса (например, класса В), еще довольно будет обуславливать рост показателя подушевой обеспеченности качественными офисными площадями.
- **Высокая фрагментация рынка.** В Санкт-Петербурге сравнительно мало крупных операторов офисного рынка, практически нет действительно больших комплексов и средний размер арендатора остается гораздо меньшим, чем в Москве. Два ведущих игрока на рынке – Сенатор и Теорема – обеспечивают каждый чуть менее 20% предложения недвижимости. В течение 2007 г. не было введено в эксплуатацию ни одного комплекса общей площадью более 25 тыс. кв. м. По оценкам компании Knight Frank, наибольшим спросом по-прежнему пользуются сравнительно небольшие помещения – до 400 кв. м. Количество сделок с площадью выше 1000 кв. м растет, но все еще остается сравнительно невысоким. Knight Frank перечисляет только пять сделок с площадью выше 2000 кв. м, заключенных в течение 2007 г.
- **Ценовые стандарты.** Ставки аренды, публикуемые владельцами офисной недвижимости Петербурга, в отличие от Москвы, чаще всего включают в себя операционные расходы. Для крупнейших арендаторов такие расходы могут выделяться и корректироваться с учетом реального расхода электроэнергии и воды (путем установки отдельных счетчиков).

Таблица 1. Основные показатели рынка офисной недвижимости Санкт-Петербурга по итогам 2007 г.

	Всего	Класс А	Класс В
Общий объем предложения, тыс. кв. м	787.5	101.5	686.0
Структура предложения	100%	13%	87%
Введено в эксплуатацию в 2007 г., тыс. кв. м	234.5	46.5	188
Структура ввода в 2007 г.	100%	20%	80%
Доля вакантных площадей на конец года	–	6.1%	6.2%
Доля вакантных площадей в течение года	–	4.6%	3.3%
Базовые арендные ставки без НДС	–	550-960	245-730
Ставки операционных расходов, USD/кв. м в год	–	80-135	50-95

Источник: Knight Frank

Данные Knight Frank, приведенные в табл. 1, показывают, что на конец 2007 г. доля вакантных площадей была выше, чем в среднем за период. Мы связываем это не с постепенным насыщением рынка, а с концентрацией

ввода новых объектов в четвертом квартале 2007 г. В Петербурге, в отличие от Москвы, практика заключения арендных соглашений до сдачи объекта в эксплуатацию пока развита относительно слабо, в том числе из-за низкой средней площади сделки и неготовности арендаторов вносить предоплату перед тем, как объект вводится в эксплуатацию, из-за сложностей в вычете соответствующих расходов из налогооблагаемой базы. Тем не менее, в последнее время практика заключения предварительных договоров набирает популярность. По многим объектам, особенно классов А и В+, потенциальные крупные арендаторы сообщают девелоперам о своем интересе и договариваются об условиях еще на стадии строительства. Это значительно снижает коммерческие риски нового объекта, хотя и не гарантирует полного заполнения бизнес-центра после открытия.

Портфель офисных центров Сенатора

В портфеле действующей недвижимости группы сейчас находится 10 офисных центров классов А и В общей площадью более 97 тыс. кв. м и полезной (сдаваемой) площадью свыше 70 тыс. кв. м. Все объекты расположены в центральной части Петербурга с хорошей по меркам города транспортной доступностью, что выгодно отличает компанию от конкурентов. Все объекты – это бывшие постройки промышленного или бытового назначения (среди них, например, выведенный из центра города завод пневматического оборудования, две бывших фабрики музыкальных инструментов и бани), где компания провела комплексный редевелопмент.

Таблица 2. Основные характеристики портфеля работающей недвижимости Сенатора

Бизнес-центр	Ввод в эксплуатацию	Общая площадь, кв. м	Полезная площадь, кв. м	Сданная площадь, кв. м	Уровень вакантности, %
2-я Советская ул., 7	2001	6585	4970	4970	0%
Большой пр. В.О., 80 (1 и 2 очереди)	2003	7200	4284	3613	16%
Кропоткина ул., 1 (1 очередь)	2004	5999	4937	4739	4%
Чапаева ул., 15 (1 и 2 очереди)	2005	14122	11158	10923	2%
7-я линия В.О., 76	2005	14190	10359	10359	0%
6-я Красноармейская ул., 7	2005	8832	5720	5720	0%
Проф. Попова ул., 37 (1 и 2 очереди)	2006	5115	4716	4716	0%
Чайковского ул., 1	2006	8887	3333	2903	13%
Садовая ул., 10	2006	2569	2383	2383	0%
18-я линия В.О., 31 (1 очередь)	2007	23027	18572	11265	39%

Источник: данные компании

Поскольку Сенатор – один из двух крупнейших операторов офисной недвижимости Санкт-Петербурга, в его бизнесе отчетливо проявляются все черты, свойственные всему рынку:

- **Диверсифицированная структура арендаторов.** Самым крупным клиентом Сенатора по сданной площади является Райффайзенбанк, который полностью арендует бизнес-центр на ул. Садовой, 10 (арендованная площадь – около 2 400 кв. м). Контракт Райффайзенбанка заключен на 5 лет по ставке около USD73/кв. м в месяц, что соответствует примерно USD880/кв. м в год. Другие крупные клиенты – Банк Русский Стандарт, РОСНО, МТС, Ингосстрах, BSGV, ХКФ Банк, Гедеон Рихтер, Тинькофф, Sharp, НОВАТЭК. Общее количество арендаторов сети – более 300.
- **Небольшая средняя площадь, занимаемая одним клиентом.** За исключением крупных арендаторов, основная масса клиентов Сенатора (по численности) арендует площади размером от 15 кв. м до 40 кв. м. Такое распределение снижает риски, связанные с потерей отдельных крупных клиентов, и приближает динамику выручки Сенатора к среднерыночной – контракты с мелкими клиентами заключаются на краткосрочной основе, а цены в них часто пересматриваются.
- **Интегрированная модель бизнеса.** Компании группы Сенатор сами владеют и управляют работающей недвижимостью, сами занимаются ее обслуживанием и сами выступают генеральными подрядчиками и заказчиками по новым проектам или новым очередям существующих объектов. Кроме того, Сенатор через свою дочернюю структуру предоставляет арендаторам услуги телефонии и доступа в Интернет, а также клининга и охраны.

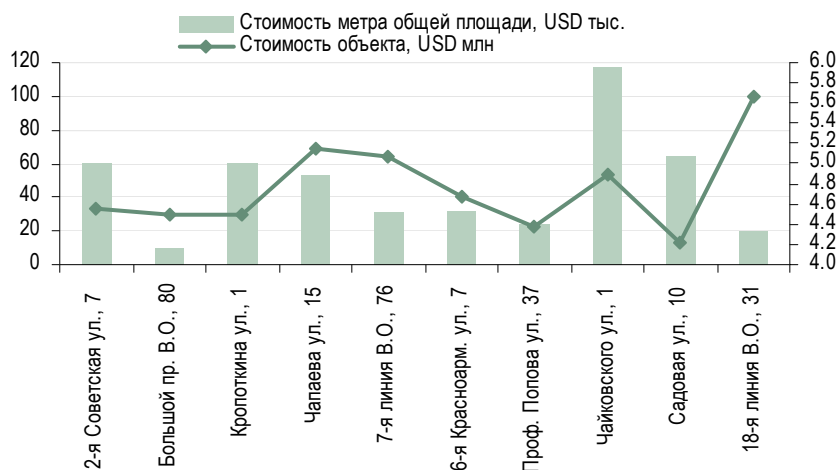
По оценкам менеджмента группы, на сегодняшний день устойчивый средний уровень вакантности бизнес-центров Сенатора – около 5%. Более высокие показатели по незанятым площадям отдельных центров связаны или с тем, что они были открыты сравнительно недавно (18-я линия Васильевского острова), или с переселением крупных арендаторов из одного объекта в другой (собственные офисы Сенатора раньше располагались в комплексе на Большом проспекте Васильевского острова).

Оценка портфеля недвижимости

Сенатор – не публичная компания, поэтому независимую оценку своего портфеля проводит нерегулярно и в основном в тех случаях, когда рассматривается возможность привлечения банковского кредитования. Мы используем результаты оценки портфеля, проводившейся в 2007 г. компанией Аверс – одним из наиболее заметных отечественных оценщиков, работающих в Санкт-Петербурге. Мы располагаем краткими заключениями компании Аверс по всем объектам, кроме одного (ул. Проф. Попова, 37), по которому менеджмент предоставил нам письмо компании Colliers с предварительной оценкой его стоимости. Руководство компании ожидает получения окончательной оценки этого объекта и всех остальных центров от Colliers к середине этого года. Оценки компании Аверс датированы разными датами в период от мая 2007 г. до февраля 2008 г., однако большая их часть достаточно актуальна.

Исходя из этой информации, мы считаем консервативной оценку рыночной стоимости работающих объектов недвижимости на уровне USD454 млн. Этот показатель соответствует сумме оценок каждого объекта по нижней границе диапазона стоимости, указанного оценщиком. Менеджмент ориентируется на собственную обновленную оценку стоимости работающего портфеля на более высоком уровне USD590 млн. При принятии инвестиционных решений руководство компании считает привлекательными работающие объекты со ставками доходности 10% и выше. Насколько мы понимаем, менеджмент придерживается таких же ставок доходности в своих оценках стоимости объектов.

Рисунок 3. Оценка портфеля недвижимости Сенатора по объектам



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

В этих показателях мы не учитываем стоимость будущих очередей работающих комплексов и новых проектов (общей площадью более 154 тыс. кв. м и оценочной стоимостью, по данным менеджмента, свыше USD200 млн). Мы также не учитываем семь небольших объектов розничной торговли, которые расположены на улицах с хорошим покупательским трафиком и сдаются ритейлерам (Невский, Литейный, Каменноостровский и Вознесенский проспекты; общая площадь 2 200 кв. м). Этот бизнес не рассматривается группой как основной, но, тем не менее, представляет собой базу привлекательных активов стоимостью около USD25млн, которая также может быть использована для погашения долга компании.

Новые проекты

Из шести новых проектов, реализуемых Сенатором в настоящее время, пять – новые очереди уже работающих офисных комплексов (18-я линия Васильевского острова, ул. Проф. Попова, Большой проспект Васильевского острова, ул. Кропоткина, ул. Чапаева). Застройщиками новых очередей уже существующих объектов являются те же юридические лица, которым принадлежат функционирующие (первые) очереди этих комплексов. Поручители по облигационному займу являются собственниками и застройщиками двух из трех наиболее крупных перспективных проектов суммарной общей площадью 81 тыс. кв. м.

Юридическая структура Сенатора

Корпоративная структура группы проста, но пока не оформлена в какой-либо холдинг. А.Н. Фоменко, единственному акционеру Сенатора, напрямую (без каких-либо промежуточных звеньев) принадлежит 100% долей или акций во всех юридических лицах – собственниках недвижимости. Управляющая компания группы ООО «УК Сенатор» – эмитент облигационного займа – принадлежит трем таким компаниям. ООО «Невский берег», генеральный подрядчик и заказчик по новым проектам группы, и шесть обществ с ограниченной ответственностью, которым принадлежат объекты ритейла, также находятся в полной и прямой собственности акционера. Тот факт, что большинству владельческих компаний принадлежит более чем один объект, мы связываем отчасти с историческими причинами, отчасти с отсутствием намерения продавать работающие объекты, а кроме того – со стремлением получить компенсацию уплаченного НДС через сохранение входящего НДС по строящимся объектам как можно быстрее и полнее, не дожидаясь начала работы центра, а также отнести часть капитальных расходов по строительству на себестоимость.

Все договоры аренды заключаются арендаторами с соответствующими собственниками объектов. ООО «УК Сенатор» предоставляет им посреднические услуги при аренде недвижимости. Поручителями по облигационному займу выступают ОАО «ФХК "Империя"» и ЗАО «Н.Ф.Г.». Данные о распределении собственности между различными юридическими лицами приведены в табл. 3.

Таблица 3. Структура владения работающими объектами и реализуемыми проектами Сенатора на начало 2008 г.

Юридическое лицо	Объекты в собственности	Оценка действ. объектов, USD млн	Наличие финансовых обременений	Реализуемые проекты, в которых данные юрлица являются застройщиками
ОАО «ФХК "Империя"»	Кропоткина ул., 1 (1 очередь)	30	в залоге	2 очередь общей площадью 9 тыс. кв. м, ввод в экспл. в 2009 г.
	18-я линия В.О., 31 (1 очередь)	100	в залоге	2 и 3 очереди общей площадью 46 тыс. кв. м, ввод в экспл. в 2008–2009 гг.
ЗАО «Н.Ф.Г.»	Чапаева ул., 15 (1 и 2 очереди)	69	в залоге	3 очередь общей площадью 35 тыс. кв. м, ввод в экспл. в 2010 г.
	7-я линия В.О., 76	64	нет	–
	Чайковского ул., 1	53	в залоге	–
ООО «М-Стиль»	2-я Советская ул., 7	33	в залоге	–
	6-я Красноармейская ул., 7	40	в залоге	–
ЗАО «СПБОФ»	Большой пр. В.О, 80 (1 и 2 очереди)	30	нет	3 очередь общей площадью 8 тыс. кв. м, ввод в экспл. в 2009 г.
ООО «Лига»	Проф. Попова ул., 37 (1 и 2 очереди)	22.5	в залоге	3 и 4 очереди общей площадью 48 тыс. кв. м, ввод в экспл. в 2009–2010 гг.
ООО «Бизнес-Комплект»	Садовая ул., 10	13	нет	–

Источник: данные компании

Рентабельность текущего бизнеса

Сенатор пока не подготовил аудированную консолидированную отчетность. По итогам 2006 г. компанией Бейкер Тилли Русаудит была составлена неаудированная компиляция отчетности группы в соответствии с принципами МСФО преимущественно по тому же периметру консолидации, который сейчас используется для подготовки аудированной отчетности (единственное исключение – в периметр консолидации 2006 г. не вошла управляющая компания ООО «УК Сенатор», которая рассматривалась как неконсолидируемая, но связанная сторона). Основные показатели 2006 г. по этой отчетности представлены ниже.

Таблица 4. Операционные показатели Сенатора по компилированной отчетности за 2005-2006 гг.,

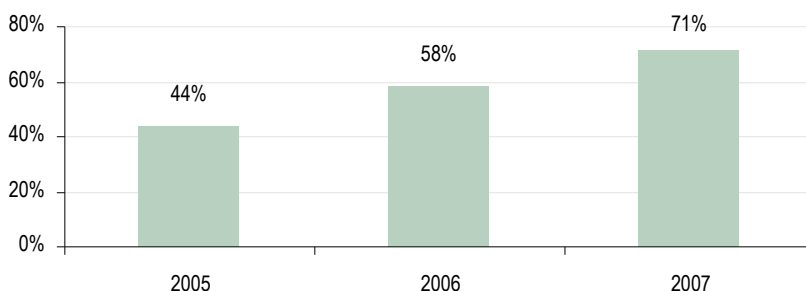
Млн руб.	2006	2005
Выручка	434.5	233.6
Операционная прибыль (без переоценки)	235.3	100.9
EBITDA	251.7	102.4
Рентабельность EBITDA	58%	44%

Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

В нашем распоряжении имеется консолидированная управленческая отчетность группы по итогам 2007 г. Ее основная особенность – построение по принципу отчета о движении денежных средств, а не по начисленным расходам или доходам. Для целей оперативного управления такой подход к составлению отчетности вполне приемлем, особенно для непубличной компании, для которой движение оборотного капитала не является серьезной проблемой. У Сенатора не формируется практически никаких запасов по операционной деятельности. Исключением здесь является двухмесячный гарантийный депозит от «новых» арендаторов, который компания получает перед их «заселением» в бизнес-центр. В те отчетные периоды, когда имеет место значительный чистый приток новой клиентуры, эти доходы, очевидно, превышают размер выручки по сравнению с ее корректной оценкой на величину прироста полученных авансов. Фактическая оплата (получение средств) по остальным расходам (доходам) происходит довольно скоро после начисления. По текущим арендным платежам у Сенатора в каждый момент времени есть достаточно большая торговая дебиторская задолженность (более 120 млн руб. на конец 2006 г., например), однако отсрочка по таким расчетам не превышает один месяц.

Согласно управленческой отчетности, без коррекции на полученные авансы выручка группы в 2007 г. была несколько выше 1 млрд руб., более чем вдвое превысив уровень 2006 г. Операционная рентабельность текущего бизнеса (отношение чистого денежного потока от основной деятельности после налогов, но до процентных платежей к выручке) в 2007 г. достигло 66%. По оценкам менеджмента, рентабельность EBITDA за тот же период составляла 71%, увеличившись с уровней 2005-2006 гг. благодаря опережающему росту арендных ставок по сравнению с эксплуатационными расходами. Мы не исключаем, что после составления отчетности по МСФО и коррекции на уменьшение оборотного капитала (увеличение полученных авансов) показатель рентабельности может снизиться по сравнению с оценками менеджмента. Тем не менее, оценка рентабельности текущего бизнеса по корректно рассчитанной EBITDA на уровне 60% не кажется нам агрессивной.

Рисунок 4. Рентабельность текущего бизнеса компании по EBITDA (2007 г. – оценка)



Источники: данные компании, оценка Ренессанс Капитала

К сожалению, восстановить уровни рентабельности, отраженные в управленческих показателях, по данным официальной отчетности основных юридических лиц группы тяжело. Если ориентироваться на прибыль от продаж до амортизации как на аналог EBITDA, отчетность по РСБУ отражает гораздо более скромную – почти вдвое меньшую – рентабельность. Согласно разъяснениям менеджмента, различие в прибыльности по показателям управленческой отчетности и РСБУ связано с тем, как осуществляется и отражается финансирование строительных работ на новых объектах. Определенные строительные расходы в отчетности Сенатора по РСБУ списываются на себестоимость, тогда как по МСФО они были бы отражены как произведенные из чистой прибыли. Менеджмент ознакомил нас с фактической структурой финансирования инвестиционных затрат по основным юридическим лицам, из которой следует, что рентабельность по РСБУ действительно тем ниже, чем больше каждое юридическое лицо вовлечено в финансирование нового строительства.

Мы не проводили полный анализ обоснованности такого отнесения затрат, связанных со строительством, на себестоимость и, соответственно, не можем оценить риски, связанные с такой схемой финансирования и учетной политикой.

Долговая нагрузка

По итогам 2007 г. общая финансовая задолженность группы Сенатор перед банками составляла USD47 млн при лимите открытых линий в USD124 млн. Все кредиты Сенатора – обеспеченные; объектом залога может выступать как работающая недвижимость (в случае обычной ипотеки), так и создаваемый актив (в случае проектного финансирования). Мы ожидаем, что в 2008 г. Сенатор будет использовать проектное финансирование более активно, чем ранее. В частности, строительство второй и третьей очередей центра по 18-й линии Васильевского острова и третьей и четвертой очередей комплекса на ул. Проф. Попова, вероятно, будут профинансированы таким образом, несмотря на то, что застройщик по одному из указанных проектов также является поручителем по облигационному займу.

Хотя стоимость свободных от залогового обременения работающих центров Сенатора на текущий момент составляет всего USD107 млн (из которых только USD64 млн приходится на поручителей по облигационному займу), мы обращаем внимание на значительные размеры дисконтов по залоговому кредитованию. По данным менеджмента, ВТБ Северо-Запад, например, использует дисконт 40% к оценочной стоимости проекта при выставлении лимита на проектное финансирование. Таким образом, необеспеченные кредиторы компаний – получателей такого проектного финансирования, хотя и находятся в субординированном положении по отношению к банкам, могут рассчитывать на частичное удовлетворение своих требований при продаже актива из суммы превышения рыночной цены проекта над остатком суммы требований банков.

Таблица 5. Портфель банковского кредитования Сенатора на начало 2008 г.

Кредитор	Заемщик	Объем линии, USD	Выбрано, USD	Ставка	Срок	Обеспечение
ВТБ Северо-Запад	ЗАО «Н.Ф.Г.»	6.5 млн	7 млн	12.5%	12.07.2005 – 30.06.2009	последующий залог недвижимости ул. Кропоткина, 1
ВТБ Северо-Запад	ЗАО «Н.Ф.Г.»	3.5 млн		12.0%	09.02.2006 – 30.06.2009	
ВТБ Северо-Запад	ООО «Лига»	25 млн	6 млн	12.0%	15.05.2007 – 30.04.2013	залог недвижимости ул. Проф. Попова, 37
Сведбанк	ЗАО «Н.Ф.Г.»	26 млн	0	LIBOR (1 год) +5%	04.12.2007 – 04.12.2019	залог недвижимости ул. Чайковского, 1
Райффайзенбанк	ЗАО «Н.Ф.Г.»	20 млн	0	LIBOR (1 мес.) +7%	12.10.2007 – 12.10.2015	залог недвижимости ул. Чапаева, 15
Москоммерцбанк	ОАО «ФХК "Империя"»	20 млн	26 млн	13.5%	24.05.2006 – 23.05.2011	залог недвижимости 18-я линия В.О., 31
Москоммерцбанк	ОАО «ФХК "Империя"»	15 млн		13.0%	02.07.2007 – 01.07.2012	
Инвестсбербанк	ООО «М-Стиль»	8 млн	8 млн	12.0%	10.02.2007 – 11.02.2012	залог недвижимости 2-я Советская ул., 7
Итого		124 млн	47 млн			

Источник: данные компании

По результатам 2007 г. уровень долговой нагрузки группы выглядит довольно консервативным. По коэффициенту Долг/EBITDA (до переоценки портфеля) уровень финансового рычага компании составляет 1.8; соотношение долга и рыночной оценки портфеля недвижимости – чуть выше 10%. Оба показателя являются сильными при сравнении с компаниями-аналогами, учитывая длительные сроки погашения по большинству имеющихся кредитных линий и дополнительные запасы активов, не включенных в эту оценку (перспективные проекты и ритейл). Если на протяжении 2008 г. группа доведет использование кредитных линий до USD100 млн (что будет зависеть от динамики строительства, ведущегося за счет целевого проектного финансирования) и разместит облигационный заем на 1.5 млрд руб., наиболее вероятный сценарий, на наш взгляд – сохранение долговой нагрузки на разумных уровнях. Даже без учета капитализации процентов и льготных периодов по банковскому долгу мы ожидаем, что коэффициент покрытия процентных платежей за счет EBITDA останется заметно выше единицы.

Риски связанных сторон

Сенатор – не единственный бизнес А.Н. Фоменко. Принадлежащая ему группа Империя ранее занималась сделками по слияниям и поглощениям и торговлей активами, в первую очередь на рынке недвижимости Санкт-Петербурга и Ленинградской области. Бизнес связанных сторон, на наш взгляд, создает для кредиторов Сенатора как плюсы, так и минусы.

С одной стороны, полное и четкое обособление структуры управления и денежных потоков Сенатора и Империи – задача менеджмента на будущее; пока она находится в процессе решения. Пока кредиторы Сенатора должны учитывать все стандартные риски связанных сторон. С другой стороны, судя по отчету о внутригрупповых денежных потоках, в 2007 г. Сенатор был нетто-получателем финансирования от акционера и группы Империя, а не наоборот. Это кажется нам вполне логичным: в нашем распоряжении не было финансовых показателей группы Империя, но, учитывая специфику ее бизнеса, нам не кажется вероятным существование большой долговой нагрузки на ее балансе, в то время как ее способность генерировать позитивный результат от торговли активами была очевидной. В рамках бизнеса Империи акционер приобрел несколько значительных непрофильных активов, продажа которых может быть использована для погашения обязательств Сенатора. Направление денежных потоков между Сенатором и Империей в 2007 г. отчасти подтверждает наше мнение о том, что для А.Н. Фоменко Сенатор как лучше структурированный, регулярный и в перспективе публичный бизнес должен быть не менее ценен, чем Империя. Тем не менее, довольно тесная связь Сенатора и Империи при низком уровне прозрачности обоих бизнесов – важный фактор риска для инвесторов в облигации Сенатора, который должен быть адекватно компенсирован.

Ценообразование

Сенатор – один из двух лидеров рынка качественной офисной недвижимости Санкт-Петербурга, который, на наш взгляд, далек от насыщения. Центральное расположение офисных центров группы и возможность дополнять их новыми очередями в значительной степени защищают текущий бизнес компании от коммерческих рисков, связанных с реализацией новых масштабных проектов. В целом, нам импонирует сильный операционный профиль группы, относительная способность генерировать денежные потоки которой представляется нам одной из лучших среди всех непубличных девелоперов России. Мы также считаем достаточной разумную текущую структуру капитала Сенатора, хотя на протяжении 2008 г. финансовый рычаг, безусловно, будет расти. С другой стороны, мы отмечаем заметные различия в рентабельности бизнеса по управленческой отчетности и по РСБУ. Риски, связанные со смежным бизнесом акционера, также должны получить адекватную оценку.

Мы не считаем целесообразным детальное сопоставление портфелей недвижимости и финансового положения непубличных девелоперов, которые в целом отличаются низкой прозрачностью. С учетом спреда, с которыми торгуются долговые обязательства небольших петербургских девелоперов, наша субъективная оценка справедливой ставки купона по облигациям Сенатора до годовой оферты – порядка 15% годовых.

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

125009, Москва
Вознесенский переулок, 22
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
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

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

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Юрий Власов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
+ 44 (20) 7367 7741
Адам Ландес
ALandes@rencap.com
Елена Савчик
Евгения Дышлюк
Роман Елагин
Ирина Елиневская

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 7747
Эдуард Фаритов
EFaritov@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 Скляр

Экономика и политика
+ 7 (495) 258 7703
Екатерина Малофеева
KMalofoeva@rencap.com
Елена Шарипова
Игорь Лебединец
Нина Дергунова

Украинский рынок акций, стратегия
+ 38 (044) 492 7394
Уилфред Уиллвонг
WWillwong@rencap.com
Джеффри Смит
Владимир Динул
Светлана Дрыгуш
Юлия Романенко
Владислав Носик
Сергей Петренко
Константин Головки

Рынок акций Средней Азии, стратегия
+ 7 (727) 244 1581
Гайрат Салимов
GSalimov@rencap.com
Екатерина Газадзе

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

Кредитный анализ
+ 7 (495) 258 7789
Петр Гришин
PGrishin@rencap.com
Алексей Булгаков
Максим Расконов
Андрей Марков

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Ольга Степанова
OSTepanova@rencap.com
Юлия Попова
Анна Кучеревская

Редакционно-издательский отдел, выпуск на английском языке
+ 7 (495) 725 5261
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервилль
Лорен Мэнди

© 2008 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность – лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100