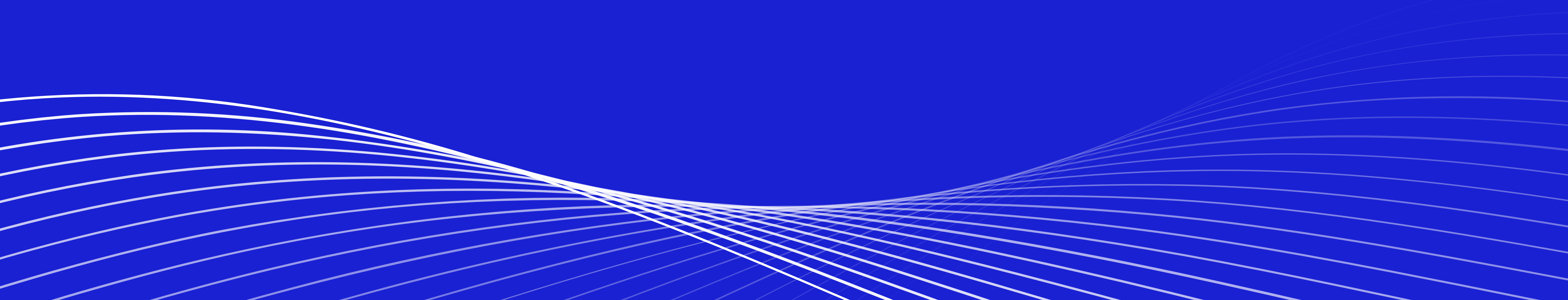


# Идеи на рынке высокодоходных облигаций

Степан Амосов  
Независимый эксперт





# Salmon — Филиппинский финтех челленджер

Salmon Group Ltd — инновационный финтех-стартап, созданный в 2022 году для розничного рынка Филиппин с населением 115 млн и очень низким проникновением розничных финансовых услуг. Компания разрабатывает цифровые кредитные решения для рынка с household debt to GDP всего 7%.



## Параметры облигации

- **Эмитент:** SALMON GROUP LTD (ISIN: NO0013535468)
- **Объем:** \$110 млн | **Цена:** 102.5% | **Ранг:** старший обеспеченный
- **Формат:** внебиржевые облигации (Nordic market)
- **Валюта:** USD | **Срок:** 3 года (до 5 мая 2028)
- **Колл опционы:** 107.50/104.50/101.50% через 18/24/30 мес.
- **Номинал:** \$125,000 | **CSD:** Норвегия → Euroclear

**13.5-14.5%**

**Доходность**

**15.0%**

**Купон**



# Salmon — Филиппинский финтех челленджер

## Основные показатели компании

- Клиентская база: 0,5 млн активных пользователей (июль 2025)
- Рост портфеля: увеличение в 2,4 раза за последний год
- Инвестиции: привлечено \$100+ млн от IFC, ADQ и других фондов
- Оценка компании: \$239 млн (Q2 2025)
- Создана экс-руководителями Tinkoff Bank

## Структура выручки

- POS-кредиты для торговых сетей
- Револьверные кредитные линии
- Cash-кредиты
- Мотоциклетные кредиты
- Кредитный портфель: \$64 млн
- Депозитная база \$21 млн

## Основные риски

- Быстрый рост портфеля (риск кредитной модели)
- Небольшая история операций (с 2022 года)
- Высокие регуляторные риски на рынке Филиппин

**\$600 млн к 2028 г**

Запланированный объем депозитов

## Ключевые инвестиционные факторы

- Доходность 13.5-14.5% годовых в USD с залоговым обеспечением
- Качественные акционеры: IFC, суверенный фонд Абу-Даби, влиятельный семейный клан из Филиппин
- Быстрый рост бизнеса и привлечено >\$100 млн инвестиций
- Очень высокий купон (15%)
- Высокая вероятность исполнения колл-опционов



# Plata — Цифровой банк Мексики

Финансовая платформа с аудиторией более 1.2 млн клиентов. В 2024 году компания развивает активное масштабирование бизнеса в Мексике.



## Параметры облигации

- **Эмитент:** BANCO PLATA, S.A.
- **ISIN:** NO0013596668
- **Объем выпуска:** \$125 млн
- **Статус:** старший необеспеченный долг
- **Формат:** внебиржевые облигации на Nordic market
- **Срок обращения:** 3 года
- **Текущая цена:** 110%
- **Колл опционы:** 106/105/104/103/102/101% после 18/21/24/27/30/33 месяца

**11.8-12.5%**

**Доходность**

**15.5%**

**Купон**



# Plata — Цифровой банк Мексики

## Основные показатели компании

- Клиентская база: 1,2 млн (март 2025)
- Динамика портфеля: рост до \$433 млн к концу 2025
- Привлеченный капитал: \$443 млн инвестиций
- Оценка компании: \$3 млрд (сентябрь 2025)
- Выход на прибыль ожидается во II кв. 2026

## Структура выручки

- Доходы 2024: \$86 млн
- Прогноз 2025: \$295 млн
- Прогнозный рост: в 3,4 раза год к году
- Валовая доходность портфеля: ~71,5%
- Команда: экс-руководители Tinkoff Bank

## Основные риски

- Ранняя стадия развития бизнеса (основан в 2022 г.)
- Отрицательная прибыль до 2026 года
- Регуляторные риски на развивающемся рынке

**\$3 млрд**

Оценка компании (сентябрь 2025)

## Ключевые инвестиционные факторы

- Качественные институциональные акционеры
- Усиление кредитного профиля из-за доступа к дешевому депозитному фондированию
- Очень высокий купон (15.5% годовых)
- Высокая вероятность исполнения колл-опционов
- Сильная команда (экс-топы Tinkoff Bank) с успешным опытом в финтехе
- Выход на безубыточность к Q2'2026

## Дополнительная информация

- Номинал: \$125,000, инкремент \$1,000
- CSD: Норвегия, мост в Euroclear
- Применимое право: законодательство Норвегии



# Wellbore — Нефтесервисная компания

Глобальный игрок нефтесервиса (скважины, обслуживание, ремонт), имеющий 40 офисов и операции в 20+ странах.

## Параметры облигации

- **Эмитент:** Wellbore Integrity Solutions Parent Inc.
- **Объем выпуска:** \$125 млн
- **Ранг:** старшие обеспеченные облигации
- **Формат:** внебиржевые облигации на Nordic market
- **ISIN:** NO0013665786 (временный) / NO0013665794
- **Дата погашения:** 2 октября 2029 (4 года)
- **Текущая цена:** 99% от номинала
- **Номинал:** \$125,000, инкремент \$1,000
- **Право:** законодательство Норвегии
- **Опционы колл:** Make-whole первые 2 года + 106.00/103.60/101.80/100.00% через 24/30/36/42 месяца
- Пут опцион (право инвестора предъявить облигации к погашению) при смене контролирующего акционера

**12.00-12.50%**

Доходность

**12.0%**

Купон



# Wellbore — Нефтесервисная компания

## Основные показатели компании

- Выручка: \$311 млн (2024)
- Планово убыточна последние 5 лет после прихода нового акционера
- Сокращение убытков с \$50 млн до \$10-12 млн в год
- Перспектива выхода в прибыль за счет снижения процентных расходов
- Сервисная бизнес-модель: 90% выручки по долгосрочным контрактам

## Структура выручки

- Глобальная диверсификация: присутствие в 20+ странах
- Сегментация клиентов: supermajors, NOCs, независимые операторы
- 80% затрат — переменные (гибкая структура)
- Проверенные продукты: Red Baron, Drilco, Thomas Tools
- Стоимость недвижимости, переданной в залог по облигациям: \$65 млн
- Инвестиции Rhône Capital: \$416+ млн

**\$65 млн**

Стоимость недвижимости, переданной в залог по облигациям

## Ключевые инвестиционные факторы

- Качественное улучшение кредитного профиля в результате потенциального слияния/IPO
- Сильный ковенантный пакет и структура обеспечения выпуска (Pro forma net LTV 49%)
- Высокая вероятность исполнения одного из колл-опционов
- Планово убыточная компания: сокращение убытков с \$50 млн до \$10-12 млн в год за 5 лет

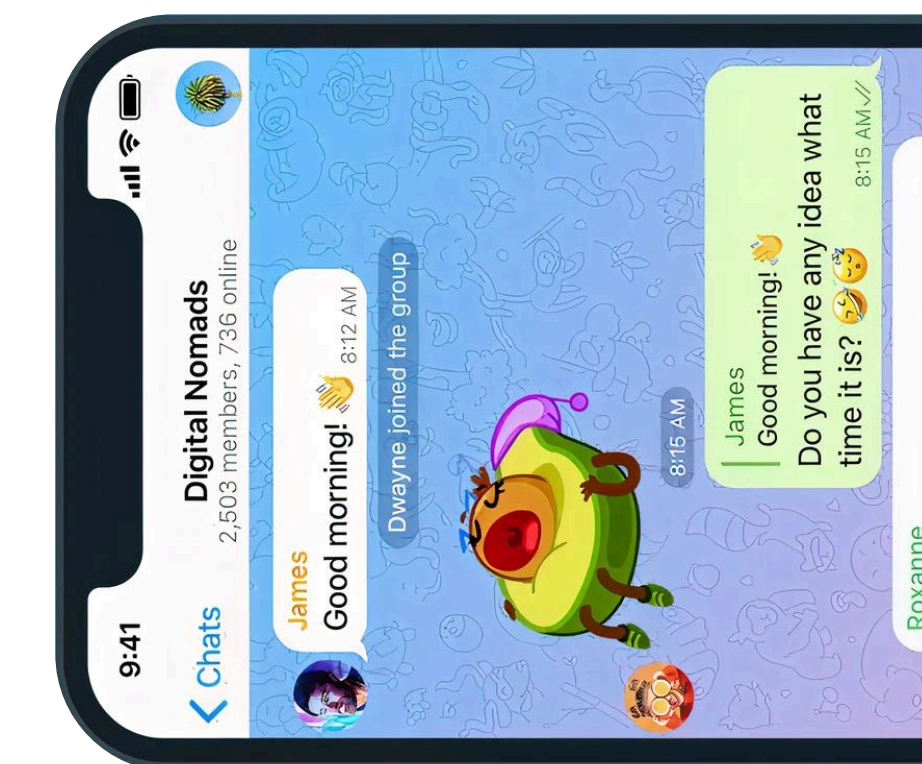
## Основные риски

- Цикличность нефтесервисной отрасли
- Короткий самостоятельный трек-рекорд
- Присутствие в санкционных юрисдикциях



# Telegram — Мессенджер на пути к IPO

Глобальная коммуникационная платформа с аудиторией более 1 млрд пользователей. В 2024 году компания впервые вышла на прибыль и продолжает активное масштабирование бизнеса.



## Параметры облигации

- **Эмитент:** Telegram Group Inc.
- **Объем выпуска:** \$1.7 Billion
- **Ранг:** старший необеспеченный долг
- **Формат:** Reg S
- **Валюта:** USD
- **Срок:** 5 лет
- **Периодичность купона:** каждые 6 месяцев
- **Текущая цена:** 101%
- **Номинал:** \$200,000, инкремент \$1,000
- **ISIN:** XS3081780648

**8.5%**  
Доходность

**9.0%**  
Купон



# Telegram — Мессенджер на пути к IPO

## Основные показатели компании

- Клиентская база: 1,2 млн (март 2025)
- Динамика портфеля: рост до \$433 млн к концу 2025
- Привлеченный капитал: \$443 млн инвестиций
- Оценка компании: \$3 млрд (сентябрь 2025)
- Выход на прибыль ожидается во II кв. 2026

## Структура выручки

- Премиум-подписки: \$292 млн
- Рекламные доходы: \$245 млн
- Экосистема Stars: \$34 млн
- Экосистема Gifts: \$31+ млн
- Платежи от TON: \$600 млн/год

## Основные риски

- Единоличный контроль Павла Дурова
- Зависимость от платежей TON Foundation
- Отсутствие публичного рейтинга и листинга
- Высокие регуляторные риски

**~2.5x**

Соотношение долга к EBITDA

**\$531 млн**

Резерв ликвидности

## Ключевые инвестиционные факторы

- Быстро улучшающийся кредитный профиль компании
- Довольно высокий купон и сильный ковенантный пакет
- Опцион на участие в возможном IPO со скидкой 20% и 100%-ой аллокацией
- Быстрый рост MAU: 1.03 млрд пользователей
- Выход на прибыльность в 2024 году
- Диверсифицированные источники дохода

# Сравнительный анализ всех четырех облигаций

\* Данные актуальны на 7 октября 2025 года. Параметры могут изменяться в зависимости от рыночной ситуации.

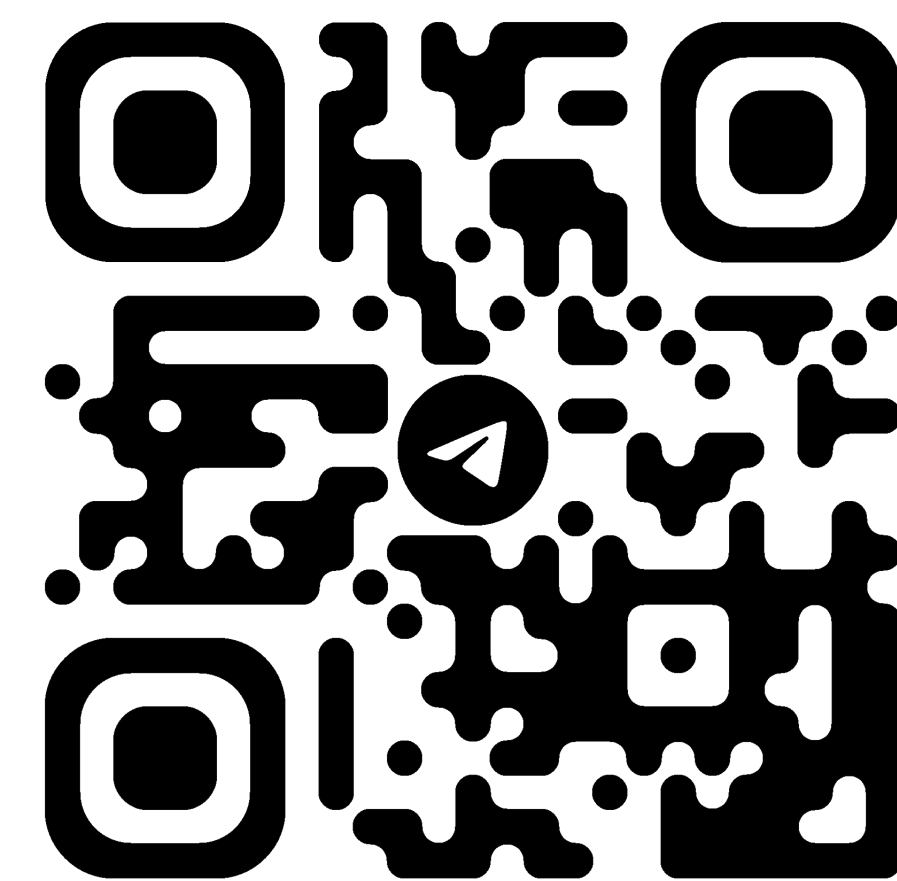
Параметр	Telegram	Plata	Salmon	Wellbore
Ключевые параметры				
Доходность	8.5%	11.8-12.5%	13.5-14.5%	12.00-12.50%
Купон	9.0%	15.5%	15.0%	12.0%
Текущая цена	101%	110%	102.5%	99%
Профиль риска	Средний	Высокий	Средний	Средний
Срок погашения	2030 (5 лет)	2028 (3 года)	2028 (3 года)	2029 (4 года)
Объем выпуска	\$1.7 млрд	\$125 млн	\$110 млн	\$125 млн
Статус/обеспечение	Необеспеченные	Необеспеченные	Обеспеченные	Обеспеченные
ISIN	XS3081780648	NO0013596668	NO0013535468	NO0013665786
Профиль эмитента				
Отрасль	Технологии	Финтех/Банкинг	Финтех/Банкинг	Нефтесервис
Регион	Глобально	Мексика	Филиппины	Глобально (40+ стран)
Финансовое состояние	Прибыльность с 2024	Breakeven к 2026	Breakeven к 2027	Планово убыточна

# Степан Амосов

Независимый эксперт

Телефон

**+7(985)211-14-56**



 Telegram