

RatingsDirect®

Краткое обоснование изменения рейтинга:

O1 Properties Ltd. — краткое обоснование кредитного рейтинга

Ведущий кредитный аналитик:

Франк Делаж, Париж (33) 1-4420-6778; franck.delage@standardandpoors.com

Второй контакт:

Максим Пуже, Лондон (44) 20-7176-7239; maxime.puget@standardandpoors.com

Содержание

Резюме

Рейтинговое действие

Обоснование

Прогноз

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

Рейтинг-лист

Краткое обоснование изменения рейтинга:

O1 Properties Ltd. — краткое обоснование кредитного рейтинга

Резюме

- Мы присвоили инвестиционной компании O1 Properties Ltd., собственнику офисной недвижимости в России, долгосрочный кредитный рейтинг на уровне «В+», а выпуску приоритетных необеспеченных облигаций объемом 6 млрд руб., которые будут размещены O1 Properties Finance, – рейтинг долговых обязательств на уровне «В+».
- Мы оцениваем профиль финансовых рисков компании как «агрессивный», что, с нашей точки зрения, отражает коэффициент покрытия процентов ниже 2х и отношение суммы кредитов к стоимости обеспечения (loan-to-value) выше 60%.
- Мы оцениваем профиль бизнес-рисков O1 Properties как «приемлемый», учитывая концентрацию активов, а также географическую концентрацию деятельности компании, которые отчасти компенсируются хорошим качеством активов, а также тем фактом, что коэффициент заполняемости арендных помещений очень высок.
- Прогноз «Стабильный» отражает наше мнение о том, что в ближайшие 12 месяцев рост выручки по подписанным договорам аренды должен поддерживать показатель покрытия процентов, что позволит компании противостоять макроэкономическим рискам на рынках России.

Рейтинговое действие

1 июля 2013 г. Служба кредитных рейтингов Standard & Poor's присвоила зарегистрированной на Кипре инвестиционной компании O1 Properties Ltd., собственнику офисной недвижимости в России, долгосрочный кредитный рейтинг на уровне «В+». Прогноз изменения рейтингов – «Стабильный».

Мы также присвоили выпуску приоритетных необеспеченных облигаций объемом 6 млрд руб., которые будут размещены спецурлицом O1 Properties Finance, рейтинг долговых обязательств на уровне «В+». Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта «4» отражает наши ожидания среднего (30-50%) уровня возмещения долга в случае дефолта.

Обоснование

Рейтинг зарегистрированной на Кипре инвестиционной компании O1 Properties Ltd. отражает нашу оценку профиля бизнес-рисков компании как «приемлемого» и профиля финансовых рисков как «агрессивного».

С точки зрения профиля бизнес-рисков мы оцениваем качество портфеля недвижимости O1 Properties как хорошее, поскольку он включает главным образом офисные помещения класса «А» и «В+», основная часть которых находится в центре Москвы и коэффициент заполняемости которых составляет 98%. O1 Properties – крупная компания (со стоимостью активов 3,7 млрд долл.), занимающая прочные позиции на рынке Москвы. Повторяющиеся денежные поступления обеспечены благоприятными условиями договоров лизинга, срок действия которых в среднем составляет 4,7 года, с надежными компаниями-арендаторами. Мы считаем, что существующий высокий спрос на новые площади со стороны арендаторов поддерживает уровень заполняемости существующих и новых офисных помещений, поскольку барьеры для входа на этот рынок остаются высокими в связи с действующими ограничениями в отношении архитектурного планирования и зонирования. Мы отмечаем, что доля девелоперской деятельности O1 Properties очень невелика (около 2% рыночной стоимости портфеля активов), хотя руководство компании допускает возможность роста этой доли до 20%.

Уровень рейтингов ограничивается высокими страновыми рисками, связанными с ведением деятельности в России и обусловленными такими структурными недостатками, как сильная зависимость экономики от добывающих отраслей, а также риски, связанные с законодательными структурами. По сравнению с другими компаниями, владеющими офисной недвижимостью, которым присвоен рейтинг Standard & Poor's, O1 Properties продолжает расти, и портфель ее недвижимости все еще отличается высокой географической концентрацией (100% активов находятся в Москве) и концентрацией активов (10 объектов недвижимости, рыночная стоимость крупнейшего из которых составляет 27% общей стоимости). Мы считаем, что ограниченное число объектов недвижимости во владении компании подвергает ее риску волатильности арендных ставок в связи с ротацией активов и повторной сдачей в аренду (в среднем 12% арендной выручки ежегодно подвергается риску).

В том, что касается финансовых рисков, мы оцениваем повторяющиеся денежные потоки O1 Properties как стабильные благодаря росту арендных доходов компании и равномерному графику истечения сроков действия договоров аренды. Мы считаем,

что, учитывая благоприятные условия на рынке Москвы, рост арендного дохода O1 Properties будет поддерживаться в связи с пересмотром арендных ставок и дополнительными доходами по реализуемым девелоперским проектам («Большевик» и «Шереметьевская»), а также отражением доходов по активам, приобретенным за прошедший год. Учитывая недавно приобретенные активы и гибкость дивидендной политики, мы прогнозируем улучшение структуры капитала (стабилизацию отношения loan-to-value на уровне около 60% в ближайшие 12-24 месяцев). До 2016 г. значительные выплаты в счет погашения долга отсутствуют, однако мы считаем, что неблагоприятное влияние на профиль финансовых рисков оказывают значительные объемы погашения основной суммы долга и отсутствие активов, не сданных под ссудное обеспечение, что ограничивает способность компании привлекать новое обеспеченное банковское финансирование в случае проблем при рефинансировании существующих кредитов. Мы считаем доступ O1 Properties к рынкам капитала относительно ограниченным, что обуславливает высокую зависимость компании от доступности банковского финансирования.

На 2013 г. мы прогнозируем темпы роста чистого арендного дохода на уровне 2012 г. — около 4% благодаря возобновлению прежних и заключению новых договоров аренды, а также увеличение показателя рентабельности по EBITDA в результате сокращения общих и административных расходов и заключения новых договоров лизинга. Мы также прогнозируем стабильный уровень стоимости обслуживания долга (коэффициент обслуживания долга около 1,5x в 2013 г.).

Ликвидность

Мы оцениваем ликвидность компании как «адекватную» (в соответствии с нашими критериями), поскольку, согласно нашим прогнозам, в ближайшие 12 месяцев источники ликвидности превысят потребности в ней (по состоянию на 31 мая 2013 г.) более чем в 1,2 раза.

Потенциальные источники ликвидности на следующие 12 месяцев в основном будут включать:

- денежные средства (без ограничений на использование) — около 83 млн долл.;
- FFO, прогнозируемое значение которого составит около 71 млн долл. в 2013 г.;
- возобновляемую кредитную линию в размере 50 млн долл.

Потенциальные потребности в ликвидности включают:

- выплаты для амортизация долга в 2013 г. — 42 млн долл.;
- капитальные расходы в 2013 г. (прогноз) — 56 млн долл. при условии

привлечения такой же суммы новых заемных средств;

- дивидендные выплаты в 2013 г. (прогноз) — 34 млн долл.

Анализ вероятности возмещения долга

Рейтинг выпуска приоритетных необеспеченных облигаций объемом 6 млрд руб. с погашением в 2018 г., которые предполагает разместить O1 Properties Finance, — «В+», что соответствует уровню кредитного рейтинга O1 Properties. Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта «4» отражает наши ожидания среднего (30–50%) уровня возмещения долга в случае дефолта.

Хотя перспективы возмещения долга номинально превысили 100%, рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта «4» отражает необеспеченный характер предлагаемых к выпуску облигаций, наше мнение о российской юрисдикции как неблагоприятной по отношению к кредиторам, а также о в значительной степени субординированном характере облигаций по отношению к приоритетным банковским кредитам, привлекаемым для финансирования активов (учитывая условия выпуска и кредитных договоров). Перспективы возмещения долга по этому выпуску облигаций являются в значительной степени волатильными и зависящими от относительно небольших изменений факторов риска в нашей модели оценки активов в стрессовой ситуации. В частности, изменение стрессового фактора с 30 до 40% приведет к уменьшению вероятности погашения долга в случае дефолта до 0%.

Эмитент, O1 Properties Finance, является спецурлицом, которое принадлежит тем же акционерам, что и O1 Properties Ltd., но не является собственностью компании. Наш рейтинг планируемого выпуска облигаций учитывает соответствующее поручительство O1 Properties в отношении облигаций.

Структура капитала (pro forma) будет включать планируемый выпуск облигаций и средства по необеспеченной возобновляемой кредитной линии (50 млн долл.), открытой на уровне материнской компании, которая пока не использована, а также приоритетный обеспеченный банковский кредит (2,2 млрд долл.).

Поручительство по облигациям будет предоставлено только O1 Properties Ltd. Мы считаем документацию по планируемому выпуску относительно слабой с точки зрения кредиторов, в частности не предусматривающей ковенанты.

Для определения уровня возмещения долга после дефолта мы смоделировали сценарий дефолта. В нашем сценарии гипотетический дефолт компании будет обусловлен уменьшением арендного дохода и рисками роста накладных расходов и чрезвычайных расходов в связи с незрелостью административной инфраструктуры и

регулирования российского рынка недвижимости. Эти факторы могут обусловить неспособность компании обеспечить выплату процентов и основной суммы долга. Учитывая эти риски в отношении денежных потоков и прогнозируемого графика погашения долга, мы предполагаем гипотетический дефолт в 2017 г.

Принимая во внимание хорошую рыночную позицию компании и высокое качество ее активов, мы считаем, что на момент гипотетического дефолта активы O1 Properties будут привлекательными для потенциальных покупателей. Мы рассчитали стоимость компании с использованием модели стоимости активов в стрессовой ситуации, которая составляет 2,7 млрд долл. (с использованием стрессового фактора в 30% справедливой рыночной стоимости завершенных проектов), что практически соответствует стоимости группы.

Из полученной суммы мы вычли административные расходы, приоритетные обязательства (в основном по договорам лизинга) и обеспеченные долговые обязательства и получили остаточную стоимость в размере около 308 млн долл. для погашения облигаций на сумму в 260 млн долл. (включая процентные выплаты до подачи заявления о начале процедуры банкротства за шесть месяцев). Полученный результат обеспечивает вероятность погашения долга в случае дефолта свыше 100%, однако мы присвоили долговым обязательствам рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга «4», учитывая значительную волатильность вероятности возмещения долга, обусловленную субординированным характером облигаций.

Прогноз

Прогноз «Стабильный» отражает наше мнение о том, что O1 Properties, скорее всего, сможет сохранить стабильный коэффициент заполнения арендуемых помещений, одновременно увеличивая базу объектов недвижимости, которые приносят доход от аренды. Рейтинги останутся стабильными, если O1 Properties сможет поддерживать коэффициент покрытия процентов на уровне примерно 1,5x в ближайшие 12 месяцев.

Мы можем понизить рейтинги, если коэффициент покрытия процентов зафиксируется на уровне ниже 1,5x в результате падения арендных ставок, что, по нашему мнению, маловероятно на данном этапе. Негативные рейтинговые действия также возможны, если компания будет использовать для финансирования приобретений меньший объем собственных средств, чем мы ожидаем в настоящее время.

Рейтинги могут быть повышены, если O1 Properties сможет уменьшить уровень

финансового рычага и поддерживать отношение «долг / долг плюс собственные средства» не выше 55%, а также повысить покрытие процентов показателем EBITDA до уровня не ниже 2х. Учитывая текущие рыночные тенденции, это произойдет, если отношение loan-to-value будет ниже 55%.

Критерии и статьи, имеющие отношение к теме публикации

- Методология: бизнес-риск / финансовый риск – расширенная матрица // 18 сентября 2012 г.
- Методология и допущения: определения ликвидности для корпоративных заемщиков разных стран мира // 28 сентября 2011 г.
- Ключевые кредитные факторы: Общие критерии присвоения рейтингов компаниям недвижимости // 21 июня 2011 г.
- Критерии присвоения корпоративных рейтингов, 2008 г.: Аналитическая методология // 15 апреля 2008 г.

Рейтинг-лист

Новый рейтинг

O1 Properties Ltd.

Кредитный рейтинг

V+/Стабильный /—

Рейтинг приоритетного необеспеченного долга

V+

Рейтинг ожидаемого уровня возмещения долга после дефолта

4

Полная информация о рейтингах предоставляется зарегистрированным пользователям RatingsDirect на портале Global Credit Portal (www.globalcreditportal.com).

Все рейтинги, которые затронуты данным рейтинговым действием, можно найти на общедоступном веб-сайте Standard & Poor's www.standardandpoors.com с помощью поискового окна «Ratings search» в левой части экрана. Кроме того, Вы можете позвонить по одному из следующих телефонов Standard & Poor's: (44)

20-7176-7176 (Европейская служба поддержки клиентов); (44) 20-7176-3605

(Лондон); (33) 1-4420-6708 (Париж); (49) 69-33-999-225 (Франкфурт); (46)

8-440-5914 (Стокгольм); 7 (495) 783-4009 (Москва).

© 2013 Standard & Poors Financial Services LLC. Все права защищены.

Модификация, обратная разработка, воспроизведение или распространение контента (в том числе рейтингов, результатов кредитного анализа, данных о кредитоспособности, оценок, а также моделей, компьютерных программ и иных приложений и выходных данных, полученных на основе Контента) полностью или частично — в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было способами, а также его хранение в базах данных и поисковых системах без предварительного полученного письменного разрешения Standard & Poor's Financial Services LLC или его структурных подразделений (вместе - S&P) запрещены. Незаконное или несанкционированное использование Контента запрещено. Компания S&P и независимые провайдеры, а также их директора, должностные лица, акционеры, сотрудники или агенты (далее — «Стороны S&P») не гарантируют точность, полноту, своевременность и пригодность Контента. Стороны S&P не несут ответственности ни за какие ошибки или упущения (по неосторожности и других обстоятельствах) независимо от их причины, за последствия использования Контента, а также за защиту и хранение данных, введенных пользователем. Контент предоставляется на условии «как есть». СТОРОНЫ S&P НЕ ДАЮТ НИКАКИХ ВЫРАЖЕННЫХ ИЛИ ПОДРАЗУМЕВАЕМЫХ ГАРАНТИЙ, В ЧАСТНОСТИ (НО НЕ ТОЛЬКО) ГАРАНТИЙ СООТВЕТСТВИЯ НАЗНАЧЕНИЮ ИЛИ ПРИГОДНОСТИ К ИСПОЛЬЗОВАНИЮ В КАКИХ-ЛИБО ИНЫХ ЦЕЛЯХ, ГАРАНТИЙ ОТСУТСТВИЯ ПРОГРАММНЫХ ОШИБОК И ДЕФЕКТОВ, ГАРАНТИЙ БЕСПЕРЕБОЙНОЙ РАБОТЫ КОНТЕНТА И ЕГО СОВМЕСТИМОСТИ С ЛЮБЫМИ НАБОРАМИ АППАРАТНЫХ ИЛИ ПРОГРАММНЫХ УСТАНОВОК. Стороны S&P ни при каких обстоятельствах не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, присуждаемые в порядке наказания, компенсаторные, штрафные, определяемые особыми обстоятельствами дела убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием Контента, — даже будучи предупрежденными о возможности таких последствий.

Результаты кредитного анализа и других видов анализа, включая рейтинги и утверждения, содержащиеся в Контенте, представляют собой мнения, причем мнения на дату их выражения, и не являются констатацией факта. Мнения S&P, исследования, и оценка рейтинга (описанные ниже) не являются рекомендацией покупать, удерживать до погашения или продавать какие-либо ценные бумаги либо принимать какие-либо инвестиционные решения и не касаются вопроса пригодности той или иной ценной бумаги. S&P не обязуется обновлять Контент после публикации в той или иной форме (том или ином формате). Полагаться на Контент не следует, поскольку он не может заменить собой знания, способность суждения и опыт пользователя, его менеджмента, сотрудников, консультантов и (или) клиентов во время принятия инвестиционных и иных бизнес-решений. S&P не выполняет функции фидуциария или инвестиционного консультанта, за исключением случаев регистрации в качестве такового. S&P получает информацию из источников, являющихся, по его мнению, надежными, но не проводит аудит и не берет на себя обязанность по проведению всесторонней проверки или независимой верификации получаемой информации.

По мере того, как регулирующие органы позволяют рейтинговому агентству в определенных целях регулирования подтверждать в одной юрисдикции рейтинг, присвоенный в другой юрисдикции, S&P оставляет за собой право присваивать, отзывать или приостанавливать такое подтверждение в любое время и по своему усмотрению. Стороны S&P отказываются от каких-либо обязательств, как бы то ни было, вытекающих из присвоения, отзыва или приостановления подтверждения рейтинга, а также какой-либо ответственности за любой ущерб, заявленный, как понесенный в результате указанных действий.

Некоторые виды деятельности бизнес-подразделений S&P осуществляются отдельно для обеспечения их независимости и объективности. Поэтому одни бизнес-подразделения S&P могут располагать информацией, которой нет у других бизнес-подразделений. В S&P действуют правила и процедуры, предназначенные для обеспечения конфиденциальности определенной непубличной информации, получаемой в ходе каждого аналитического процесса.

S&P может получать вознаграждение за присвоение рейтингов и определенные виды кредитного анализа. Как правило, оно выплачивается эмитентами или андеррайтерами ценных бумаг, а также должниками по обязательствам. S&P оставляет за собой право на распространение своих мнений и аналитических материалов. Публичные рейтинги и аналитические материалы S&P публикуются на веб-сайтах — www.standardandpoors.com (доступ — бесплатный), а также www.ratingsdirect.com, www.globalcreditportal.com и www.spcapitaliq.com (доступ по подписке), но могут распространяться и другими способами, в том числе через публикации S&P и независимых дистрибьюторов. Дополнительную информацию, касающуюся оплаты наших рейтинговых услуг, можно получить по адресу: www.standardandpoors.com/usratingsfees.