Мониторинг первичного рынка

20 мая 2011 года

Календарь событий

Облигации, book-building

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Банк Зенит БО-6	Ba3 / - / B+	Да	5 000	24 май	26 май	7,20-7,40%/ 7,33 7,54%	n / a	1,5/3	≥7,3%
Акрон 04	B1 / -/ B+	Да	3 750	27 май	31 май	7,95-8,25%/ 8,11 8,42%	n / a	3/10	≥8,4%
Акрон 05			3 750						
РСГ-Финанс 01*	- / - / -	нет	3 000	2 половина мая	1 половина июня	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	n / a	1,5 / 3	≥11,04%
Сэтл Групп БО-01	- / - / -	нет	1 000	n / a	n / a	12,0-12,7% / 12,36-13,1%	n / a	1,5 / 3	≥13,0%

Облигации, аукцион

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Республика САХА (Якутия) 35003	- / BB- / BB	Да	2 500	-	20 май	7,95%/7,75-8,25% (цена 101,3-99,8%)	n / a	аморт./3,65	≥8% (цена 100,5%)

Еврооблигации

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
ВЭБ Лизинг	-/BBB/BBB	Да	$500 млн	road show 17.05-19.05		5,25-5,5%	n / a	- / 5	+70-80 б.п. к бумагам ВЭБа

Итоги размещений и закрытие книг на этой неделе

Еврооблигации

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Russia-18	Baa1/BBB/BBB	Да	50 млрд руб.	-	19 май	-	7% (цена 104,515%	- / 7

Комментарии:

Первичное размещение: еврооблигации ВЭБ–лизинга. 2

Первичное предложение Республики Саха (Якутия): интересно с доходностью от 8% годовых. 2

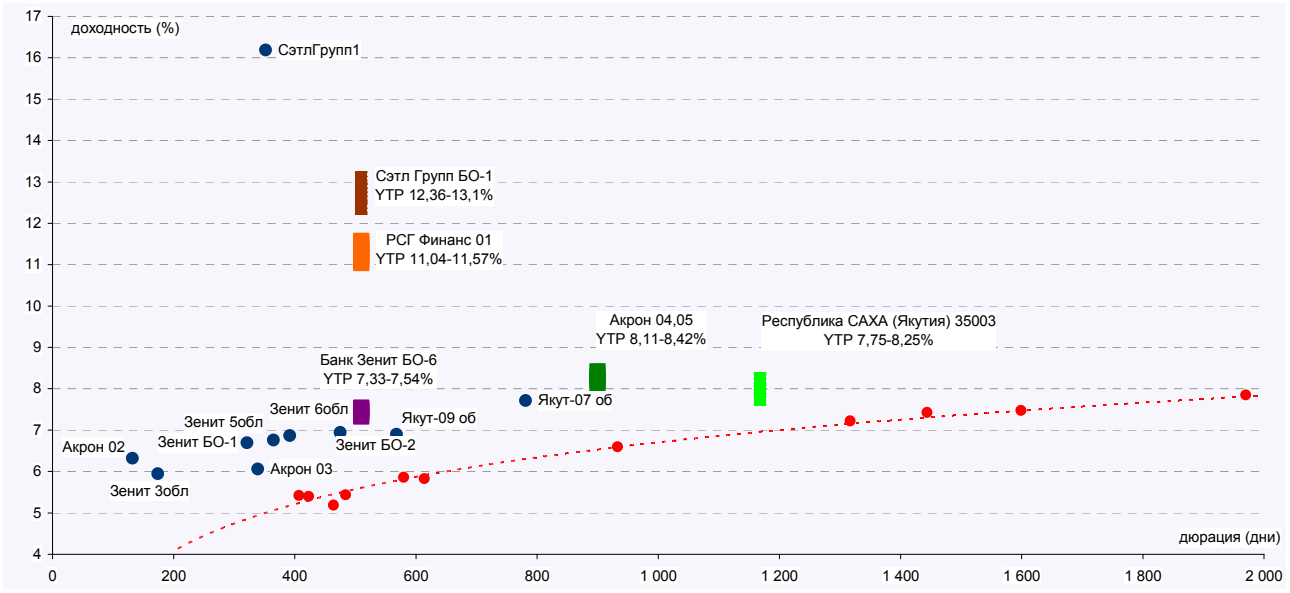
Новое предложение: Банк ЗЕНИТ – интересно по нижней границе. 4

Акрон снова выходит на долговой рынок – верхняя граница выглядит справедливо. 5

«Ренова–СтройГруп»: пре–маркетинг дебютных облигаций. 6

Сэтл Групп: первичное предложение. 8

Распределение долходностей бумаг эмитентов первичного рынка



Аналитическое управление

(495) 797-32-48

E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК

Первичное размещение: еврооблигации ВЭБ–лизинга.

ВЭБ–лизинг 17 мая начал road–show своих евробондов. В целом, заимствования в долларах вполне логичны для Компании, поскольку более половины всех инвестиций в лизинг сделаны в долларах – в основном Эмитент поставляет клиентам железнодорожный и авиатранспорт. Поскольку контракты в большинстве своем долгосрочные, то, как мы и ожидали, ВЭБ–лизинг планирует разместить обязательства на 5 лет. В целом, учитывая поддержку со стороны ВЭБа и государства, а также рейтинги на уровне суверенных, долгосрочные займы такой Компании интересны. Заметим, наиболее «длинные» бумаги ВЭБа, находящиеся сейчас в обращении, имеют срок погашения в ноябре 2025 года.

Самостоятельные финансовые метрики ВЭБ–лизинга достаточно сильные: активы Компании достигли 75,2 млрд руб. на конец 2010 года, она находится в тройке крупнейших лизинговых компаний России, чистые процентные доходы по итогам прошлого года составили 2,1 млрд руб., прибыль – 0,9 млрд руб. Поскольку темпы роста Эмитента очень высокие (за последний год активы выросли в 4 раза), говорить о качестве лизингового портфеля сложно, поскольку портфель еще «не вызрел», в чем, на наш взгляд, и состоят основные риски кредитного профиля ВЭБ–лизинга. С другой стороны, клиенты Эмитента – крупные компании в своих отраслях с устойчивым финансовым положением, что, может, и не обеспечивает ВЭБ–лизингу высоких доходов, но гарантирует стабильное поступление денежных средств от клиентов. В целом, в настоящее время операционный денежный поток в силу интенсивного роста все же отрицательный и фондируется в основном за счет кредитных ресурсов. В последующие годы данный процесс будет несколько ограничиваться финансовыми ковенантами, вводимыми новым выпуском еврооблигаций: чистый процентный доход должен быть строго положительным (больше нуля), а капитал – не менее 5% активов. На наш взгляд, требования достаточно мягкие. Как мы уже отметили выше, за прошлый год чистые процентные доходы были более 2 млрд руб., а доля капитала в активах на конец 2010 года была на уровне 6,3%. Если и присутствовал риск нарушения ограничения по капиталу, то он «сводится на нет» планами со стороны ВЭБа по его увеличению в текущем году на 10 млрд руб.

При ухудшении конъюнктуры мы ожидаем, что ВЭБ с высокой долей вероятности окажет необходимую финансовую поддержку ВЭБ–лизингу, в противном случае реализация репутационных рисков может привести к негативным последствиям для котировок бумаг самой госкомпании и для снижения доверия инвестсообщества к ней в дальнейшем. Поэтому премию в 70–80 б.п., сложившуюся на локальном рынке к облигациям материнской компании, к еврооблигациям ВЭБа мы считаем достаточной и рекомендуем участвовать на этих уровнях.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Первичное предложение Республики Саха (Якутия): интересно с доходностью от 8% годовых.

Республика Саха (Якутия) планирует 20 мая 2011 года провести аукцион по размещению 5–летних облигаций серии 35003 объемом 2,5 млрд руб. Погашение бумаг имеет амортизационную структуру: по 20% от номинала погашается в дату выплат 13, 15 и 17 купонов, оставшиеся 40% погашаются в дату выплаты 20 купона (последнего). Дюрация выпуска составляет 3,65 года. Ставка купона по выпуску уже установлена на уровне 7,95% годовых. Размещение будет проводиться в форме конкурса по определению цены. Ориентир доходности бондов составляет 7,75–8,25% годовых, что соответствует цене 101,3–99,8%. Планируется включение облигаций Якутии в котировальный список «А1» ММВБ. Средства, привлеченные от размещения облигационного займа, планируется направить на финансирование дефицита бюджета и погашение долговых обязательств.

В настоящее время у Якутии в обращении находятся 4 выпуска рублевых облигаций, но их ликвидность минимальная, поэтому они вряд ли могут выступить в качестве ориентира при позиционировании нового выпуска республики. Вместе с тем, в настоящее время активность в бумагах субъектов федерации, близких к Якутии по бюджетным показателям, кредитному качеству и с рейтингом на уровне «BB–/BB+», находится на низком уровне. К данным регионам можно отнести: Волгоградскую, Иркутскую, Самарскую и Ярославскую области. Но сложившийся в последнее время уровень доходности бумаг данных субъектов федерации, по нашим оценкам, несет премию на уровне 100–120 б.п. к кривой ОФЗ при дюрации 2–4 года.

Отдельно стоит отметить, прошедшее 11 мая 2010 года первичное размещение облигаций Волгоградской области серии 34005 объемом 3 млрд руб. По итогам аукциона ставка 1 купона была определена на уровне 8% годовых, при этом доходность составила 7,79% годовых при дюрации 3,3 года. Спрос на данные бумаги превысил предложение в 1,7 раза (или 5,2 млрд руб.), было подано 44 заявки. Мы считаем, что итоги данного размещения являются хорошим индикатором для выходящих на первичное размещение субъектов федерации, в том числе и Якутии.

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов за 2010 год

Регион	Доходы			Соб. Доходы			Расходы			Дефицит/Профицит			Долг	Долг/ Соб.дох.	% соб.дох-в
	План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е			
млрд руб.															
Ярославская область	40,4	39,7	98,3%	27,2	26,4	97,1%	44,7	41,9	93,7%	-4,3	-2,2	51,2%	12,0	45,4%	66,5%
Волгоградская область	59,8	57,4	96,0%	43,6	41,3	94,6%	66,3	59,6	89,8%	-6,5	-2,2	33,8%	9,4	22,9%	72,0%
Иркутская область	75,2	75,7	100,7%	51,0	51,5	101,0%	73,6	69,9	95,0%	1,6	5,8	365,0%	7,4	14,4%	68,0%
Республика Саха (Якутия)	**90,7**	**95,1**	**104,8%**	**42,7**	**47,1**	**110,2%**	**94,7**	**91,5**	**96,6%**	**-4,0**	**3,6**	**-90,5%**	**15,9**	**33,8%**	**49,5%**
Самарская область	93,3	94,7	101,5%	68,7	70,2	102,1%	100,8	95,7	94,9%	-7,6	-1,0	12,8%	25,3	36,1%	74,1%

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство

Рейтинги сравниваемых регионов

Наименование	Агентство	Дата	Рейтинг	Прогноз
Ярославская область	Fitch	19.11.10	BB-	Позитивный
Волгоградская область	S&P	23.12.09	BB-	Негативный
Иркутская область	S&P	22.03.11	BB-	Позитивный
Республика Саха (Якутия)	**S&P**	**07.09.10**	**BB-**	**Позитивный**
	Fitch	**18.10.10**	**BB**	**Позитивный**
Самарская область	S&P	22.06.09	BB+	Негативный
	Moody's	15.12.06	Ba1	Стабильный

Источник: Cbonds

Что касается кредитного качества Республики Саха (Якутия), то по итогам 2010 года оно находилось на приемлемом уровне: доходы составили 95,1 млрд руб., расходы – 91,5 млрд руб., профицит – 3,6 млрд руб., соб.доходы – 47,1 млрд руб. (или 49,5% от всех доходов), госдолг – 15,9 млрд руб. (10,38 млрд руб. – прямой долг), соотношение госдолг/соб.доходы – 33,8%. Вместе с тем, бюджет Республики на 2011 год является достаточно консервативным в плане роста поступлений и предполагает сохранение ключевых бюджетных статей на уровне 2010 года, в том числе и в части собственных доходов (около 50% в общих доходах). Отметим, как и в прошлом году бюджет на текущий год запланирован дефицитным (6,7 млрд руб.), покрытие которого предполагается, в том числе из внешних источников. В свою очередь, по состоянию на 1 апреля 2011 года размер госдолга Республики увеличился на 11,9% до 17,8 млрд руб., из которых на прямой долг (облигации и кредиты Минфина) пришлось 10,4 млрд руб., а на госгарантии – 7,4 млрд руб. Размещение новых облигаций региона, на наш взгляд, не приведет к существенному росту прямого долга, поскольку привлекаемые денежные средства, наряду с покрытием дефицита бюджета, также пойдут и на рефинансирование долга. Так, 26 мая 2011 года Якутии предстоит погашение облигаций серии 34003 на сумму 1,25 млрд руб. (оставшиеся 50% номинала), кроме того на этот год запланированы амортизационные погашения по выпускам серий 35001 на сумму 1 млрд руб. и 35002 – на 250 млн руб. В то же время бюджетом Республики на 2011 год предусмотрено привлечение банковских кредитов на сумму 6,6 млрд руб., что может привести к утяжелению долговой нагрузки региона, по нашим оценкам, соотношение Госдолг/соб.доходы может возрасти до 45%. Но поскольку бюджет Якутии на 2011 год в части доходов утвержден на консервативном уровне, то вполне вероятно, что кредитные метрики будут более позитивными.

Подводя итог, отметим, что с учетом кредитного качества Республики Саха (Якутия), сложившегося спрэда бумаг сопоставимых регионов к кривой ОФЗ и результатов прошедшего на днях размещения облигаций Волгоградской области, справедливая для облигаций Республики доходность, на наш взгляд, находится на уровне от 8% годовых и выше при дюрации 3,65 года, то есть чуть ближе к верхней границе заявленного ориентира.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Новое предложение: Банк ЗЕНИТ – интересно по нижней границе.

Банк ЗЕНИТ открыл книгу заявок на биржевые облигации серии БО–06 объемом 5 млрд руб. Закрытие книги запланировано на 24 мая 2011 года. Срок обращения займа – 3 года, предусмотрена 1,5–годовая оферта. Ориентир по купону 7,20–7,40%, что соответствует доходности к оферте 7,33 – 7,54%.

Отдельные показатели деятельности банков по МСФО												
	НОМОС-БАНК			Промсвязьбанк			Банк Санкт-Петербург			ЗЕНИТ		
Рейтинги (M / S$P / F)	Ba3 / - / BB-			Ba2 / - / BB-			Ba3 / - / -			Ba3 / - / B+		
Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%
Активы	277	530	91%	471,21	475,13	1%	236	273	16%	186	200	7%
Кредиты (net)	163	339	109%	266	311	17%	158	183	16%	101	127	26%
Кредиты (gross)	180	355	97%	305,27	348,62	14%	174	202	16%	109	137	25%
доля в активах	58,7%	64,0%	---	56,5%	65,4%	---	67,1%	67,1%	---	54,4%	63,6%	---
NPL (>90дн.)	6,2%	2,4%	---	12,3%	9,2%	---	7,4%	5,1%	---	n / a	n / a	---
уровень резервов	9,5%	4,4%	---	12,7%	10,8%	---	9,1%	9,6%	---	7,5%	7,2%	---
Вложения в финансовые активы	59	82	39%	48	49	2%	30	37	24%	16	24	46%
доля в активах	21,4%	15,5%	---	10,2%	10,3%	---	12,7%	13,7%	---	8,7%	11,8%	---
Средства клиентов	134	313	134%	297,05	289,55	-3%	176	192	9%	105	116	11%
доля в активах	48,4%	59,1%	---	63,0%	60,9%	---	74,7%	70,4%	---	56,3%	58,1%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	22,6%	15,6%	---	14,3%	14,4%	---	15,2%	12,7%	---	18,6%	16,3%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)**	18	20	17%	26	21	-20%	10	12	15%	8	7	-8%
Прибыль**	4	10	145%	-0,63	2,48	---	1	4	543%	2	4	75%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%
Рентабельность собственных средств	12,2%	18,1%	5,9%	отриц.	6,0%	---	2,9%	15,3%	12,4%	11,5%	17,5%	6,0%
Рентабельность активов	1,6%	2,5%	0,9%	отриц.	0,5%	---	0,3%	1,6%	1,3%	1,1%	1,9%	0,8%
C / I	29,2%	43,0%	13,8%	39,1%	52,8%	13,6%	25,1%	31,6%	6,5%	42,9%	51,0%	8,1%
NIM*	7,7%	5,3%	-2,4%	5,9%	5,8%	-0,1%	5,2%	4,9%	-0,3%	4,6%	3,9%	-0,7%

* для Промсвязьбанка данные приведены за Q4 2010 и Q4 2009

** для НОМОС-БАНКа - данные посчитаны, исходя из консолидации показателей Ханты-Мансийского Банка с начала 2010 года

Источник: данные Банков, расчеты НОМОС–БАНКа.

В целом, Банк ЗЕНИТ традиционно позиционируют относительно ТОП–20 банков, хотя сам Эмитент не входит в данный перечень, устойчиво занимая 22 место. Поскольку МДМ–Банк отчитается за 2010 год по МСФО только на следующей неделе, ограничимся сравнением с НОМОС–БАНКом, Промсвязьбанком и Банком Санкт–Петербург. Сразу отметим, что Эмитент уступает по рейтингу Fitch сравниваемым банкам, тем не менее, присутствие Татнефти в акционерах и положительная история на долговом рынке формируют позитивное восприятие облигаций Эмитента инвесторами.

Как уже было сказано, Банк ЗЕНИТ заметно уступает перечисленным кредитным организациям по размеру активов – 200 млрд руб. Темпы роста валюты баланса у Банка были ниже среднеотраслевых – всего «+7%», тем не менее, это было все же выше, чем у Промсвязьбанка. Среди минусов можно отметить низкую транспарентность кредитной организации – часть показателей, в том числе по качеству кредитного портфеля не раскрывается. Приходится опираться на уровень резервов, который вполне можно назвать «умеренным». В качестве отрицательного фактора также можно выделить достаточно высокое значение показателя Cost / Income, однако это не мешает все же генерировать неплохую прибыль – по рентабельности активов Банк обогнал остальные сравниваемые кредитные организации. Последнее было обусловлено не столько процентными доходами, сколько сокращением отчислений в резервы и ростом непроцентных доходов. Маржинальность же основной деятельности остается крайне низкой – NIM по итогам 2010 года составила 3,9%, что заметно ниже среднеотраслевого значения.

С точки зрения достаточности капитала нельзя не отметить, что хотя по Базелю он довольно комфортный и выше, чем у других банков, тем не менее по РСБУ показатель достиг значения Н1=11,89% и вероятно, в скором времени Банку потребуется пополнение капитала.

Среди положительных моментов отметим сохранение существенного объема ликвидности на конец 2010 года – размер денежных средств и их эквивалентов составил 30,9 млрд руб. или 15,5% активов. В результате, на отрезке

до 1 месяца мы видим избыток ликвидности в размере 8,9 млрд руб., а вот на отрезке до 1 года (накопительным итогом) liquidity gap отрицательный – «–22,9» млрд руб. Таким образом, размещение 1,5–летнего займа будет способствовать выравниванию ситуации со структурой пассивов.

С точки зрения рынка, диверсификация по заимствованиям слабая – новым займом Банк ЗЕНИТ продолжает насыщать рынок короткими ценными бумагами: при уже обращающихся в настоящий момент пяти выпусках этот выпуск обещает быть самым «длинным». Наиболее близок ему по дюрации заем серии БО–02 (YTP 6,97% / 474 дн.), который можно назвать достаточно ликвидным. Исходя из этого, мы рекомендуем участвовать в размещении при доходности 7,3–7,4% – в целом, это вполне будет отвечать рыночной конъюнктуре. Тем не менее, на рынке можно найти довольно привлекательные альтернативы, при ненамного более высоких рисках дающие заметную премию: Банк Санкт–Петербург (Ba3 / – / –) серии БО–04 торгуется с YTP 7,79% / 534 дн., ХКФ–Банк (Ba3 / B+ / –) серии 06 – YTP 7,88% / 539 дн.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Акрон снова выходит на долговой рынок – верхняя граница выглядит справедливо.

В конце мая ожидается размещение на ММВБ двух выпусков облигаций ОАО «Акрон» (B1/B+ от Moody's/Fitch) по 3,75 млрд руб. каждый, по которым в настоящее проходит процесс book–building. Срок обращения бумаг составит 10 лет, при этом предусмотрена оферта через 3 года. Озвученный организаторами ориентир по купону – 7,95–8,25%, что соответствует доходности к оферте 8,11–8,42%.

ОАО «Акрон» уже известно инвесторам – на рынке обращаются два выпуска бондов, которые за время повышенного спроса на понятные корпоративные риски с начала текущего года имели возможность довольно уверенно расти в цене и в настоящее время торгуются с доходностью, сопоставимой с характеристиками высоконадежных эмитентов.

Финансовые результаты по МСФО						
млн руб.	АКРОН			ЕвроХим		
	2009	2010	2010 / 2009,%	2009	2010	2010 / 2009,%
Балансовые показатели						
Активы	84 932	98 078	15,5%	128 776	149 468	16,1%
Основные средства	20 475	24 091	17,7%	56 382	73 122	29,7%
Права на разведку ПИ	21 690	23 610	8,9%	7 271	7 318	0,6%
Запасы	5 858	7 165	22,3%	8 105	9 828	21,3%
Денежные средства и их эквиваленты	7 706	7 597	-1,4%	10 677	8 897	-16,7%
Финансовый долг, в том числе	32 361	35 854	10,8%	47 773	42 827	-10,4%
долгосрочный	19 812	22 719	14,7%	35 281	30 237	-14,3%
краткосрочный	12 549	13 134	4,7%	12 491	12 590	0,8%
Чистый долг	24 654	28 257	14,6%	37 096	33 930	-8,5%
Показатели прибылей и убытков						
Выручка	37 542	46 738	24,5%	73 577	97 788	32,9%
Валовая прибыль	13 603	18 858	38,6%	30 693	47 582	55,0%
Операционная прибыль	5 374	8 741	62,6%	10 712	26 026	143,0%
EBITDA	7 275	10 336	42,1%	16 500	29 900	81,2%
Уплаченные %	364	694	90,7%	1 984	2 066	4,2%
Чистая прибыль*	3 440	6 279	82,6%	-	-	-
Чистая прибыль по отчетности	7 256	6 279	-13,5%	11 075	20 052	81,1%
Денежный поток от операционной деятельности	6 107	7 720	26,4%	17 539	26 194	49,3%
Основные финансовые коэффициенты						
Рентабельность EBITDA	19,4%	22,1%	+2,7 п.п.	22,4%	30,6%	+8,2 п.п.
Рентабельность чистой прибыли**	9,2%	13,4%	+4,2 п.п.	-	-	-
Финансовый долг/EBITDA	4,45	3,47	-0,98x	2,90	1,43	-1,47x
Чистый долг/EBITDA	3,39	2,73	-0,66x	2,25	1,13	-1,12x
EBITDA/уплаченные %	19,98	14,89	-5,09x	8,32	14,47	-6,15x

** без учета эффекта от продажи доли ОАО "Сибнефтегаз"*

*** по прибыли без учета доп. дохода от ОАО "Сибнефтегаз"*

Источник: данные Компаний, расчеты НОМОС–БАНКа

Из сильных сторон кредитного профиля Эмитента можно отметить уверенные темпы роста операционных и финансовых показателей в течение 2010 года, которым способствовала благоприятная ценовая конъюнктура при увеличении объемов выпуска товарной продукции, в том числе и характеризующейся более высокой добавленной стоимостью. Так, за прошлый год общий выпуск товарной продукции вырос на 8,3% до 5,8 млн тонн, в том числе по сложным удобрениям – «+15,7%» до 2,4 млн тонн. Выручка ОАО «Акрон» в 2010 году, согласно, данным МСФО, выросла на 24% до 46,738 млрд руб. При этом EBITDA увеличилась на 42%, до 10,336 млрд руб. Норма EBITDA относительно показателя 2009 года возросла на 3%, до 22%.

При этом не будем упускать из виду те «недостатки» как в части характеристик самой Компании, так и структуры планируемых сделок, которые в доходности новых бумаг, на наш взгляд, должна компенсировать дополнительная премия. По кредитному профилю отметим, что высокая инвестиционная активность, связанная с реализацией проекта «Олений Ручей» по укреплению сырьевой базы фосфатного направления, а также модернизации и расширению производственного комплекса, обусловила необходимость увеличения масштабов заемного финансирования. В прошлом году это выразилось в росте кредитного портфеля до 35,85 млрд руб. И исходя из того, что инвестпланы только по проекту «Олений Ручей» запланированы на уровне 5,9 млрд руб., вполне вероятно дальнейшее увеличение объемов кредитного портфеля. Вместе с тем, риски рефинансирования для Акрона совсем не выглядят угрожающими: рост маржинальности поддержал укрепление качества покрытия долга: соотношение Чистый долг/EBITDA снизилось до 2,73х с 3,39 по итогам 2009 года.

По структуре выпуска могут быть определенные «претензии» в части амбициозного срока новых займов – 10 лет, однако наличие оферты через 3 года отчасти сглаживает общее впечатление, особенно на фоне назревающего осторожного отношения к длинным бумагам.

На наш взгляд, находящиеся в обращении выпуски Акрон–2 (YTP 6,16%/137 дн) и Акрон–3 (6,28%/346 дн) «слабые» для того, чтобы стать индикаторами справедливой доходности новых бумаг. Во–первых, их ликвидность весьма ограничена. Во–вторых, за время ажиотажного спроса на выпуски 2 эшелона с понятными рисками их доходности перешли на уровни, соответствующие выпускам эмитентов, характеризующихся более качественным финансовым профилем. Мы также допускаем, что переоцененности бумаг Акрона способствовал их ломбардный статус. На текущий момент наиболее выразительным ориентиром для бумаг Акрона могут стать облигации холдинга ЕвроХим характеризующегося схожими отраслевыми рисками, а также перспективами ломбардного статуса в силу наличия рейтинга от международных агентств (BB/BB от S&P/Fitch), хотя и здесь можно высказать определенные претензии относительно слабой ликвидности и более длинной дюрации. По итогам последних сделок доходность бумаг ЕвроХима к оферте во второй половине 2015 года составляет порядка 8,3% годовых.

На наш взгляд, находящиеся в обращении выпуски Акрон–2 (YTP 5,24%/131 дн) и Акрон–3 (6,06%/340 дн) слабы для того, чтобы стать индикаторами справедливой доходности новых бумаг. Премия за потенциальные риски увеличения кредитного портфеля, вероятное усиление долговой нагрузки при изменении конъюнктуры товарных рынков в перспективе ближайших 3 лет на менее комфортную вкупе с планируемым ужесточением Банком России процентной политики неоспорима.

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

«Ренова–СтройГруп»: пре–маркетинг дебютных облигаций.

«Ренова–СтройГруп» начала пре–маркетинг 3–летнего выпуска облигаций ООО «РСГ–Финанс» серии 01 объемом 3 млрд руб. Размещение облигаций Эмитента будет осуществляться в форме book–building. Планируемый период сбора заявок на ценные бумаги приходится на вторую половину мая 2011 года. Индикативная ставка купона по облигациям Компании находится в диапазоне 10,75–11,25% годовых, что соответствует доходности 11,04–11,57% годовых к оферте 1,5 года. Облигации обеспечены поручительством головной компании Группы RSG International Ltd. Планируется включение ценных бумаг в котировальный список «В» ММВБ.

Финансовые результаты сравниваемых компаний за 2010 год (МСФО)			
млрд руб.	ЛСР	ЛенСпецСМУ	РСГ
Основные финансовые показатели			
Выручка	49,950	17,709	13,866
EBITDA	8,687	5,575	4,502
Чистая прибыль	1,771	3,778	2,693
Финансовый долг	31,703	9,164	20,927
Чистый долг	30,376	6,413	19,821
Показатели эффективности и покрытия долга			
Рентабельность EBITDA	17,4%	31,5%	32,5%
Рентабельность по чистой прибыли	3,5%	21,3%	19,4%
Чистый долг/EBITDA	3,50	1,15	4,40
Кредитный рейтинг			
S&P	B/Стабильный	B/Стабильный	-
Fitch	-	-	-
Moody's	B2/Стабильный	-	-

Источник: данные Компаний, расчеты НОМОС–БАНКа

Среди компаний строительного сектора, чьи облигации обращаются на долговом рынке (ЛСР и ЛенСпецСМУ), с «Ренова–СтройГруп» в большей степени по масштабам и эффективности бизнеса соотносится ЛенСпецСМУ (ЛСС): по выручке – 13,9 млрд руб. против 17,7 млрд руб. соответственно; по рентабельности EBITDA – 32,5% против 31,5% соответственно. Что касается долговой нагрузки, то здесь наиболее комфортный уровень был у ЛСС, нежели у РСГ: соотношение Чистый долг/EBITDA составило 1,15х против 4,40х соответственно. В то же время без учета долга РСГ перед акционерами в размере 9,2 млрд руб. (ожидается, что в 2011 году он будет включен в уставный капитал) соотношение Чистый долг/EBITDA в 2010 году составило 2,40х, а в 2011 году прогнозируется Компанией на уровне 3,76х, который сложно назвать комфортным, но вполне характерным для отрасли (например, у ЛСР Чистый долг/EBITDA в 2010 году составило 3,50х). Вместе с тем, у РСГ в отличие от ЛСС отсутствует кредитный рейтинг, которым Компания пока только планирует обзавестись, для чего у нее уже имеется аудированная отчетность по МСФО, кроме того, создана прозрачная юридическая структура. Таким образом, в настоящее время предлагаемые облигации лишены возможности попасть в Ломбард ЦБ. В поддержку кредитному профилю РСГ можно отнести наличие у Компании сильного акционера в лице ГК Ренова (стоимость активов по итогам 1 полугодия 2008 года оценивалась в 28,7 млрд долл.), которая владеет 75% минус 1 акция Группы. В свою очередь, структура самого облигационного займа, на наш взгляд, является слабой, поскольку на долговой рынок «Ренова–СтройГруп» выходит через SPV–компанию ООО «РСГ–Финанс», а головная структура RSG International Ltd. (поручитель по займу) имеет кипрскую «прописку». Учитывая более слабое кредитное качество РСГ в сравнении ЛСС, а также структуру облигационного займа, предложенная премия к облигациям ЛСС серий 01 и БО–1 на уровне 270–320 б.п., на наш взгляд, выглядит вполне оправданной.

Между тем, следует отметить, что «Ренова–СтройГруп» уже не первая компания из строительного сектора, которая начинает пре–маркетинг своих облигаций. Так, еще в начале апреля этого года свои биржевые облигации предложил Холдинг Setl Group, а именно ООО «Сэтл Групп» серии БО–1 объемом 1 млрд руб., индикатив ставки купона по которым составил 12,0–12,7% годовых, что соответствует доходности на уровне 12,36–13,10% годовых к оферте также через 1,5 года. При этом Компания из «Северной столицы» планировала размещение своих бумаг в апреле–мае этого года, но пока так и не решилась на конкретные действия.

Таким образом, принимая во внимание все выше перечисленное, мы считаем, что дебютный выпуск облигаций ООО «РСГ–Финанс» может представлять интерес для инвесторов, готовых к риску, начиная уже с нижней границы ориентира, за что Эмитентом предлагается соответствующая премия, в том числе и к бумагам энергетических компаний «материнской» ГК Ренова (ТГК–5, 6 и 9).

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Сэтл Групп: первичное предложение.

В начале апреля этого года пре–маркетинг выпуска биржевых облигаций серии БО–1 объемом 1 млрд руб. начала компания Сэтл Групп. Индикатив ставки купона по бумагам составляет 12,0–12,7% годовых, что соответствует доходности на уровне 12,36–13,10% годовых к оферте через 1,5 года. Планируемая дата размещения – апрель–май этого года. Эмитент не новичок на долговом рынке и в настоящее время в обращении находится выпуск облигаций серии 01 (YTM 12,59%/341 дн.), который, тем не менее, не отличается ликвидностью, что затрудняет позиционирование нового займа относительно него. Вместе с тем, совсем недавно, 24 марта 2011 года, состоялось размещение биржевых облигаций эмитента из строительной отрасли компании ЛСР серии БО–3 объемом 2 млрд руб. По итогам book building ставка 1 купона по данному выпуску была установлена на уровне 9,5% годовых, что соответствует доходности 9,73% годовых к погашению через 3 года. Стоит отметить, что в ходе пре–маркетинга к облигациям ЛСР был проявлен повышенный интерес инвесторов, поскольку сначала предложенный выпуск меньшего объема серии БО–4 объемом 1,5 млрд руб. был заменен на бумаги большего номинала серии БО–3 объемом 2 млрд руб., а затем, ориентир доходности по облигациям был понижен организатором займа с 9,65–9,9% годовых до 9,5–9,65% годовых.

Финансовые результаты сравниваемых компаний за 1 пол. 2010 года (МСФО)			
млрд руб.	ЛенСпецСМУ	ЛСР	Сэтл Групп
Основные финансовые показатели			
Выручка	8,558	17,717	2,788
EBITDA	3,668	2,923	0,439
Чистая прибыль	2,539	-0,613	0,176
Финансовый долг	5,365	35,891	6,421
Чистый долг	3,885	28,198	6,270
Показатели эффективности и покрытия долга			
Рентабельность EBITDA	42,9%	16,5%	15,7%
Рентабельность по чистой прибыли	29,7%	-	6,3%
Чистый долг/EBITDA	0,53	2,40	3,76

Источник: данные Компаний, расчеты НОМОС–БАНКа

Между тем, ЛСР, как и Сэтл Групп, главным образом оперирует в Санкт–Петербурге, но отличается от последней более крепким кредитным профилем. Так, согласно отчетности за 1 полугодие 2010 года по МСФО, по масштабам бизнеса ЛСР превосходит Сэтл Групп в более чем 6 раз, по размеру показателя EBITDA – практически в 7 раз, а соотношение Чистый долг/EBITDA, по итогам 1 полугодия 2010 года было существенно ниже и составило 2,4х против 3,76х соответственно. Похожую ситуацию можно наблюдать в сравнении Сэтл Групп с другим участником долгового рынка компанией ЛенСпецСМУ (ЛСС), выручка которой за январь–июнь 2010 года была выше в 3 раза, показатель EBITDA – в 8 с лишнем раз, соотношении Чистый долг/EBITDA составило 0,53х. Не в пользу Сэтл Групп выступает отсутствие международного кредитного рейтинга, которые присутствуют у ЛСР и ЛСС от Fitch и S&P соответственно – на уровне «B». Учитывая более слабое кредитное качество Сэтл Групп на фоне ЛСС и ЛСР, мы считаем премию свыше 400 б.п. к бумагам этих компаний вполне уместной.

В то же время напомним, что у Сэтл Групп на долговом рынке положительная кредитная история. Компания, несмотря на кризис, смогла в 2009 году пройти оферту по облигациям серии 01, выкупив у владельцев 60,25% выпуска на 615 млн руб. Тем не менее, учитывая заметные различия в кредитных метриках обозначенных компаний, мы считаем, что новые облигации Сэтл Групп могут подойти инвесторам готовым к очевидным рискам, которым будет интересным принять участие в размещении по верхней граница заявленного ориентира.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240,Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
Аналитика	**(495) 797-32-48**	**research@nomos.ru**
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полютов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
Сопровождение эмиссий	**(495) 797-32-48**	
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна/ ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе. Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.

Аналитическое управление
(495) 797-32-48
E-mail: research@nomos.ru

НОМОС БАНК