

ПРЕДЛОЖЕНИЕ ВЫГЛЯДИТ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОМ

Компания размещает облигации на 3 млрд руб.

Второй выход на рублевый рынок. В настоящее время открыта книга заявок на участие в размещении выпуска облигаций ООО «РВК-Финанс» серии 03 объемом 3 млрд руб. По выпуску сроком обращения пять лет предусмотрена оферта через три года. Эмитент – не новичок на рублевом рынке, формально в обращении находится выпуск первой серии РВК-Финанс-1 на 1,75 млрд руб., однако, какой объем реально обращается, после исполнения двух оферт оценить сложно. Как и в случае первого выпуска, эмитентом выступает SPV под поручительством ключевых операционных компаний группы. Эмитент, как и холдинговая компания, имеет рейтинг «ВВ-» от агентства Fitch. Размещение будет проходить в котировальном листе «В» ММВБ, а первый выпуск торгуется в списке «Б». Среди рисков вложения в данный выпуск мы отмечаем, как и в случае с РВК-Финанс-01, потенциальную низкую ликвидность, которая не позволила последнему даже при наличии относительно высокого рейтинга войти в списки категории «А». При этом размещаемый выпуск удовлетворяет всем критериям для включения в ломбардный список ЦБ РФ.

Запутанная структура владения, но сильные акционеры. Непосредственным носителем кредитного рейтинга является зарегистрированная на Виргинских островах компания Ventrelt Holdings Ltd., на нее же консолидируются результаты (она предоставляет аудированную отчетность по МСФО всех операционных и сервисных компаний, входящих в Росводоканал (РВК)). Ventrelt Holdings Ltd., в свою очередь, через Brentwood Select Investments Inc. (90% акций) и напрямую (10% акций) принадлежит CTF Holdings Limited – холдинговой компании консорциума «Альфа-Групп». Конечными бенефициарами CTF Holdings Limited являются г-да Фридман, Хан и Кузьмичев, которые совместно контролируют и владеют 100% материнской компании. Один из ключевых активов консорциума, Альфа-Банк, обладает кредитными рейтингами на уровне В+/Вa1/ВВ. Таким образом, сложная структура владения частично компенсируется доступом РВК к финансовым ресурсам Альфа-Групп.

Лидер среди частных водоканалов. В состав РВК, который начал свою операционную деятельность на российском рынке в 2003 г. (перейдя под контроль Альфа-Групп), входят семь региональных водоканалов, обслуживающих Барнаул, Краснодар, Омск, Тюмень (наиболее крупные), Оренбург, Тверь, Калугу и Калужскую область, а также один водоканал на Украине. Численность проживающего на данных территориях населения составляет около 6,1 млн человек. На текущий момент около 80% рынка водопроводно-коммунального хозяйства (ВКХ) контролируется муниципальными предприятиями, а остальные 20% поделены между частными операторами. РВК является лидером среди частных операторов ВКХ, контролируя 33% рынка (по численности проживающего населения). На второго и третьего по величине

Информация о выпуске

Эмитент	ООО «РВК-Финанс»
Поручители	ООО «РВК-Инвест», ООО «Краснодар Водоканал», ООО «Тюмень Водоканал», ООО «Калужский областной водоканал»
Кредитный рейтинг	Fitch: ВВ-
Серия облигаций	03
Объем	3 млрд руб.
Дата размещения	15 ноября 2010 г.
Срок обращения	пять лет
Купон	Полугодовой
Оферта	три года
Закрытие книги заявок	12 ноября 2010 г.
Ориентир по ставке купона	9,25-9,75% (У 1Р 9,45-10,00%)

Умеренная долговая нагрузка, но большая доля краткосрочного долга

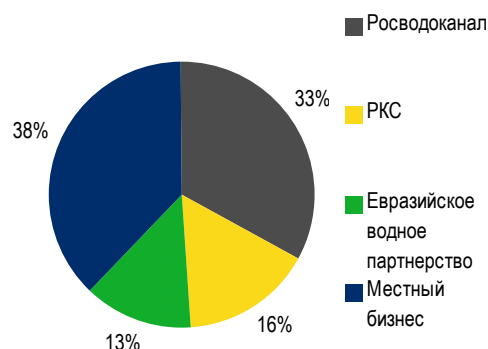
Основные финансовые показатели РВК по МСФО, млн руб.

	2008	2009	6М10 (неауд.)
Выручка	10 584	12 013	5 820
EBITDA	1 710	2 364	1 031
Чистая прибыль	835	543	434
Совокупный долг	4 697	3 900	4 362
Краткосрочный долг	3 249	2 332	2 853
Денежные средства	1 094	568	539
Чистый долг	3 603	3 333	3 823
Собственный капитал	944	2 000	2 451
Активы	10 000	10 258	11 153
Коэффициенты			
Норма EBITDA, %	16,2	19,7	17,7
EBITDA/Проц. расходы	2,7	3,6	5,6
Долг/EBITDA	2,7	1,6	1,7
Чистый долг/EBITDA	2,1	1,4	1,5
Долг/Собств. капитал	5,0	2,0	1,8

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Лидер среди частных водоканалов

Структура рынка частных водоканалов по охвату населения на 1 января 2010 г.



Источники: компания

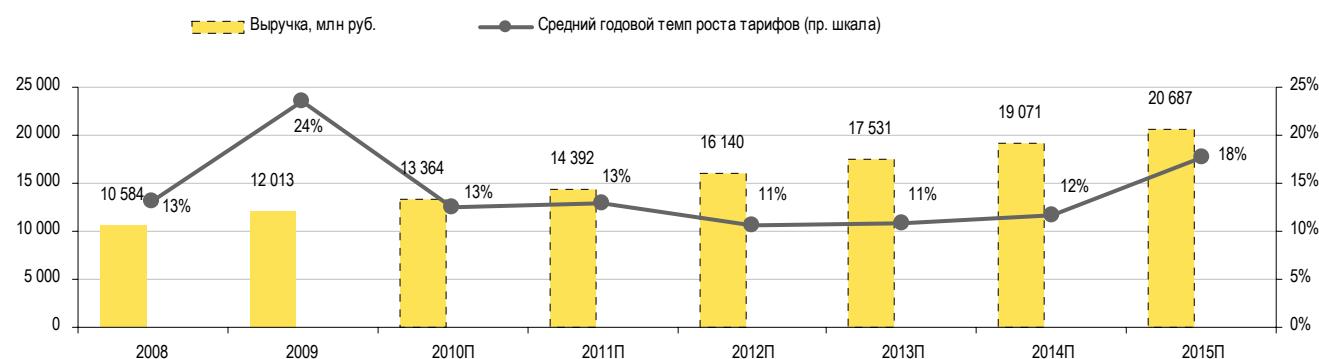
частных операторов, РКС (подконтрольна группе «Ренова») и Евразийское водное партнерство, приходится соответственно 16% и 13% рынка. Остальное поделено между мелкими местными игроками. Таким образом, для частного бизнеса существует огромный потенциал для консолидации, даже без перехода инфраструктуры в их собственность. По оценкам рыночных экспертов, износ мощностей в отрасли ВКХ составляет порядка 65%, что будет поддерживать передачу активов в руки частных управляющих с целью осуществления ремонта и модернизации.

Основные активы – нематериальные. Основным недостатком РВК с точки зрения инвестиционной привлекательности является, на наш взгляд, структура его активов, которые на 60% (по состоянию на 30 июня 2010 г.) представлены деловой репутацией и прочими нематериальными активами (права на пользование коммунальной инфраструктурой). Данная особенность обусловлена спецификой деятельности компании, которая предполагает управление активами ВКХ (включая обязательное осуществление модернизации и развитие сети водоканалов) без передачи их в собственность (по истечении сроков договоров передаются на баланс муниципальных властей). Непрерывность деятельности обеспечивается договорами долгосрочной аренды, срок которых в среднем составляет до 25 лет. Учитывая, что РВК начал свою деятельность в 2003 г., текущие договора позволяют ему осуществлять операции еще в течение около 18 лет. Кроме того, компания намерена участвовать в новых тендерах по выбору управляющих ВКХ, планируя войти еще в четыре-пять проектов до 2012 г. и увеличить охват населения практически вдвое до 11,6 млн человек. Однако – возвращаясь к теме активов – долгосрочность прав аренды не отменяет практического отсутствия основных средств на балансе компании, которые, в случае чего, можно у нее забрать. Причем это касается всех участвующих в размещении компаний, в том числе и поручителей.

Дальнейшее увеличение выручки будет обеспечено ростом тарифов. Цены на услуги водоснабжения и водоотведения регулируются соответствующими тарифами, которые утверждаются и регулируются на федеральном и местном уровнях. Эти услуги традиционно формируют основную долю в выручке РВК (85,4% в I полугодии 2010 г.). По прогнозам РВК, в период с 2010 по 2015 г. выручка от находящихся в текущий момент под управлением водоканалов будет расти среднегодовыми темпами 27%, а общая выручка – 9,14%. Данный прогноз основан на ожиданиях относительно темпов индексации соответствующих тарифов, которые, в свою очередь соответствуют прогнозу Минэкономразвития на указанный период. Он составлен по формуле «инфляция + прогноз затрат на капитальный ремонт». В отрасли же в настоящее время приняты два метода формирования тарифов: 1) «затраты + рентабельность» 2) индексация. Постепенно будет внедряться принцип RAB, однако пока это происходит только в секторе электроэнергетики. До наступления срока оферты по выпуску РВК-Финанс-3 переход РВК на принцип RAB едва ли произойдет, поэтому при оценке темпов роста тарифов следует ориентироваться на два действующих метода. Это в какой-то мере невыгодно РВК, поскольку все еще низкая платежеспособность населения, а также последствия кризиса будут ограничивать рост тарифов. Тем не менее группа планирует к 2015 г. увеличить выручку на 72,2% относительно 2009 г., как за счет индексации тарифов, так и расширения деятельности.

Увеличение выручки будет обеспечено ростом тарифов

Прогнозная динамика выручки и темпов роста тарифов



Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Довольно высокая маржа и умеренная долговая нагрузка.

Инвестиционные затраты в секторе ВКХ финансируются, как правило, за счет так называемой инвестиционной надбавки в тарифах, то есть эти средства компания получает постепенно, в качестве платы за услуги. Однако существует ряд проектов, затраты на осуществление которых необходимо осуществлять одномоментно либо в течение короткого промежутка времени. В таком случае у компании возникает необходимость в привлечении внешних заимствований. Это отражено на графике справа: в результате размещения в 2008 г. выпуска РВК-Финанс-1 на 1,75 млрд руб. отношение Долг/EBITDA компании составило 2,75, а потом постепенно снизилось до 1,7 за I полугодие 2010 г. При этом компания практически не прибегала к рефинансированию, осуществляя погашения за счет поступлений от операционной деятельности, что ей позволяло делать относительно высокая рентабельность по EBITDA (18–20%).

В результате размещения облигаций существенно улучшится временная структура долга.

По состоянию на 30 июня 2010 г. краткосрочный долг составлял 65,4% от совокупного, или 2,9 млрд руб. при годовой EBITDA чуть более 2 млрд руб. Полученные от размещаемых облигаций средства будут направлены преимущественно на погашение краткосрочной задолженности, которая в результате, по данным компании, снизится до 15% от совокупной. Это означает, что размещение облигаций на 3 млрд руб. практически не увеличит долговую нагрузку РВК, однако поможет компании снизить стоимость заемных средств, которая, согласно отчетности за 2009 г., заметно превышала 10%.

Долговая нагрузка ограничена ковенантами по кредиту ЕБРР.

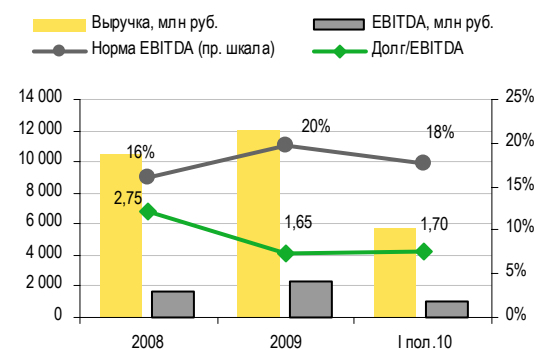
По состоянию на начало года на кредиты Альфа-Банка приходилось 21% задолженности РВК, 14% и 12% соответственно – кредиты МДМ-Банка и Банка «Открытие», а 15% долга было представлено рублевыми облигациями. Однако крупнейшим кредитором РВК является ЕБРР, который в 2008–2009 гг. предоставил компании кредит на 1,4 млрд руб. до 2021 г. с ежеквартальными амортизационными платежами. По этому кредиту существуют ковенанты, которые ограничивают отношение Долг/EBITDA РВК до 2010 г. уровнем 4, а после – уровнем 3,5. Кроме того, существуют ограничения на выплату дивидендов и сделки со связанными сторонами, а доля собственных средств в новых инвестиционных проектах не должна быть ниже 50%. Это также должно обеспечить некоторый комфорт и держателям облигаций: ковенанты будут способствовать сохранению долговой нагрузки компании на умеренном уровне.

Инвестиционная программа до 2015 г. будет профинансирована за счет операционной деятельности. Согласно инвестиционным соглашениям, заключенным РВК, в 2010–2015 гг. компания должна будет направить на финансирование инвестиционной программы (модернизация изношенной инфраструктуры, замена сетей и оборудования, прокладка новой инфраструктуры) 11,5 млрд руб., что означает ежегодные расходы в диапазоне 2,0–2,5 млрд руб. По плану РВК все эти затраты будут профинансированы за счет инвестиционной надбавки в тарифах, а также платы за подключение, то есть не потребуют привлечения нового долга.

Размещение выглядит привлекательно даже по нижней границе ориентира. Среди эмитентов рублевого рынка не существует прямых аналогов РВК, выпуск облигаций серии 01 также не может служить ориентиром для определения справедливой доходности нового выпуска ввиду его низкой ликвидности и короткой дюрации. Наиболее подходящим объектом для сравнения, на наш взгляд, может служить Трансконтейнер, который также осуществляет предоставление одних из ключевых для экономики услуг, а кроме того, сопоставим с РВК по объему выручки. Сопоставления РВК с аналогичными по уровню рейтинга компаниями (Мосэнерго, ВБД, Алроса), по нашему мнению, не совсем корректно ввиду значительной разницы в масштабах деятельности, вследствие которой премия относительно них будет абсолютно оправданной. Кредитный рейтинг Трансконтейнера по версии Fitch на две ступени выше, чем у РВК. Однако одна из этих двух ступеней разницы – это фактор поддержки РЖД, тогда как собственному кредитному качеству Трансконтейнера соответствует рейтинг «ВВ». С точки зрения долговой нагрузки две компании практически равны, однако неоспоримым

В кризис не произошло падение выручки, а долговая нагрузка снизилась

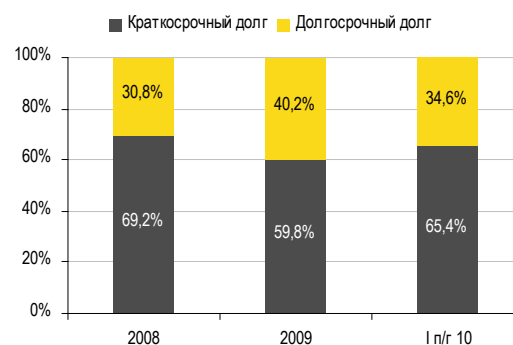
Динамика выручки, EBITDA, рентабельности и долговой нагрузки



Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

После размещения облигаций доля краткосрочного долга снизится до 15%

Динамика долгосрочной и краткосрочной задолженности



Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Компания размещает облигации на 3 млрд руб.

преимуществом Трансконтейнера относительно РВК является «материальность» его активов (контейнеры против прав на пользование инфраструктурой), стоимость которых к тому же более чем вдвое выше, а также более высокая рентабельность. Отстающий от РВК на одну ступень по рейтингу выпуск Новой перевозочной компании НПК-1 торгуется со спредом около 120 б.п. к кривой Трансконтейнера. С учетом более устойчивого (несмотря на разницу в рейтингах в пользу РВК) кредитного профиля справедливый спред РВК-Финанс-3 к кривой Трансконтейнера должен составлять 130–150 б.п., это на текущий момент соответствует доходности 9,2–9,4%. При этом нижняя граница ориентира по доходности составляет 9,45%, что делает размещение привлекательным, на наш взгляд, даже по нижней границе ориентира. При этом мы не исключаем, что по результатам сбора заявок доходность может сложиться ниже предварительных ориентиров.

Скромные размеры относительно компаний с близкими рейтингами обуславливают наличие к ним премии

Основные финансовые показатели компаний по МСФО за I п/г 10 г., млн руб.

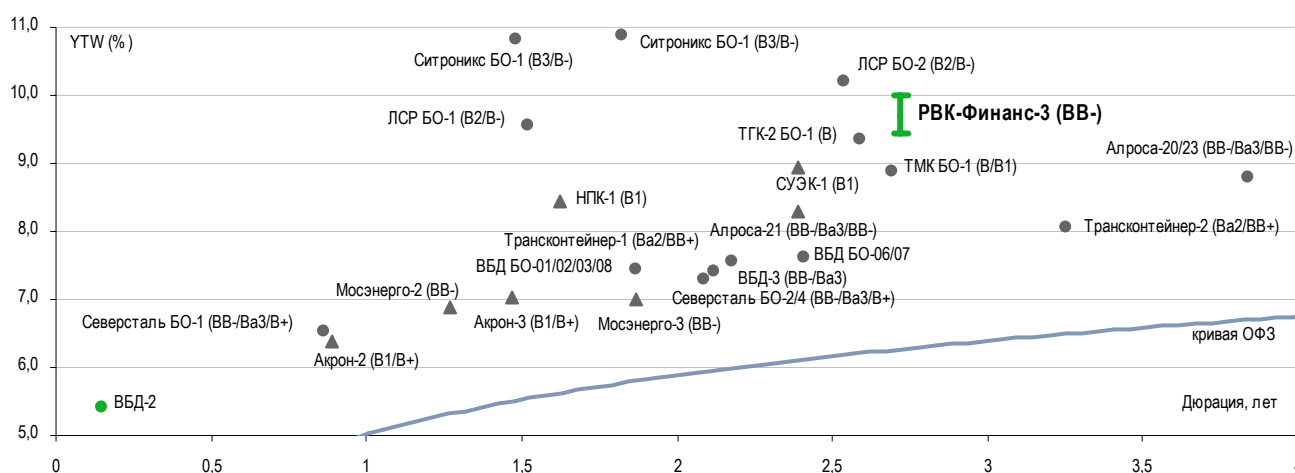
	Росводоканал (BB-)	Трансконтейнер* (Ba2/BB+)	НПК (B1)	ВБД (BB-/Ba3/-)	Алроса (BB-/Ba3/BB-)	ОГК-5 (Ba3)	Мосэнерго (BB-)
Выручка	5 820	7 285**	12 323	37 954	64 392	24 458	74 691
EBITDA	1 031	1 941	5 483	4 829	20 601	5 295	9 959
Чистый долг	3 823	5 604	12 048	9 966	99 581	15 856	7 836
Активы	11 153	30 640	39 829	46 060	232 341	100 894	253 368
Норма EBITDA (%)	17,7	26,6	44,5	12,7	32,0	21,0	13,3
Чистый долг/EBITDA	1,5	1,6	1,1	1,0	2,6	1,7	0,6
EBITDA/Проц. расходы	5,6	7,2	6,0	13,2	2,1	7,0	131,0

* Данные по РСБУ **Скорректировано на расходы по услугам, оказанным по сквозной ставке

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Ориентиры выглядят привлекательно даже по нижней границе

Рублевые облигации эмитентов с близкими кредитными рейтингами



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovann@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevwm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010