

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: Северсталь, Alliance Oil Company

1

Календарь размещений

Анонсированная дата	Эмитент	Серия	Объем, млрд руб.	Погашение/оферта	Организаторы	Ориентир организатора	Рекомендации НОМОС-БАНКа
19 февраля 2009 года	Северсталь	БО-2	10	3 года	Райффайзенбанк, Citi Bank	9,75-10,00%	не менее 10,4%
		БО-4	5				
road show	Alliance Oil Company	-	до 750 млн долл.	до 7 лет	Credit Suisse, .JP Morgan	до 10%	7,9-8,9%

Группа Северсталь

Ильин Илья
iilin_io@nomos.ru

Сегодня закрывается книга заявок на участие в размещении двух трехлетних выпусков биржевых облигаций Северсталь БО–2 и Северсталь БО–4 объемом соответственно 10 млрд и 5 млрд руб.

Размещение указанных выпусков происходит в рамках программы биржевых облигаций из 5 серий совокупным объемом 45 млрд руб., зарегистрированной в конце августа 2009 года.

Первый выпуск из этой программы – Северсталь БО–1 номиналом 15 млрд руб. был размещен в сентябре прошлого года с купоном 14%, а в настоящий момент торгуется с доходностью к оферте (дюрация 1,3 года) – 9,7%.

Таким образом, после практически полугодового перерыва Компания вновь выходит на первичный рынок, причем ориентир организаторов соответствует купону 9,75–10,0%(УТМ 10–10,25%), то есть предполагает премию за дюрацию в 30–55 б.п. Исходя из распределения выпусков металлургического сектора на кривой доходностей, индикативные ставки выглядят вполне рыночным предложением. В то же время, если в краткосрочном периоде кредитный профиль Эмитента выглядит вполне устойчиво, то в более отдаленной перспективе к нему неизбежно возникают определенные вопросы, на которые мы посчитали необходимым обратить внимание.

Параметры облигационных займов

Северсталь БО-2, БО-4

Эмитент*	ОАО "Северсталь"
Выпуск	Серия БО-02 и БО-04
Дата размещения	19.02.2010
Объем выпуска	10 и 5 млрд руб.
Купонный период	2 раза в год
Ставка купона	10-10,5%
Оферта	нет
Срок обращения	3 года

Источник: данные Компании

*Эмитентом выступает ОАО «Северсталь» – головная компания, консолидирующая основные активы Группы, бенефициаром которой является Алексей Мордашов, контролирующий более 82% акционерного капитала.

Коротко о Компании:

Северсталь (Компания, Холдинг, Группа) – входит в 20 крупнейших международных вертикально–интегрированных металлургических компаний и включает в единый Холдинг добывающие и сталелитейные активы. Ключевые производственные мощности Северстали расположены в России, США и Западной Европе.

Группа проводит четкую сегментацию бизнеса, объединяя предприятия в дивизионы по трем основным направлениям: «Северсталь Российская Сталь», консолидирующее активы в России и СНГ, «Северсталь Ресурс», обеспечивающее добычу и обработку железной руды, угля и золота, «Северсталь Интернэшнл», объединяющее заводы в Европе и Северной Америке.

Рейтинги Евраза

агентство	рейтинг	дата пересмотра
S&P	BB-/Негативный	17.07.2009
Fitch	B+/Негативный	21.07.2009
Moody's	Ba3/Негативный	26.05.2009

Источник: данные рейтинговых агентств

Профиль Эмитента:

Среди основных моментов, определяющих текущий профиль Северстали, мы выделяем следующие:

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: Северсталь, Alliance Oil Company

Восстановление операционных и финансовых показателей.

Начиная с конца 3 квартала 2008 года, Северсталь столкнулась с падением спроса и цен на свою продукцию, в результате чего, Группе, как и прочим металлургам, пришлось в значительной степени сократить объемы производства и закрыть ряд ставших неэффективными заводов. Так, в декабре загрузка мощностей в России была снижена на 50%, в Европе – на 40%, и США – на 60%.

Негативная ситуация в дивизионе «Северсталь Интернэшнл» усугубилась тем, что в США предприятия были ориентированы на автомобильный рынок, а в Европе – на строительный сектор. То есть отрасли, оказавшиеся наиболее чувствительными к последствиям кризиса.

Кроме того, заводы в США и Европе и в докризисный период не отличались высокой рентабельностью и некоторые из них до приобретения Северсталью в лучшем случае балансировали на уровне безубыточности. В результате этого, несмотря на принятые антикризисные меры и позитивные результаты «Северсталь Ресурс», Холдинг до конца 1 квартала 2009 года генерировал убыток на операционном уровне.

Позитивные тенденции в металлургическом рынке стали наблюдаться, начиная со 2 квартала 2009 года, когда благодаря конъюнктуре, а также сокращению издержек, Северсталь вышла на операционную прибыль (ЕБИТДА – 151 млн долл. при выручке 2,8 млрд долл.). В дальнейшем тенденция получила продолжение – в 3 квартале совокупное производство стали и проката выросло почти на 20%, а квартальная выручка Группы на 22% до 3,49 млрд, ЕБИТДА – до 375 млн долл.

По итогам последнего отчетного периода в 2009 году, Северсталь также продемонстрировала вполне положительные операционные результаты: выпуск стали остался на уровне предыдущего квартала – 4,6 млрд тонн, в то же время заводы в Европе увеличили выпуск проката на 63%, а производство труб большого диаметра на Ижорском трубном заводе выросло на 24%. При этом цены сбыта в США и России выросли на 10–25%, что, безусловно, должно позитивно сказаться на рентабельности деятельности.

Компания еще не раскрыла финансовые результаты за 4 квартал прошлого года, но опираясь на положительную динамику приведенных показателей, мы ожидаем, что выручка Группы в 4 квартале выросла на 15–20%, при ЕБИТДА в пределах 450–500 млн долл. (Официальная отчетность по МСФО за 2009 год будет опубликована 3 марта).

В 2010 году Компания планирует запустить ряд остановленных ранее производственных линий в США и, ожидая сохранения тенденции восстановления мировой экономики, ориентируется на дальнейший рост отдачи от своих зарубежных активов. Одновременно с этим Северсталь не отрицает возможность продажи части пакета акций данных активов стратегическому инвестору.

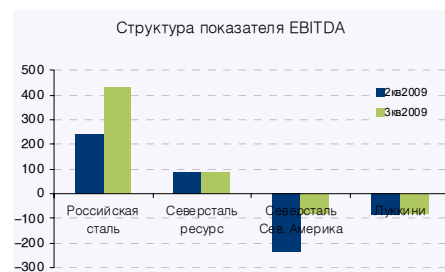
Резюмируя, хочется отметить, что кризис, наглядно показал – основные проблемы Северстали заключаются в зарубежных активах, отличающихся низкой рентабельностью, вследствие чего возникает высокая степень зависимости от конъюнктуры отрасли. Несмотря на оптимистичные заявления представителей Группы в отношении предприятий в США и Европе, ориентирующие на оживление спроса в регионах сбыта, мы весьма скептически оцениваем потенциал быстрого

Динамика производственной деятельности по крупнейшим металлургам за 4 кв 2008 и 1 кв 2009				
	1 кв. 2009/4 кв 2008	1 кв. 2009/4 кв 2008	1 кв. 2009	4 кв 2008
	выплавка стали	выпуск проката	средняя загрузка	
Сервесталь	21.0%	16.0%	74.0%	62.0%
Мечел	-5.5%	-0.8%	70.0%	68.0%
Евраз	4.3%	15.6%	70.0%	57.0%
НЛМК	21.0%	26.0%	77.0%	57.0%
ММК	25.6%	26.0%	60.0%	45.0%
Среднее	13.3%	16.6%	70.2%	57.8%

Источник: данные Компании

Производственные показатели Северстали				
тыс. тонн	1 кв 2009	2 кв 2009	3 кв 2009	4 кв 2009
Выпуск стали	3 797	3 813	4 519	4 621
Полуфабрикаты	357	139	551	433
Сортовой прокат	441	358	404	555
Листовой прокат	2 375	2 461	2 911	3 021
Изделия конечного цикла	317	345	229	179

Источник: данные Компании



Источник: данные Компании

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: Северсталь, Alliance Oil Company

восстановления экономики развитых стран и, соответственно, потребностей в металлопродукции.

Комфортный уровень ликвидности при высокой долговой нагрузке

Довольно агрессивная политика приобретения активов за счет заемного финансирования (в 2008 году на покупку предприятий в США Группа израсходовала около 3,1 млрд долл.) привела к существенному росту долга, на начало 2009 года составившего 8,26 млрд долл. Тем не менее, благодаря высокой рентабельности производства соотношение Долг/ЕБИТДА сохранялось на весьма комфортном уровне – 1,55х. По итогам 9 месяцев прошлого года сложилась иная картина: долг чуть сократился – до 7,88 млрд долл., но вследствие падения цен и объемов продаж показатель Долг/ЕБИТДА (в годовом выражении) подскочил выше 15х.

В то же время, вследствие ряда аспектов, в настоящее время кредитоспособность Холдинга трудно подвергать сомнению.

Во-первых, совокупный объем денежных средств и депозитов на банковских счетах на конец 3-го квартала 2009 года превышал 3,1 млрд долл. Исходя из того, что до конца 2009 года Компании было необходимо погасить или рефинансировать 655 млн долл., объем располагаемых ресурсов к началу текущего года едва ли сократился ниже 2,5 млрд долл.

Во-вторых, долговые обязательства Северстали характеризуются относительно комфортной структурой выплат. Так, согласно инвестмеморандуму от 10 сентября 2009 года, в течение 2010–2012 годов объем кредитов, погашаемых ежегодно, не будет превышать 1,167 млрд долл. Таким образом, почти половина долга – 3,4 млрд долл. «отложена» на более долгосрочную перспективу.

Тем не менее, здесь необходимо отметить, что на 2013 год, по-видимому, придется пик выплат – помимо погашения размещаемых выпусков рублевых облигаций на 15 млрд руб., Северстали также придется погасить еврооблигации на 1,25 млрд долл.

Ковенанты, установленные по еврооблигациям и синдицированным кредитам, обеспечивают дополнительный комфорт для кредиторов Группы, поскольку вводят ограничения на привлечение дополнительного финансирования (за исключением рефинансирования). Среди условий: обязательства поддерживать показатель долг/ЕБИТДА в пределах 3,5х, а также отношение чистого долга к капиталу в пределах 0,75х. При этом нарушение ковенанта по максимальному уровню долговой нагрузки, включенного в проспект еврооблигаций с погашением в 2013 году, не несет требования по досрочному погашению долговых бумаг. Именно поэтому в минувшем году, в отличие от Мечела и Евраза, Северсталь не обращалась к инвесторам с предложением изменить условия по данному выпуску.

Среди негативных сторон кредитного качества профиля Холдинга отметим, достаточно затратную инвестиционную программу на 2010 год, а также высокую долю задолженности, номинированной в иностранной валюте.

Общая стоимость заявленной на 2010 год инвестпрограммы составляет 1,4 млрд долл. (+40% к 2009 году). Приоритетными направлениями станут развитие продуктовой линейки для рынков энергетики,

Структура выручки Северстали			
млн долл.	9м2008	9м2009	изм в %
по подразделениям			
Российская сталь	10 294	4 225	-59.0%
Северсталь ресурс	2 017	1 250	-38.0%
Северсталь Сев. Америка	3 966	2 965	-25.3%
Луккини	3 323	1 224	-63.2%
Межсегментные операции	-1 227	-528	-57.0%
по рынкам сбыта			
Россия	7 739	2 670	-65.5%
США	3 956	3 132	-20.8%
Европа	5 230	1 905	-63.6%
Азия	608	878	44.4%
Ближний Восток	493	311	-36.9%
Африка	79	158	100.0%
Центральная и Юж Америка	269	79	-70.6%
Всего	18 373	9 135	

Источник: данные Компании

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: Северсталь, Alliance Oil Company

инфраструктуры и строительства, которые Компания относит к наиболее перспективным. Учитывая сформированный запас ликвидности, финансирование столь агрессивной программы не должно вызывать каких-либо затруднений. Тем не менее, реализация инвестиционной стратегии при обременительной долговой нагрузке отражает довольно оптимистичные ожидания Компании относительно перспектив отрасли на текущий год. Впрочем, вполне очевидно, что в случае возможного ухудшения конъюнктуры Северсталь может затормозить реализацию заявленных планов.

По данным на середину 2009 года, доля кредитов, номинированных в иностранной валюте, составляла более 90%. При этом не так давно Северсталь анонсировала планы по расширению своего присутствия на внутреннем рынке. Помимо прочего в этом случае Группа существенно увеличит свои валютные риски, что может быть особенно актуальным в условиях нестабильности конъюнктуры глобальных рынков. Не исключено, что текущее размещение рублевых облигаций проходит, в том числе и с целью диверсификации валюты кредитного портфеля.

Подводя итог, обозначим, что текущие риски рефинансирования Северстали выглядят довольно низкими. Это обусловлено и достаточным резервом в виде накопленных денежных ресурсов, и положительным денежным потоком, формируемым со второго полугодия 2009 года. Однако дальнейшие перспективы представляются не столь очевидными, поскольку существует определенный риск, что восстановление рынков примет более медленный характер, чем предполагает Компания.

млн долл.	Группа Северсталь				
отчетный период	2007	2008	9м2008	9м2009	изм %
Основные финансовые показатели					
Активы	17 760	22 480	24 966	20 210	-19.0%
Капитал	10 073	9 554	12 027	8 492	-29.4%
Финансовый долг	3 942	8 255	6 784	7 875	16.1%
Чистый долг	1 653	4 783	4 447	4 713	6.0%
Краткосрочный долг	1 129	1 978	1 853	1 495	-19.3%
Ден. средства	2 289	3 472	2 337	3 162	35.3%
Выручка	15 352	22 138	18 152	9 135	-49.7%
ЕБИТДА	3 688	5 366	5 014	207	-95.9%
Чистая прибыль	1 850	2 034	3 314	-956	-
Показатели эффективности и покрытия долга					
Чист. долг/активы	0.09	0.21	0.18	0.23	
Чист. долг/ЕБИТДА	0.45	0.89	0.67	17.08	
Краткоср. долг/фин. долг	0.29	0.24	0.27	0.19	
Рентабельность ЕБИТДА	24.0%	24.2%	27.6%	2.3%	
Рентабельность ЧП	12.1%	9.2%	18.3%	-10.5%	

Источник: данные Компании

Позиционирование

Итак, индикативный ориентир организаторов по купону трехлетних бумаг Северстали находится в диапазоне 9,75–10,0% (при первоначальном 10–10,5%), то есть предполагает доходность в районе 10–10,25% и дюрацию около 2,7 лет. Выпуск СевСт БО–1 с дюрацией 1,4 года торгуется со средневзвешенной доходностью 9,7%. Таким образом, предлагаемая ставка купона содержит премию в 30–55 б.п. за разницу в дюрации в 1,3 года.

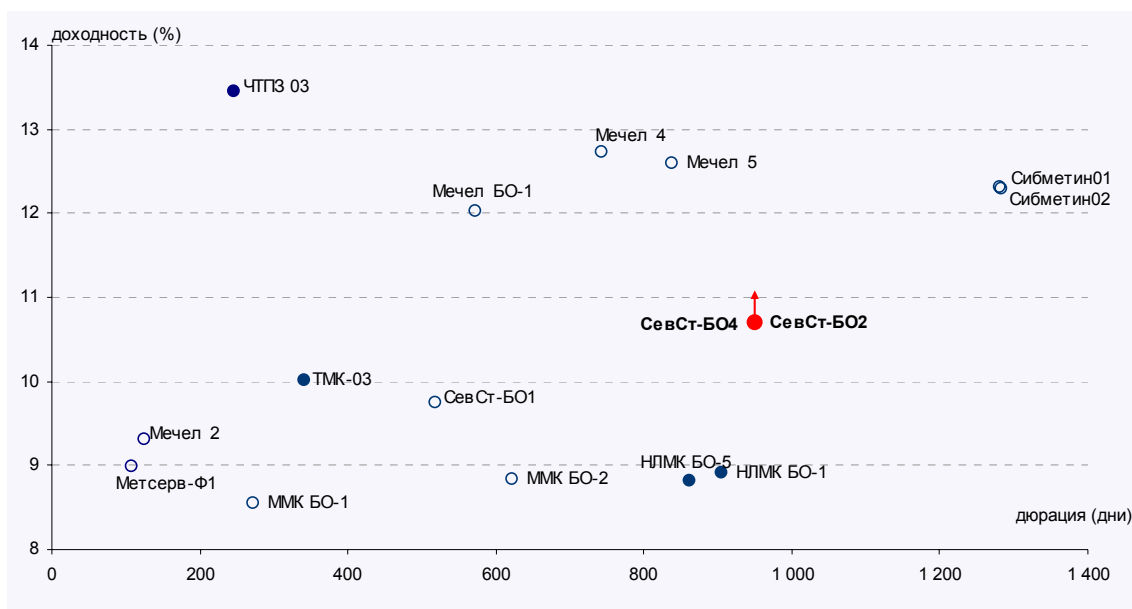
ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: Северсталь, Alliance Oil Company

Мы считаем, что текущая доходность выпуска СевСт-БО-1 во многом обусловлена низкими рисками рефинансирования именно в перспективе 1–2 года. В то же время, как мы отметили выше, в более долгосрочном периоде кредитный профиль Эмитента не выглядит столь устойчиво, поскольку обременен дополнительными рисками ухудшения в случае, если оптимистичные ожидания по восстановлению отрасли не оправдаются.

Ориентируясь на распределение выпусков металлургического сектора на кривой доходностей, выделим, что облигации ММК с разницей в дюрации чуть менее года торгуются со спрэдом в 40 б.п. Однако мы полагаем, что такой спрэд, как и их низкая доходность (УТР 8,5–8,9%), прежде всего, обусловлены высоким доверием инвесторов к кредитному качеству Магнитогорского комбината, что и находит отражение в оценках стоимости его рисков.

Данные аргументы не дают провести прямой параллели между облигациями ММК и Северстали, и спрэд между выпусками второго Эмитента должен быть существенно шире – не менее 100 б.п. Отсюда, исходя из сложившейся картины, мы оцениваем «справедливую» доходность к погашению по 3–летним облигациям Северстали в районе 10,7%.

Впрочем, учитывая текущее состояние долгового рынка, определяющееся дефицитом относительно качественного и доходного предложения на фоне избыточных ресурсов денежного рынка, мы считаем, что переспрос желающих принять участие позволит снизить стоимость заимствований, подтверждением чего можно рассматривать решение организаторов снизить ориентиры по ставке купона.



ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: Северсталь, Alliance Oil Company

Alliance Oil Company.

Alliance oil company (АОС), начиная со вчерашнего дня, проводит road show нового выпуска еврооблигаций общим объемом до 750 млн долл. сроком до семи лет и ставкой до 10%. Мы несколько настороженно относимся к кредитному профилю Компании, отмечая небольшой размер бизнеса, по сравнению с другими нефтяными компаниями, представленными на рынке, а также возможный рост долговой нагрузки. Интерес к новому предложению от Alliance Oil Company может вызвать довольно высокая доходность облигаций Компании для своего сектора.

История Компании.

История Компании начинается с 2001 года, когда была создана НК «Альянс», которая в конце 2008 года объединилась со шведской компанией West Siberian Resources (WSR), став ее дочкой. При этом группа «Альянс» получила контроль в WSR. После объединения, основные управленческие посты были сохранены за менеджерами НК «Альянс». На сегодняшний день, по данным СМИ, контролирующим акционером, которому принадлежит около 50,3% акций объединенной Компании, является Муса Бажаев – брат погибшего в марте 2000-го года Зияди Бажаева, который в середине 90-х руководил Южной нефтяной компанией, осуществляющей в то время добычу нефти в Чеченской Республике. Акции Компании обращаются на Стокгольмской бирже. Общее количество миноритариев составляет 45 тыс., среди которых также есть имя испанской Rapsol ей принадлежит 3% от акционерного капитала.

Операционный профиль.

На сегодняшний день АОС представляет собой среднюю по размеру нефтяную Компанию. По итогам 2009 года на скважинах Компании было добыто 2,2 млн тн. нефти. Для сравнения, за тот же период Башнефть извлекла из своих скважин 11,7 млн тн. «черного золота», а добыча Газпром нефть по итогам трех кварталов прошлого года составила 24 млн тн. Объединение WSR и АОС позволило консолидировать добывающие и перерабатывающие активы компаний, а также добавить в Группу розничную сеть, расположенную на Дальнем Востоке. На сегодняшний день у Компании преобладают доходы от переработки нефти. В части перерабатывающих активов подразумевается Хабаровский НПЗ, мощность которого невелика и составляет 2,9 млн тн в году, что ниже показателей Русснефти – 4,9 млн тн, и весомо отстает от результатов Башнефти и Газпром нефть: 28,3 млн тн и 21,6 млн тн соответственно. Вместе с тем, синергия от объединения перерабатывающих и добывающих активов в случае с АОС не так очевидна. Проблемой Компании в операционном профиле является разрозненность добычи и переработки: большинство добывающих активов удалены как друг от друга, так и Дальнего Востока, где происходит основная продажа нефтепродуктов Компании. Основные скважины АОС расположены в следующих регионах: Волга–Урал и Казахстан (48% добычи и 32% запасов), Тимано–Печора (30% добычи и 54% запасов), Томск (22% добычи и 14% запасов). Сильной стороной операционного профиля, позволяющим повысить маржу, является льготы по НДС, в том числе в части Тимано–Печорского месторождения, дальнейшая перспектива роста добычи связана с разработкой именно этой территории. Развитие этого месторождения, по словам президента «Группы Альянс», позволит увеличить к 2011 году добычу Группы вдвое к уровню 2009 года до 4,5 млн тн., однако, в любом

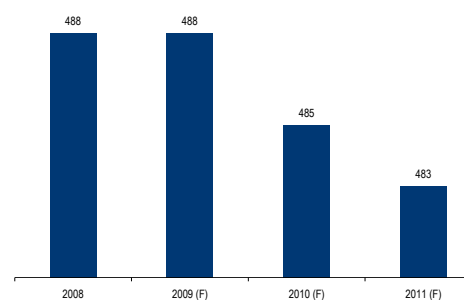
Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

Рейтинг АОС		
Агентство	Рейтинг в ин. валюте/Прогноз	Дата
S&P	B+/стабильный	10.02.2010
Fitch	B/стабильный	10.02.2010

Компании со схожими кредитными рейтингами		
Компания	Агентство	Рейтинг в иностранной валюте
Алроса	S&P/FITCH	B+/B
Уралсвязьинформ	S&P	B+
ТГК-2	Fitch	B+
УК Объединенные кондитеры	Fitch	B+
Полиметалл	Fitch	B+

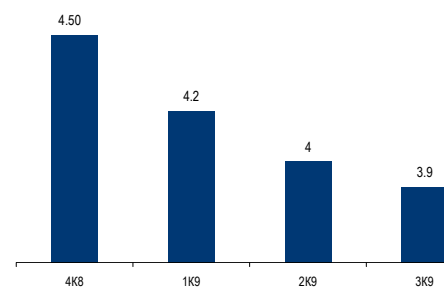
Источник: Cbonds, данные Компании

Динамика добычи нефти в России, млн тн



Источник: данные МЭР

Динамика добычи нефти АОС, млн барр.



Источник: данные Компании

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: Северсталь, Alliance Oil Company

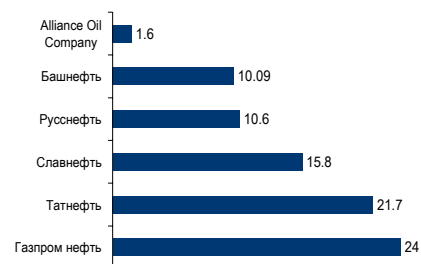
случае, это незначительно приблизит показатели Компании к ТОП–10 нефтяников, а также не позволит загрузить полностью перерабатывающие мощности собственной нефтью. Остальные месторождения Компании, как мы поняли, на сегодняшний день менее перспективны. Также рост добычи АОС может быть реализован, прежде всего, за счет реализации сделок M&A. Вместе с тем, как показывает практика, Компании довольно трудно соперничать с крупными нефтяными компаниями. Так, в конце прошлого года АОС уступила Газпром нефти небольшую нефтяную компанию Malka Oil, которой принадлежали три лицензии в Томской области, где также есть активы Alliance. В целом, мы считаем, что на сегодняшний день нефтяным компаниям второго и третьего эшелона довольно сложно конкурировать с крупными государственными компаниями, которые помимо прочих преференций зачастую получают приоритетный доступ к транспортной (трубной) инфраструктуре. Ключевым конкурентом, как в добывающих, так и в перерабатывающих регионах присутствия АОС на сегодняшний день является Роснефть, в собственности которой в том числе Комсомольский НПЗ, расположенный также как и Хабаровской НПЗ на территории Дальнего Востока. Мы считаем, что перспективы АОС в основном связаны с перерабатывающим комплексом, который позволяет АОС добиваться довольно высокой маржи для сектора. На сегодняшний день Хабаровский НПЗ находится в стадии реконструкции, завершение которой ожидается к 2012 году. За счет этого планируется повысить выпуск нефтепродуктов к 2012 году до 4,5 млн тн с 2,9 млн тн по итогам прошлого года, увеличить глубину переработки топлива, а также повысить долю бензинов стандарта ЕВРО–4, которые на сегодняшний день в структуре не превышают 10%. Таким образом, через 2 года АОС за счет модернизации, вероятно, сможет повысить маржинальность бизнеса. С другой стороны, на сегодняшний день, вследствие реконструкции завода могут существовать риски приостановки переработки нефти, которая приносит Компании около 80% доходов.

Финансовый профиль.

Мы оценивали финансовый профиль Компании на основе неаудированной отчетности по МСФО за 9 месяцев 2009 года. Как преимущество мы отмечаем достаточную информационную открытость АОС: Компания ежеквартально публикует отчетность, а также проводит телефонные конференции.

Показатели Alliance Oil Company, как и у большинства компаний сектора, начиная с третьего квартала стали несколько выравниваться. Так, по итогам третьего квартала АОС заработала 490 млн долларов, что было выше трех предыдущих кварталов, однако в сравнении с третьим кварталом 2008 года мы отмечаем практически двукратное снижение доходов. В целом за девять месяцев АОС заработала 1,2 млрд долл., что практически на 50% ниже результатов девяти месяцев восьмого года. В составе доходов преобладающую долю имеют поступления от продажи нефтепродуктов, что мы оцениваем как положительный факт, вследствие большого net back переработки в отличие от продажи сырой нефти. По итогам третьего квартала на долю продукции НПЗ приходилось около 80% доходов Группы, оставшаяся доля это продажи сырой нефти. Основная часть (67%) производимых нефтепродуктов реализуется на внутреннем рынке. Операционная маржа по состоянию на конец сентября сократилась незначительно к уровню за аналогичный период прошлого года и составила 18% против 20% годом ранее. Для

Добычи нефти. Янв.- окт. 09 млн тн.



Источник: данные компаний

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: Северсталь, Alliance Oil Company

отрасли такой результат находится выше средних значений. Так, маржа Газпром нефть за аналогичный период –15%, для Лукойла 13%, а ТНК–BP 6M09 – 21%.

По состоянию на конец третьего квартала совокупный долг Alliance Oil Company составлял 707 млн долл., что было на 156 млн ниже показателя на начало года. Согласно подсчетам S&P, долг, скорректированный на денежные средства, составил на конец указанного периода 490 млн долл., исходя из этого соотношение Debt/EBITDA составило 1,2х, что в целом довольно приемлемо для сектора. «Слабым звеном» кредитного профиля АОС является перспектива роста долга. Во-первых, Компании предстоит продолжить модернизацию Хабаровского НПЗ: проект оценивается в 1,1–1,2 млрд долл., из которых уже проинвестировано 350 млн долл., недостающие средства в большей степени будут «закрыты» за счет кредита ВЭБа объемом в 800 млн долл. Последний кредит еще не получен Компанией, однако, одобрен наблюдательным советом ВЭБа, вследствие чего перспектива его получения достаточно высока. Кредит является целевым и может быть направлен на финансирование капитальных затрат Хабаровского НПЗ. Как нам сообщили в Компании, залогом по кредиту выступит сам нефтеперерабатывающий завод. Также Alliance Oil Company намерена инвестировать в развитие Колвинского месторождения около 132 млн долл, а в целом инвестпрограмма на этот год составляет 316 млн долларов. Мы не исключаем активизацию в секторе M&A, что также, вряд ли будет реализовано за счет собственных источников. По нашим оценкам, соотношение Net Debt/EBITDA к концу текущего года может находиться в диапазоне 3–3,5х, что создает некоторые риски исполнения ковенант, которые находятся вблизи указанных значений. Так, согласно данным S&P, по банковским кредитам установлены ковенанты на указанное отношение ниже 4х. В части размещения нового публичного долга, то как нам сказали представители Компании наиболее реалистичным они считают размещение до 500 млн долл., из которых около 300 млн планируется направить на рефинансирование долгового портфеля.

Alliance Oil Group						
'000 000 USD	3кв. 2008	3кв. 2009	%	9мес. 2008	9мес. 2009	%
Основные финансовые показатели						
Revenue	894	490	-45%	2 312	1 182	-49%
Operating income	183	88	-52%	483	220	-55%
EBITDA	226	112	-50%	579	298	-49%
Profit for the period	132	60	-55%	337	157	-53%
Finance expences, net	5	10	>100%	33	26	>100%
Operating margin	20%	18%	-3%	21%	19%	-2%
EBITDA margin	25%	23%	-2%	25%	25%	0%
	2008	01.окт.09	% 9M/2008			
Assets	2 391	2 407	1%			
Debt	863	707	-18%			
Long term	234	384	64%			
Short term	629	322	-49%			
Net debt	n/a	490	n/a			
Net debt/EBITDA	n/a	1.2	n/a			

Источник: данные компании

ПЕРВИЧНОЕ ПРЕДЛОЖЕНИЕ: Северсталь, Alliance Oil Company

Позиционирование.

Напомним, что параметры выпуска, озвученные перед road show, звучали следующим образом: объем выпуска до 750 млн долл., срок до 7 лет, доходность до 10%. Во-первых, мы считаем, что Эмитенту с существующим кредитным профилем вряд ли возможно разместить облигации сроком на семь лет без put option через 3–3,5 года. Справедливый спрэд к бумагам ТНК на сегодняшний день, по нашему мнению, может составить не менее 250–350 б.п. Исходя из этого, доходность нового предложения к put option в 3 – 3,5 года может быть в диапазоне 7,9–8,9%. Выпуск, вероятно, будет интересен инвесторам с аппетитом к high yield. На сегодняшний день бумага АОС станет самой высокодоходной в секторе российских нефтегазовых компаний на рынке евробондов. Тем не менее, мы рекомендуем инвесторам взвесить существующие кредитные риски, прежде всего, обратить внимание на перспективу роста долговой нагрузки и довольно небольшой размер бизнеса по сравнению с другими компаниями сектора.

Контакты

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
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@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
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления дилинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@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, 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.