

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
ЗСД 01	- / - / -	госгарантия	5 000	3 июн	7 июн	8,5-9,0%/ 8,68-9,20%	п / а	5/20	≥9,0%
ЗСД 02	- / - / -	госгарантия	5 000						
Евраз-Холдинг Финанс 07	B+ / - / BB-**	да	15 000	3 июн	7 июн	8,5-8,75%/ 8,68-8,94%	п / а	5/10	≥8,8%
Евраз-Холдинг Финанс 05 NEW			5 000						
РМК-Финанс 04	- / - / -	нет	5 000	7 июн	9 июн	9,2-9,7%/ 9,41-9,94%	п / а	3/15	≥9,41%
Мечел 17	B1 / - / -	да	5 000	7 июн	9 июн	8,75-9,0%/ 8,94-9,2%	п / а	5/10	≥9,0%
Мечел 18		да	5 000						
НК Альянс 04	B+ / - / B**	да	5 000	9 июн	14 июн	9,5-10%/ 9,73-10,25%	п / а	5/10	≥10%
Сэтл Групп БО-01	- / - / -	нет	1 000	10 июн	15 июн	12,0-12,7% / 12,36-13,1%	п / а	1,5 / 3	≥13,0%
Санкт-Петербург Телеком (пор-во Tele2 Russia Holding AB) NEW	- / BB+	да	5 000	22 июн	24 июн	9-9,5%/9,20-9,72%	п/а	5/10	п/а
РСГ-Финанс 01*	- / - / -	нет	3 000	п/а	п/а	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	п / а	1,5 / 3	≥11,04%

Аукцион

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Дата размещения	Ориентир купона/доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Самарская область	Ba1/BB+/-	Да	12 200	8 июн	7,5-7,85%/7,71-8,08%	аморт/3,2	≥7,71%
Республика чувашия	Ba2/-/-	Нет	1 000	15 июн	8,0%/7,6-8,0% (цена 101,5-100,5%)	-/3	≥8%(цена 100,5%)

Итоги размещений и закрытие книг на этой неделе

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
Акрон 04	B1 / - / B+	да	3 750	27 май	31 май	7,95-8,25%/ 8,11-8,42%	7,95%/8,11%	3/10
Акрон 05			3 750					
Кокс БО-2	B2 / B / -	нет	5 000	30 май	1 июн	8,7-9,0%/ 8,9-9,2%	8,7%/8,9%	- / 3

* - pre-marketing

** - рейтинг головной компании

Комментарии:

Бумаги Самарской области интересны, начиная с нижней границы, Чувашии – ближе к верхней границе. 2

Новое предложение в сегменте «Металлургия и Добывающий сектор»: Евраз и/или Мечел? 3

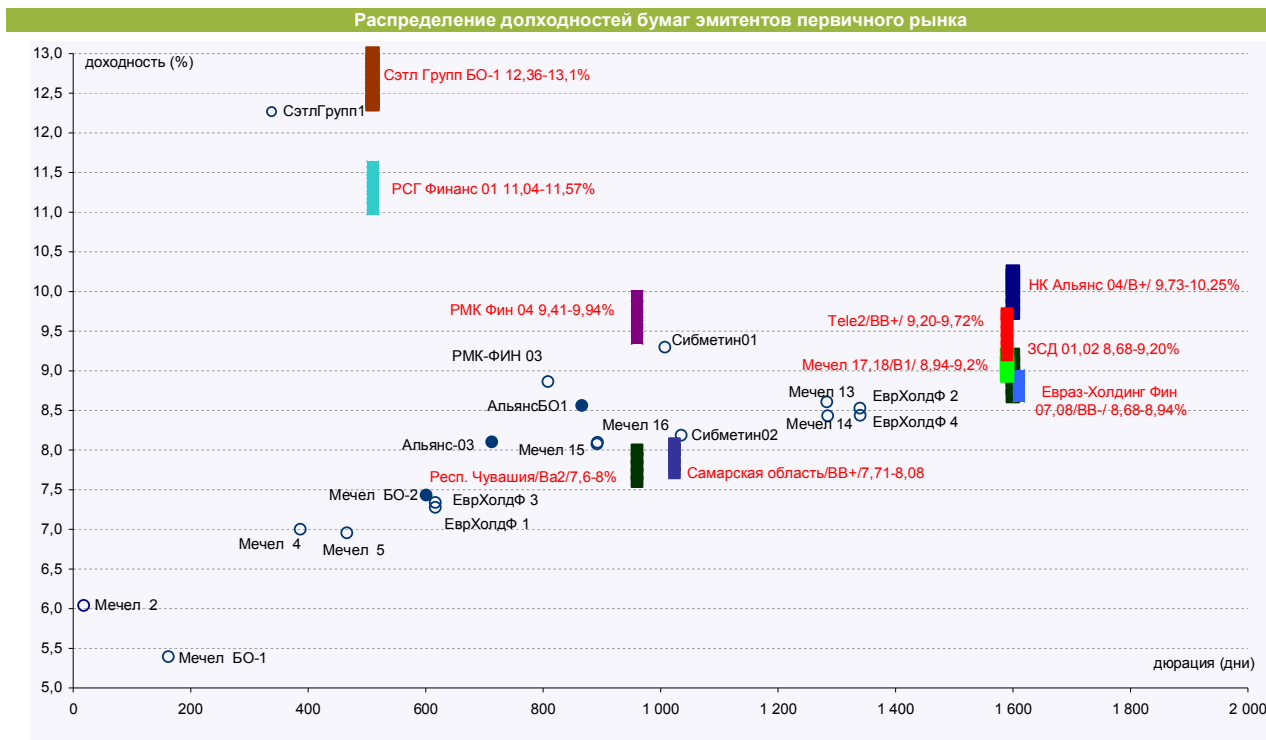
РМК: риски велики, но интересно по нижней границе. 5

Alliance Oil Company – с премией, но срочность выпуска сдерживающий фактор. 6

Западный скоростной диаметр – первичное предложение интересно с доходностью ближе к 9% годовых. Госгарантия начинает действовать с 1 января 2014 года. 8

«Ренова–СтройГрупп»: пре–маркетинг дебютных облигаций. 9

Сэтл Групп: первичное предложение. 10



Бумаги Самарской области интересны, начиная с нижней границы, Чувашии – ближе к верхней границе.

На этой неделе стало известно о первичном предложении сразу двух эмитентов субфедерального долга, которые уже длительное время известны рынку: Самарской области и Чувашии. Напомним, у Самарской области сейчас в обращении находится 4 выпуска облигаций, а у Чувашии – 3 облигационных займа.

Так, Самарская область планирует 8 июня 2011 года провести аукцион по размещению облигаций серии 35007 весомым объемом 12,2 млрд руб. со сроком обращения 5,5 лет. Погашение бумаг имеет амортизационную структуру: по 10% от номинала погашается в дату выплат 9 и 10 купонов, 20% – 12 купона, по 10% – 13, 14, 17, 18, 21 и 22 купоны. Дюрация выпуска составляет 3,2 года. Ориентир ставки купона находится в диапазоне 7,5–7,85% годовых, что соответствует доходности 7,71–8,08% годовых к погашению.

Вместе с тем, Чувашия предлагает 3–летние облигации серии 31008 объемом 1 млрд руб. Аукцион будет проходить по определению цены (ставка 1 купона установлена на уровне 8% годовых) и намечен на 15 июня 2011 года. Ориентир эффективной доходности к погашению бумаг установлен в диапазоне 7,6–8% годовых.

В свою очередь, мы рекомендуем принять участие, прежде всего в размещении облигаций Самарской области, которая по кредитному качеству (масштабам бюджета, доле собственных доходов, долговой нагрузке) и уровню кредитных рейтингов превосходит Чувашию. Кроме того, у облигаций области есть все шансы попасть в Ломбард ЦБ, чего не могут предложить бумаги республики.

Вместе с тем, новые бумаги Самарской области дают большую премию к кривой ОФЗ (порядка 90–130 б.п.) и Москвы (около 60–100 б.п.), нежели предлагают уже обращающиеся выпуски региона (около 60–80 б.п.), ликвидность которых к тому же находится на невысоком уровне (можно выделить только выпуск серии 35005 (УТМ 6,16%/0,65 года), где наблюдается некоторая активность). Учитывая данный факт, мы считаем, что первичное предложение бумаг Самарской области может быть интересным, начиная с нижней границы. Данные уровни также могут подтвердить итоги прошедшего на прошлой неделе размещения облигаций Республики Саха (Якутия) серии 35003 объемом 2,5 млрд руб., доходность по которым составила 7,80% годовых при чуть большей дюрации 3,65

года. Напомним, инвесторы проявили повышенный интерес к данным бумагам: в ходе аукциона было подано 75 заявок на сумму более 9,2 млрд руб., превысив предложение в 3,7 раза.

Что касается бумаг Чувашии, то обращающиеся выпуски республики вряд ли могут выступить хорошим ориентиром по доходности для первичного предложения, учитывая их минимальную ликвидность. В свою очередь, мы считаем, что участие в размещении бумаг Чувашии может представлять интерес ближе к верхней границе ориентира, поскольку данные облигации, по нашим оценкам, должны нести премию к новым бумагам Самарской области с учетом различий в кредитном качестве и в срочности (3 года против 5,5 лет) на уровне 30–50 б.п., то есть при спреде к ОФЗ порядка 130–150 б.п.

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.															
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%
Чувашия	27,2	27,2	100,1%	14,1	14,3	101,1%	31,2	29,3	94,2%	-4,0	-2,1	53,3%	10,0	69,9%	52,5%
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%
Краснодарский край	124,5	125,3	100,6%	83,0	83,8	101,0%	147,5	136,1	92,3%	-23,0	-10,8	47,1%	23,2	27,6%	66,9%

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС–БАНКа

Основные показатели бюджетов сравниваемых регионов на 2011 год и их исполнение на 1 апреля 2011 года															
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.															
Самарская область	89,8	21,2	23,6%	76,1	16,7	22,0%	100,4	17,6	17,5%	-10,6	3,6	-	25,2	37,7%	84,7%
Чувашия	25,4	6,7	26,3%	14,8	3,2	21,7%	28,8	5,6	19,5%	-3,4	1,0	-	8,0	62,4%	48,0%

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС–БАНКа

Полный комментарий к размещению, в том числе с оценкой кредитного профиля регионов, смотрите по ссылке http://st.finam.ru/ipo/comments/Special_primary_27052011.pdf

Новое предложение в сегменте «Металлургия и Добывающий сектор»: Евраз и/или Мечел?

Холдинг Евраз продолжает сбор заявок на участие в размещении облигации серии 07 своей SPV–компании «ЕвразХолдинг–Финанс» на сумму 15 млрд руб., а на днях объявил, что предложение увеличивается еще на 5 млрд руб. за счет размещения и бумаг серии 05. Группа Мечел также находится в процессе bookbuilding по выпускам серий 17 и 18 по 5 млрд руб. каждый. Схожей характеристикой предлагаемых бумаг является выбранный эмитентами срок до погашения – 10 лет, а также возможность предъявить бумаги к оферте через 5 лет с момента размещения, что может подтолкнуть как к идее выбора альтернативы, так и осуществления «диверсификации» новых позиций. В части прозвучавших ориентиров можно отметить, что по бумагам Евраза и по серии 05 и по серии 07 ставка купона на 5 лет ожидается на уровне 8,5–8,75% (УТР 8,68–8,94%), при этом Мечел готов предоставить премию к выпуску Евраза на уровне 25 б.п., ориентируясь на ставку в диапазоне 8,75–9% (УТР 8,94–9,2%).

В этом году компании уже появлялись на долговом рынке: Мечел также с двумя выпусками рублевых облигаций серии с такими же параметрами по срочности, Евраз, размещая еврооблигации, часть средств от которых была направлена на рефинансирование выпуска еврооблигаций с погашением в 2013 году. Понимание о ключевых характеристиках финансового профиля по итогам 2010 года уже сформировалось и можно отметить существенные позитивные сдвиги, как в части восстановления ключевых финансовых показателей при поддержке благоприятной конъюнктуры товарных рынков, так и кредитного профиля в целом, где ключевое место мы отводим

ослаблению имеющейся ранее долговой нагрузки, а также оптимизации кредитного портфеля по срочности и стоимости заемных ресурсов.

В части долговой стратегии можно отметить стремление каждой из компаний к оптимизации, однако ключевым различием является то, что Группа Мечел находится в активной стадии реализации своего проекта по разработке Эльгинского месторождения и строительству подъездного пути к нему, который «отвлекает» на себя значительную часть привлекаемых заемных ресурсов, ограничивая маневренность в части рефинансирования имеющихся долгов, а также требует привлечения дополнительных средств (план по привлечению на текущий год, согласно заявлениям менеджмента, порядка 1 млрд долл.). Первые операционные потоки по Эльгинскому проекту, согласно заявлениям менеджмента, ожидаются во второй половине 2011 года, однако переход на круглогодичную загрузку мощностей ожидается не ранее 2013 года. Общий объем инвестрасходов на текущий год оценивается в 2 млрд долл. и основанная их часть капвложений в Эльгу. Руководство Мечела планирует IPO своих горнодобывающих активов, объединенных дивизионом «Мечел–Майнинг», однако пока никаких деталей планируемой сделки нет, при этом массовый прецедент не состоявшихся отраслевых IPO создает определенные опасения относительно процесса ее реализации.

млн долл	Группа Мечел			Евраз Холдинг		
	2009	2010	изм. %	2009	2010	изм. %
Основные балансовые показатели						
Активы	13 183	15 776	19,7%	16 952	17 601	3,8%
Основные средства	4 471	5 413	21,1%	8 585	8 607	0,3%
Запасы	1 036	1 867	80,2%	1 828	2 070	13,2%
Денежные средства и их эквиваленты	415	341	-17,8%	671	683	1,8%
Финансовый долг	5 998	7 318	22,0%	7 923	7 811	-1,4%
Долгосрочные займы	4 074	5 241	28,6%	5 931	7 097	19,7%
Краткосрочные займы	1 923	2 078	8,0%	1 992	714	-64,2%
Чистый долг	5 583	6 978	25,0%	7 252	7 128	-1,7%
Основные показатели прибылей и убытков, денежный поток						
млн долл	2009	2010	изм. %	2009	2010	изм. %
Выручка	5 754	9 746	69,4%	9 772	13 394	37,1%
ЕБИТДА	687	2 015	193,5%	1 237	2 350	90,0%
Чистая прибыль	73,7	657,2	791,2%	-292	532	-
Денежный поток от операционной деятельности	561,7	-147,4	-	1 698	1 662	-2,1%
Основные финансовые коэффициенты						
	2009	2010	изм. %	2009	2010	изм. %
Рентабельность ЕБИТДА	11,9%	20,7%	8,7 п.п	12,7%	17,5%	7,8 п.п
Рентабельность чистой прибыли	1,3%	6,7%	5,4 п.п	отр.	4,0%	-
Финансовый долг/ЕБИТДА	8,73	3,63	-5,1	6,41	3,32	-3,09
Чистый долг/ЕБИТДА	8,13	3,46	-4,67	5,86	3,03	-2,83

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС–БАНКА

В то же время основные действия Евраз сосредоточены главным образом на том, чтобы уменьшить масштабы имеющегося кредитного портфеля. И, на наш взгляд, именно данный аспект становится ключевым критерием при оценке инвестиционной привлекательности сравниваемых эмитентов. Кроме того «в пользу» Евраз свидетельствует и тот факт (если ориентироваться на последние новости), что Компания находится сейчас в преддверии сделки по продаже принадлежащего ей пакета акций шахты «Распадская», обещающей приток дополнительных ресурсов, в объеме до 2 млрд долл., большую из которых планируется также направить на рефинансирование имеющегося долга. В случае успешной реализации сделки Евраз по своим кредитным метрикам сможет приблизиться к более сильным представителям отрасли, что позволит нивелировать существующую разницу спредов и компенсирует инвесторам факт того, что выпуски «ЕвразХолдинг–Финанс», в отличие от облигаций Группы Мечел, не имеют статуса ломбардных.

На наш взгляд, при текущей конъюнктуре, ощущающей на себе давление факта того, что рынок может оказаться под давлением процесса повсеместных переоценок особенно в выпусках длинной дюрации, если ставки денежного рынка продолжают рост, обозначенные ориентиры и по облигациям ЕвразХолдинг–Финанс и по выпускам Мечела выглядят довольно оптимистично. Судя по всему, они базируются на перспективах укрепления финансового профиля каждой из компаний. И если руководствоваться этим принципом, мы считаем, что более

ощутимый апсайд возможных переоценок после еще большей оптимизации имеющейся долговой нагрузки несут в себе бонды ЕвразХолдинг–Финанс, хотя и бумаги Мечела «постараются» их догонять, реализуя дополнительно свой «ломбардный статус». С точки зрения диверсификации, мы считаем возможным участие в размещении и той, и другой компании. При этом целесообразным считаем ориентироваться на середину имеющегося диапазона. В бумагах Мечела, учитывая инвестпланы, вероятность появления в ближайшей перспективе нового предложения, на наш взгляд, выглядит довольно высоко, поэтому интересную для покупки ставку купона мы оцениваем на уровне не ниже 8,8% (УТР 9,0%) реализуемой. В бумагах Евраза покупку мы считаем интересной не ниже, чем с купоном в размере 8,6% годовых, что соответствует доходности к оферте 8,78% годовых и отражает наличие премии к сопоставимым по дюрации выпускам эмитентов, представляющим другие отрасли и характеризующимся более сильным кредитным профилем (в частности, бумагам ЕвроХим–03/BB от S&P и Fitch/УТР 8,38%, ВымпелКом–6, –7/BB от Fitch и Ва3 от Moody's/УТР 8,32%).

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

PMK: риски велики, но интересно по нижней границе.

В начале этой недели была открыта книга на бумаги Русской Медной Компании. 5–летние бонды с 3–летней дюрацией предлагаются с диапазоном купона 9,2–9,4% (УТР 9%). Учитывая отсутствия рейтинга и размещение через SPV, выпуск не претендует на вхождение в Ломбардный список ЦБ.

Вкратце напомним, что PMK это третий производитель меди на территории России после УГМК и Норильского никеля. За прошлый год Компания произвела 180 тыс. тонн меди, для сравнения Норникель за аналогичный период осуществил производство 389 тыс. тн. Компания разрабатывает 15 месторождений в России и 5 на территории Казахстана. Совокупные запасы оцениваются в 8 млн тн меди и 4 млн тн цинка. Ключевым акционером является Игорь Алтушкин, который в феврале текущего года продал 20% Компании Руслану Байсарову. В планах у PMK, как и ряда других компаний сектора провести IPO, о чем стало известно в мае нынешнего года. В рамках этого планируется реализовать около 20–25% от капитала и привлечь от 0,9 до 1,2 млрд долл.

Уже довольно традиционно PMK относится к категории эмитентов на границе второго и третьего эшелонов, при этом не улучшая и, что не менее важно, не особо ухудшая свои кредитные метрики. Здесь мы отмечаем традиционно сохраняющийся уровень долга при весомых инвестиционных «аппетитах». Баллов Компании добавляет отсутствие, насколько нам известно, дефолтов и реструктуризаций в кризисные 2008–2009 годы, в отличие например от Русала. Однако основным фактором, который может поддержать идею покупки бондов Компании, по нашему мнению, является дефицит на рынке меди. Согласно данным ICSG (International Copper Study Group), дефицит меди за 2010 год составил 306 тыс. тн. В 2011 году ожидается дефицит на уровне прошлого года. Последнее является довольно весомым поддерживающим фактором для ценовых уровней, несмотря на то, что цены на медь являются довольно волатильными: за последние десять лет цена выросла с 1780 долл. за тонну до 7573 долл. в 2010 году. Текущий год стоимость металла начала с исторического максимума в 10 тыс. долл. за тонну, а потом на данных о росте запасов скорректировалась до коридора в 8,7–9 тыс. долл., где и сохраняется на сегодняшний день. «За» медь также может говорить рост потребления со стороны Китая, который является ключевым потребителем этого сырья. Вместе с тем, стагнация рынка электроники и машиностроения в Японии «не на руку» производителям металла. Однако, факт того, что значительная часть производства электроники осуществляется на сегодняшний день на территории «Поднебесной» несколько нивелирует падение производства в Японии. К плюсам кредитного профиля мы относим традиционно высокий уровень маржинальности, по сравнению с производителями других цветных металлов. Так, по итогам прошлого года показатель EBITDA margin составил 24,27%, для сравнения этот же показатель у Русала – 23,7%. Еще одним фактором, который мы относим в разряд укрепляющих финансовый профиль PMK является сохранение положительными рентабельности и операционного потока на протяжении последних трех лет, что удавалось далеко не всем металлургам. Вместе с тем, в столь радужную картину вносит минорные ноты довольно высокая долговая нагрузка PMK. На протяжении последних трех лет долг находился у отметки в 1 млрд долл. (1,08 млрд – '10 год), а изменение метрики Debt/EBITDA проходило за счет изменения прибыльности Группы. Так, по итогам прошедшего года соотношение составило 3x, против 4,7x и 5,2x в 2009 и 2008 годах соответственно. Касаясь структуры долга отметим, что в периоде 1–2 лет Компании предстоит найти средства на погашение 451,6 млн долл., что лишь на половину покрывается за счет операционного денежного потока. Вместе с тем, учитывая сохранение сложившейся ценовой конъюнктуры на рынке и опыт по рефинансированию своих обязательств в кризис, мы оцениваем такие риски как

довольно умеренные. Одним из ключевых слабых моментов, по нашему мнению, является довольно масштабная инвестиционная программа, общий объем которой до 2015 года, согласно данным СМИ, оценивается в 2,5 млрд долл. Таким образом, в среднесрочной перспективе ждать особого улучшения долговых метрик вряд ли приходится. Поддержка может прийти лишь от увеличения продаж за счет роста объемов, который в текущем году запланирован в 14%, а к 2015 году планируется удвоить выпуск металлов. «Ложку дегтя» в профиль Компании также может внести низкая информационная прозрачность Группы. Так, консолидированная отчетность распространяется лишь между инвесторами в рамках проходящего book-building по новому выпуску и не доступна на сайте. Вероятность дальнейшего раскрытия финансов по Группе, по нашему мнению, не является очевидным, особенно учитывая, что эмитентом выступает SPV – «РМК Финанс». Также стоит отметить, что в списке поручителей не значится холдинговая компания Russian Copper Company Limited, которая является собственником всех активов.

	Russian Copper Company Limited				RUSAL plc		
млн долл.	2008	2009	2010	%'09/'10	2009	2010	%
Основные финансовые показатели							
Выручка	960	830	1 461	76,0%	8 165	10 979	34,5%
Операционная прибыль*	54	156	293	87,5%	-63	2 031	-
ЕБИТДА**	119	212	355	67,6%	596	2 597	335,7%
Чист. операц. ден. поток	52	92	98	6,3%	1 286	1 738	35,1%
Чистая прибыль	-84	-55	159	-387,4%	821	2 867	249,2%
% расходы	80	83	83	-0,4%	1 987	1 529	-23,0%
Operation margin	5,6%	18,8%	20,1%	1%	-	18,5%	-
ЕБИТДА margin	12,4%	25,5%	24,3%	-1%	7,3%	23,7%	16%
Net profit margin	-8,8%	-6,7%	10,9%	18%	10,1%	26,1%	16%
	2008	2009	2010	%	2009	2010	%
Основные балансовые показатели							
Активы	1 539	1 485	1 701	14,5%	23 886	26 525	0,9%
Внеоборотные активы	1 207	1 077	1 190	10,5%	20 262	22 547	7,0%
Основные средства	791	728	800	9,8%	6 088	5 875	7,0%
Денежные средства	4	4	7	76,6%	491	236	-63,7%
Финансовый долг	1 036	989	1 078	9,0%	13 869	11 963	-1,1%
краткосрочный	797	622	146	-76,5%	2 752	1 361	-3,9%
долгосрочный	239	368	932	153,4%	11 117	10 602	4,5%
Чистый долг	1 031	986	1 072	8,7%	13 378	11 727	33,7%
Показатели покрытия долга							
Debt/ЕБИТДА	8,68	4,67	3,04	-1,63	23,27	4,61	-18,66
Net debt/ЕБИТДА	8,64	4,66	3,02	-1,63	22,45	4,52	-17,93
ЕБИТДА/%	1,50	2,54	4,27	1,73	0,30	1,70	1,40
Debt/Assets	0,67	0,67	0,63	-0,03	0,58	0,45	-0,13

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКА

Текущую неделю доходность обращающегося выпуска, как мы и предполагали снизилась на 20 б.п. дальнейший потенциал, по нашему мнению вряд ли возможен. Последние сделки проходили при УТР 8.86% (12.2013). Учитывая это, нижний уровень диапазона нового предложения кажется нам справедливым. Однако выходить за границу диапазона мы бы не рекомендовали, особенно принимая во внимание низкую информационную открытость Компании, а также масштабную инвестиционную программу, в результате которой мы вполне можем увидеть на долгом рынке новое предложение от РМК.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

Alliance Oil Company – с премией, но срочность выпуска сдерживающий фактор.

В четверг была открыта книга на размещение бондов Нефтяной компании Альянс. Бумаги со сроком обращения в 10 лет и офертой через пять лет предлагаются инвесторам с диапазоном купона 9,5–10% годовых.

Прежде всего отметим, что профиль Компании довольно хорошо известен как инвесторам в локальный, так и в рынок евробондов, на обоих площадках у Компании представлены бумаги. Вкратце напомним, что НК Альянс относится к довольно редкому сегменту средних нефтяных компании. По данным СМИ, контролирующим акционером, которому принадлежит около 50,3% акций объединенной Компании, является Муса Бажаев – брат

погибшего в марте 2000 года Зияди Бажаева, руководящего в середине 90-х Южной нефтяной компанией, осуществляющей в то время добычу нефти в Чеченской Республике.

К сильным сторонам Компании мы относим информационную открытость. Последнее обуславливается листингом на Стокгольмской фондовой бирже. Отметим, что общее количество миноритариев НК Альянс – 45 тыс., в том числе Испанская Rapsol. Еще одним моментом, говорящим «За» кредитный профиль, выступает маржа, опережающая средний показатель по сектору, а также планируемое к вводу в этом году Колвинское месторождение нефти, которое по планам может удвоить добычу Компании, а также завершение реконструкции Хабаровского НПЗ, способное увеличить долю светлых нефтепродуктов. Вместе с тем, весомым настораживающим фактором является активный рост долговой нагрузки. Так, согласно итогам первого квартала 2011 года, метрики Debt/EBITDA «остановилась» у отметки в 3х, и, очевидно, учитывая новый заем, соотношение может вырасти до 3,5х, то есть как раз в рамках ковенанта по евробонду. Вместе с тем, несколько нивелирующим фактором выступают применимые краткосрочные риски рефинансирования: в рамках года надо погасить только 122 млн долл., что вполне комфортно, в том числе, учитывая запас ликвидности на конец марта в 109 млн долл.

Финансовые результаты Alliance Oil (МСФО)						
млн долл.	2009	2010	%	1К2010	1К2011	%
Основные финансовые показатели						
Выручка	1726,4	2195,8	27,2%	501,1	678,7	35,5%
Операционная прибыль	453,6	307,3	-32,3%	69,9	117,5	68,0%
ЕБИТДА	387,9	438,4	13,0%	100,7	156,3	55,2%
Операц. ден.поток	315,4	203,8	-35,4%	-22,4	91,4	-
Чистая прибыль	345,0	226,3	-34,4%	58,8	113,1	92,2%
% расходы	34,2	21,6	-36,9%	7,9	7,2	-9,1%
Operation margin	26,3%	14,0%	-12%	14,0%	17,3%	3%
ЕБИТДА margin	22,5%	20,0%	-3%	20,1%	23,0%	3%
Net profit margin	20,0%	10,3%	-10%	11,7%	16,7%	5%
Основные балансовые показатели						
Активы	2727,0	3347,4	22,7%	3924,2	17,2%	
Внеоборотные активы	1998,4	2617,6	31,0%	3164,6	20,9%	
Основные средства	1957,3	2528,2	29,2%	3032,8	20,0%	
Денежные средства	336,4	98,8	-70,6%	109,1	10,4%	
Финансовый долг	710,1	1039,6	46,4%	1324,6	27,4%	
краткосрочный	345,5	127,1	-63,2%	122,5	-3,7%	
долгосрочный	364,7	912,5	150,2%	1202,2	31,7%	
Чистый долг	373,8	940,8	151,7%	1215,6	29,2%	
Показатели покрытия долга						
Debt/ЕБИТДА	1,83	2,37	0,54	3,02	0,65	
Net debt/ЕБИТДА	0,96	2,15	1,18	2,77	0,63	
ЕБИТДА/%	11,35	20,32	8,97	60,81	40,49	
Debt/Assets	0,26	0,31	0,05	0,34	0,03	

Источник: данные компании, расчеты НОМОС-БАНКА

Пятилетнюю срочность мы считаем довольно агрессивным предложением для Компании с не самыми ровными финансами. Вместе с тем, учитывая, что спрэд обращающихся бондов к ОФЗ на локальном рынке составляет 180–200 б.п., новый бонд в нижней границе предлагает премию к кривой суверенного долга начиная от 220 б.п. Однако инвесторам, готовым инвестировать в долгосрочные выпуски в текущей конъюнктуре, мы рекомендуем участвовать, начиная с середины указанного диапазона. В этом случае, во-первых, альтернативы со стороны бумаг с рейтингом нет, а во-вторых, по нашему мнению, с большей вероятностью сохраняется возможность апсайда при выходе на вторичный рынок. С другой стороны, неплохой заменой локальному предложению от Эмитента может выступить евробонд Vostok-15 со спрэдом к кривой российских валютных заимствований порядка 300 б.п.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

Западный скоростной диаметр – первичное предложение интересно с доходностью ближе к 9% годовых. Госгарантия начинает действовать с 1 января 2014 года.

На этой неделе ОАО «Западный скоростной диаметр» (ЗСД) открыло книгу заявок на 20-летние облигации серий 01 и 02 объемом по 5 млрд руб. каждый, закрытие которой намечено на 3 июня 2011 года, размещение запланировано на 7 июня. Индикатив ставки купона составляет 8,5–9,0% годовых, что соответствует доходности 8,68–9,20% годовых к оферте через 5 лет. Для комфорта инвесторов по выпускам предусмотрена госгарантия на номинальный объем (то есть на 10 млрд руб.), которую будут обеспечивать Министерство финансов РФ и Внешэкономбанк. Действие госгарантии распространяется и на оферту, и погашение бумаг в установленные даты, а также на досрочное погашение в случае нарушения обязательств по выплате купона. В то же время при наступлении гарантийного случая, согласно Правилам предоставления госгарантий, обязательство государством будет исполнено не ранее 1 января 2014 года. Последнее, по нашему мнению, является довольно весомой «ложкой дегтя» в структуре выпуска. Отметим, в целях поддержки проекта ЗСД бюджетом Санкт-Петербурга в рамках Долгосрочной целевой программы с 2013 года предусмотрено субсидирование возможного недостатка доходов (платы за пользование дорогами) на финансирование текущих затрат, включая выплаты по купонам облигационных займов. Так, субсидии города до 2016 года (до оферты) составят порядка 6,7 млрд руб. и до 2019 года – 9,4 млрд руб.

Вместе с тем, Эмитент выпусков ОАО «Западный скоростной диаметр» – компания, на 100% принадлежащая городу Санкт-Петербург. Прямое участие, учитывая негативный опыт аффилированных компаний московской области на долгом рынке, которыми регион владел не всегда напрямую, мы считаем как положительный момент. ЗСД занимается реализацией инвестиционного проекта строительства платной городской магистрали скоростного движения (допустимая скорость 110 км/час) общей протяженностью 46,6 км и максимальной интенсивностью движения более 100 тыс. автомобилей в сутки. ЗСД должен обеспечить связь транспортного узла Санкт-Петербурга, включая Большой порт (приходится около 60% контейнерного грузооборота российских портов), с сетью автомобильных дорог страны, а также разрешить транспортные проблемы города. Проект является достаточно сложным с точки зрения его интеграции в действующую инфраструктуру города (на эстакадные участки приходится около 55% магистрали), что приводит к его удорожанию (общая стоимость проекта оценивается в 211,7 млрд руб.). Строительство магистрали разбито на 3 участка: Северный (24,1 км), Центральный (13,8 км) и Южный (8,7 км). В настоящее время в большей степени готов Южный участок, строительство которого началось еще в 2005 году. В полном объеме он будет введен в платную эксплуатацию к концу 2011 года. В мае 2010 года также началось строительство Северного участка, открытие движения на котором запланировано на 2012 год. Реализации Южного и Северного участков ЗСД будет проходить с помощью федерального бюджета (20,6 млрд руб.), бюджета Санкт-Петербурга (33,6 млрд руб.) и выпуска облигационных займов (22,5 млрд руб.). Наиболее дорогостоящим в ЗСД является Центральный участок магистрали: его стоимость составит порядка 135 млрд руб. и будет он реализовываться в срок до 2014 года на основе государственно-частного партнерства (финансовое участие государства составит 50,7 млрд руб.) с привлечением международных компаний. Несмотря на целостность всего проекта ЗСД, ввод в эксплуатацию отдельных участков (Южного и Северного) может происходить независимо от реализации других его частей (Центральной). В свою очередь, объекты незавершенного строительства и участки дорог, введенные в эксплуатацию за счет бюджетных средств до 2011 года, внесены в уставный капитал Компании, которые в дальнейшем должны позволить ей обслуживать обязательства по облигационным займам.

Таким образом, очевидно, что бизнес Эмитента находится на стадии start up и еще не имеет практического подтверждения состоятельности своей бизнес-модели. В то же время Компания является 100% государственным проектом и имеет важное инфраструктурное значение для дальнейшего развития Санкт-Петербурга. Учитывая все это, а также наличие госгарантий по выпускам облигаций, мы считаем, что наиболее правильным для позиционирования облигаций ЗСД выбрать бумаги госкомпаний, также обеспеченные госгарантией, а именно: АИЖК, ОАК, ОБОРОНПРОМ. Среди обозначенных эмитентов наиболее ликвидными облигациями обладает АИЖК, в то время как размещение бумаг ОАК и ОБОРОНПРОМа проходило относительно недавно – весной этого года. Так, ОАК в марте, а ОБОРОНПРОМ в апреле-мае разместили дебютные выпуски облигаций с доходностью 8,16% годовых к погашению через 9 лет, после чего на вторичном рынке сделок по этим бумагам не наблюдалось. Между тем обозначенный индикатив доходности по бумагам ЗСД предполагает премию к кривой АИЖК около 45–95 б.п. На наш взгляд, наличие премии вполне оправдано, если учесть дебют ЗСД на долгом рынке, а также тот факт, что Компания еще не генерирует денежный поток. Принимая во внимание все выше перечисленное, мы считаем,

что предложение Эмитента выглядит интересным по верхней планке предложенного диапазона, то есть ближе к 9% годовых.

Александр Полутов
polyutov_av@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.

Среди компаний строительного сектора, чьи облигации обращаются на долгом 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 1,15x против 4,40x 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 2,40x, а в 2011 году прогнозируется Компанией на уровне 3,76x, который сложно назвать комфортным, но вполне характерным для отрасли (например, у ЛСР Чистый долг/EBITDA в 2010 году составило 3,50x). 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 долгом рынке «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.

Финансовые результаты сравниваемых компаний за 2010 год (МСФО)			
млрд руб.	ЛСР	ЛенСпецСМУ	РСГ
Основные финансовые показатели			
Выручка	49,950	17,709	13,866
ЕБИТДА	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	В/Стабильный	В/Стабильный	-
Fitch	-	-	-
Moody's	В2/Стабильный	-	-

Источник: данные Компаний, расчеты НОМОС–БАНКа

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 (УТМ 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
ЕБИТДА	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 ЕБИТДА	42,9%	16,5%	15,7%
Рентабельность по чистой прибыли	29,7%	-	6,3%
Чистый долг/ЕБИТДА	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 ЕБИТДА – практически в 7 раз, а соотношение Чистый долг/ЕБИТДА, 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 ЕБИТДА – в 8 с лишним раз, соотношении Чистый долг/ЕБИТДА 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 «В». 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
	Полюттов 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.