

ИТЕРА ФИНАНС: выпуск облигаций серии 01

Егор Федоров
Fedorov_EY@mmbank.ru

Группа компаний «ИТЕРА» запланировала размещение очередного выпуска облигаций на 27 ноября 2007 г. Эмитентом выступает SPV-компания – ООО «ИТЕРА ФИНАНС». Объем выпуска – 5.0 млрд руб. Поручителем по выпуску является ООО «НГК «ИТЕРА» – компания, на которой сконцентрированы все денежные потоки от газового бизнеса группы.

Позиционирование выпуска

Организатор выпуска, Газпромбанк ориентирует инвесторов на ставку купона 10.4 %, что соответствует доходности к 1.5-годовой оферте в размере 10.67 % годовых. Этот уровень включает в себя премию в размере 90 б. п. к текущему уровню доходности 9.8 % годовых по выпуску ИТЕРА-01 (эмитент – ООО «НГК «ИТЕРА») с погашением в начале декабря 2007 г.

Стоит отметить ограниченную ликвидность и низкую дюрацию этого выпуска и вследствие этого – некорректное ценообразование выпуска накануне погашения в начале декабря 2007 г. Облигации компании до начала кризиса торговались в районе 8.5-8.7 % годовых – выше средневзвешенной доходности второго эшелона корпоративных облигаций (8.0-8.2%). Нестабильность на мировом и внутреннем финансовых рынках привела к росту доходности облигаций второго эшелона на 200 б. п. до 10 % годовых. На фоне последовавшей затем позитивной коррекции доходность второго эшелона немного снизилась и остановилась на уровне 9.7%.

Средняя дюрация по облигациям второго эшелона составляет 1.2 года, т. е. соответствует дюрации нового выпуска.

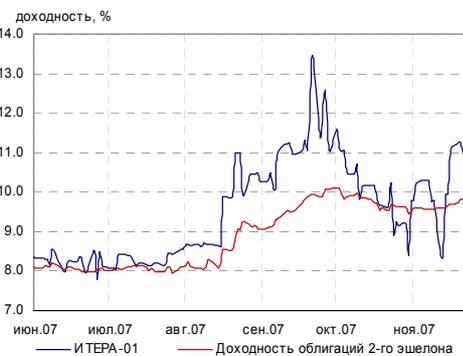
Учитывая динамику доходностей второго эшелона, мы полагаем, что в настоящий момент **справедливый уровень для облигаций ИТЕРА составляет 10.1-10.3% годовых.**

Таким образом, доходность 10.7% годовых (ставка купона 10.4%) предоставляет небольшую премию к вторичному рынку. При благоприятной конъюнктуре премия в 40-60 б.п. для выпуска 2-го эшелона выглядела бы весьма привлекательно, в текущих условиях, когда эмитентам, при прохождении оферты приходится платить до 250 б.п., премия выглядит достаточно скромной.

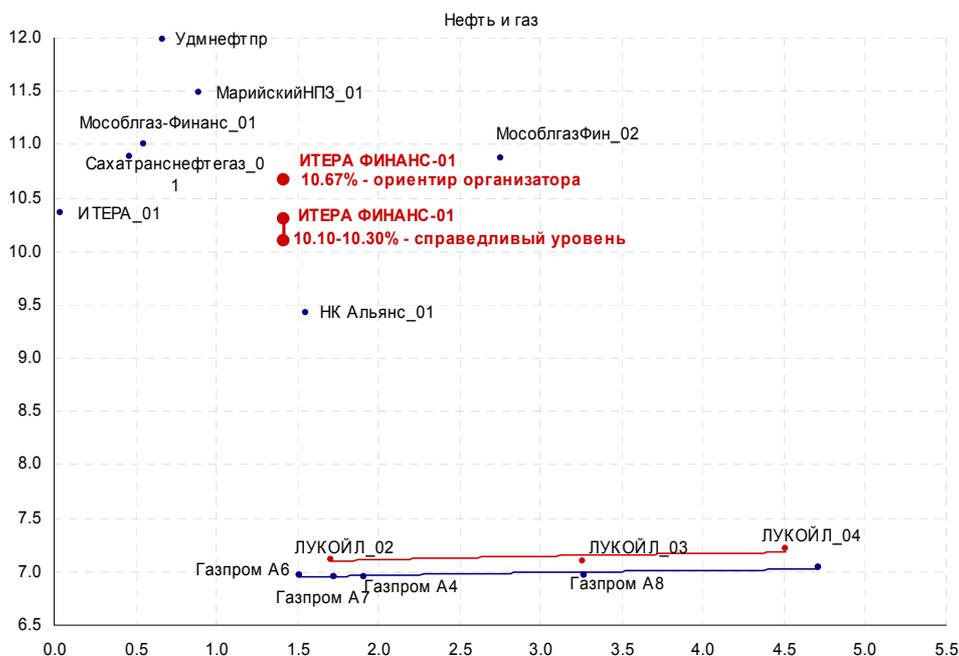
На прошлой неделе мы стали свидетелями очередной волны распродаж на рынке рублевого долга, которая **вполне может перерасти в полномасштабную коррекцию** и вызвать очередной виток роста доходности на рынке рублевого долга. В этом случае, мы можем увидеть более высокий уровень доходности размещенного выпуска при выходе бумаги на рынок.

Эмитент	ООО "ИТЕРА ФИНАНС"
Серия выпуска	1
Объем выпуска, млн. руб.	5000
Гос. номер	4-01-36298-R
Дата начала размещения	27 ноября 2007 г.
Срок обращения, лет	5 лет
Оферта	1.5 года
Дата погашения	Ноябрь 2012
Поручители	ООО "НГК "ИТЕРА"
Организатор(ы)	Газпромбанк
Место обращения (Listing)	ММВБ
Web	http://www.iteragroup.com/
Позиционирование выпуска	
Ставка купона, % год.	10.40
Доходность к оферте, %	10.67
Базов. актив	ОФЗ 25060
Спрэд, б.п.	452

Источники: эмиссионные документы, ориентиры организатора, Банк Москвы



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы



Источники: REUTERS, расчеты Банка Москвы

Финансовое состояние поручителя

Анализ финансового состояния поручителя проводился на основе данных отчетности РСБУ, которая, впрочем, не сильно отличается от отчетности МСФО, судя по ключевым цифрам, представленным в «комфортном письме» перед размещением.

По итогам первых трех кварталов выручка компании по РСБУ выросла на 24.8 % до 21.2 млрд руб. по сравнению с 16.9 млрд руб. в аналогичном периоде прошлого года. Показатель EBITDA компании увеличился на 54 % до 3.3 млрд руб. Рентабельность по EBITDA выросла до 15.5 % с 12.6 % за аналогичный период прошлого года.

Рост выручки и рентабельности компании произошел благодаря нескольким факторам:

- росту цен на реализуемый газ при сохранении закупочных цен у поставщиков газа (Сибнефтегаза, Пургаза и НОВАТЭКа);
- изменению схемы реализации газа;
- запуску Берегового месторождения в апреле 2007 г. (которое, впрочем, пока не заработало в полной мере).

До 2006 г. компания «ИТЕРА» осуществляла транспортировку газа, используя аффилированную с ней компанию «ИТЕРА Холдинг», которая с 2006 г. была исключена из этой схемы. В результате НГК удалось в лучшую сторону оптимизировать структуру расходов и повысить рентабельность. Кроме того, в прошлом году компании удалось урегулировать взаимоотношения с Газпромом касательно спорного актива ОАО «Сибнефтегаз», владеющего лицензией на Береговое месторождение.

Долг компании

Во втором-третьем квартале 2006 г. компания получила кредит от Внешэкономбанка в размере \$ 450 млн под залог 49 % акций ЗАО «Пургаз». Ставка процента составила 8.0 %. В результате долг компании вырос с 2.0 млрд руб. (объем облигационного займа) до 14.5 млрд руб. на конец 2006 г. Возврат кредита должен осуществляться девятью равными ежеквартальными взносами в сумме \$ 50 млн, первый из которых уплачивается через 12 месяцев с даты подписания кредитного соглашения. По всей видимости, компания уже начала погашать выданный Внешэкономбанком кредит, так как долгосрочный долг сократился на конец 3-го квартала 2007 г. на сумму порядка 1.6 млрд руб. по сравнению с началом года до 12.7 млрд руб.

Согласно меморандуму к новому выпуску 90 % привлеченных средств (4.5 млрд руб.) пойдет на рефинансирование кредитного портфеля, 10 % – на инвестиционные проекты.

Долговая нагрузка компании в настоящий момент находится на довольно высоком уровне. Соотношение Долг/EBITDA на конец 3-го квартала 2007 г. составляло 4.4X. Тем не менее, у нас нет сомнений в способности компании исполнить свои обязательства перед владельцами облигаций и кредиторами даже в относительно неблагоприятных условиях на внутреннем долговом рынке. К позитивным факторам мы относим стратегическое партнерство компании с Газпромом, а также планируемое увеличение объемов добычи и реализации с Берегового месторождения.

Комфортное письмо

«Комфортное письмо», опубликованное перед размещением, содержит информацию о ключевых показателях МСФО НГК «ИТЕРА» за 2006 г. Согласно представленным данным, выручка компании выросла до \$ 932 млн, валовая прибыль – до \$ 175 млн, EBITDA достигла \$ 95 млн, чистая прибыль – \$ 54 млн. Компания уверяет инвесторов, что окончательные цифры в отчетности МСФО за 2006 год, аудированные Deloitte, не будут отличаться более чем на 5 % от уже озвученных. На конец 2006 г. чистый долг компании составлял \$ 293 млн. - показатель «чистый долг/ EBITDA» составил порядка 3.08X. В целом, публикация отчетности по МСФО не значительно изменит наше представление о кредитном профиле компании и вряд ли существенно скажется на котировках облигаций компании.

ООО НГК "ИТЕРА", ключевые показатели по РСБУ, млн. руб.

	2005	9M 2006	2006	9M 2007	Y-o-Y, %
Отчетность	RAS	RAS	RAS	RAS	
Выручка	30 790.8	16 974.5	24 013.3	21 184.1	24.8
EBITDA	2 580.3	2 139.0	2 515.9	3 291.6	53.9
Чистые процентные расходы	167.6	163.8	272.6	395.3	141.3
Чистая прибыль	1 138.8	1 112.5	1 987.5	2 300.6	106.8
Рентабельность по EBITDA, %	8.4	12.6	10.5	15.5	
Итого активы	14 012.3	24 433.4	25 979.7	28 570.3	
Совокупный долг	2 023.9	14 537.1	14 254.0	16 164.7	
Совокупный долг/ Активы	14%	59%	55%	57%	
Долгоср. долг/ Совокупный долг	99%	100%	100%	78%	
Совокупный долг/ EBITDA*	0.8	5.0	5.7	4.4	
EBITDA/ Процентные платежи	8.9	5.3	3.7	3.5	

*По 4-м последним кварталам

Источники: данные компании, расчеты Банка Москвы

Аналитический департамент		Тремасов Кирилл	
<u>Анализ рынка акций</u> Начальник Управления		Веденеев Владимир	
Экономика/Стратегия	Тремасов Кирилл	Tremasov_KV@mmbank.ru	45-92
Стратегия/Нефть и Газ/Нефтехимия	Веденеев Владимир	Vedeneev_VY@mmbank.ru	28-17
Металлы/Электроэнергетика	Скворцов Дмитрий	Skvortsov_DV@mmbank.ru	28-32
Телекоммуникации	Мусиенко Ростислав	Musienko_RI@mmbank.ru	47-12
Транспорт/Машиностроение	Лямин Михаил	Lyamin_MY@mmbank.ru	28-44
Химия	Волов Юрий	Volov_YM@mmbank.ru	11-89
Потребительский сектор	Мухамеджанова Сабина	Muhamedzhanova_SR@mmbank.ru	11-62
<u>Анализ долговых рынков</u> Начальник отдела		Федоров Егор	
Стратегия/Кредитный анализ	Федоров Егор	Fedorov_EY@mmbank.ru	42-33
Кредитный анализ	Залеская Анастасия	Zaleskaya_AV@mmbank.ru	44-68
Стратегия	Ковалева Наталья	Kovaleva_NY@mmbank.ru	17-51
Стратегия	Чупрына Татьяна	Chupryna_TV@mmbank.ru	42-81
<u>Отдел кредитного анализа</u> Начальник отдела		Горбунова Екатерина	
	Аверьянова Любовь	Gorbunova_EB@mmbank.ru	47-01
	Золотарев Павел	Averyanova_LN@mmbank.ru	44-06
		Zolotarev_PV@mmbank.ru	47-08

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. Банк Москвы не берет на себя обязательства регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.