

14 сентября 2012 г.

На текущей неделе список размещений довольно разнообразный. Есть как финансовые институты, которые являются флагманами размещений для локального рынка, так и корпоративные, и муниципальные заемщики. Среди новых имен на рублевом рынке на этой неделе: МКБ, Тульская область и Магнит. Среди трех эмитентов мы, прежде всего, рекомендуем участие в выпуске розничной сети Магнит. Также на этой неделе на рынке евробондов проводят road show Газпромбанк и НЛМК. Учитывая, что пока ориентиры не известны, мы ограничились размышлениями на тему возможной стоимости данных бумаг.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Планируемая дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW ЛСР 03	B2-/B	да	3 000	-	14 сен	11,75-12,25% / 12,11-12,64%	-	1,5 / 5	n/a
NEW Магнит БО-07	-/BB-	да	5 000	18 сен	24 сен	8,70-8,90% / 8,89-9,10%	-	2 / 3	от 8,89%
NEW МКБ БО-02	B1/B+/BB-	да	3 000	21 сен	25 сен	9,0-9,25% / 9,20-9,46%	-	- / 3	-
NEW Тульская обл.	-/BB-	да	5 000	19 сен	25 сен	9,5-10,0% / 9,73-10,25%	-	1 / 3	от 10%
МОЭСК БО-01	Ba2/BB-/	да	5 000	19 сен	21 сен	8,80-9,20% / 9,09-9,52%	-	аморт., дюрация 1,9	от 10,3%
Первобанк БО-03	B3-/	да	2 000	20 сен	25 сен	9,0-9,50% / 9,20-9,73%	-	- / 3	от 9,4%
						10,75-11,25% / 11,04-11,57%	-	1 / 3	n/a
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
NEW Газпромбанк	Ba3/BBB-/BBB-	-				планирует встречи с инвесторами в Лондоне 13 сентября по выпуску рублевых евробондов	-	-	см. комментарий
NEW НЛМК	Baa3/BBB-/BBB-	-				road-show 14-18	-	-	см. комментарий
Прошедшие размещения									
Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, аукционы, book building									
Росбанк БО-04	Baa3-/BBB+	да	10 000	7 сен	12 сен	9,05-9,30% / 9,25-9,52%	-	9,3% / 9,52%	2 / 3
НЛМК 07	Baa3/BBB-/BBB-	да	10 000	11 сен	17 сен	8,25% / 8,42%	-	-	2 / 10
ЛСР 02 (досрочн. выкуп)	B2-/B	да	до 1 млрд руб.	12 сен	13 сен	8,5-8,6% / 8,68-8,78%	-	8,5% / 8,68%	2,5 / 10
						цена досрочного выкупа не выше 100,6%	-	n/a	-
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
ЕАБР 2022	A3/BBB/BBB	-	500 млн долл.	-	13 сен	+330 б.п. к среднерыночным свопам	-	4,767%	- / 10
Газпром нефть 2022	Baa3/BBB-/	-	1500 млн долл.	-	10 сен	9,75%	-	4,357%	- / 10
ТКС Банк 2015	B2-/B	-	250 млн долл.	-	12 сен	10,75-11,0%	-	10,75%	- / 3

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

Комментарии к размещениям

NEW Магнит (Ва1/BB/BBB-)

Эмитент предлагает выпуск с офертой через два года или без оферты – на три года. Мы рекомендуем участие в двухлетнем выпуске по нижней границе диапазона доходности – 8,89%.

NEW МКБ (B1/B+/BB-)

Доходность по нижней границе выглядит вполне справедливо, однако учитывая, что последние размещенные бонды торгуются ниже номинала, мы рекомендуем участие от середины предложенного диапазона доходности – от 10%. Вместе с тем, рекомендуем обратить внимание на более длинный бонд БО-5.

NEW Тульская область (-/-/BB-)

В конце лета прошла «волна» размещений облигационных выпусков регионов России со схожими рейтингами. На этом фоне предложенный эмитентом диапазон доходности с учетом качества эмитента смотрится интересно при YTM от 9,3% годовых.

NEW Газпромбанк (Ваа3/BBB-/-)

Банк не первый раз прибегает к данному инструменту заимствования. В прошлый раз ему удалось занять дешевле Россельхозбанка. Вероятно, в этот раз ситуация сложится также с учетом повышения рейтинга от S&P.

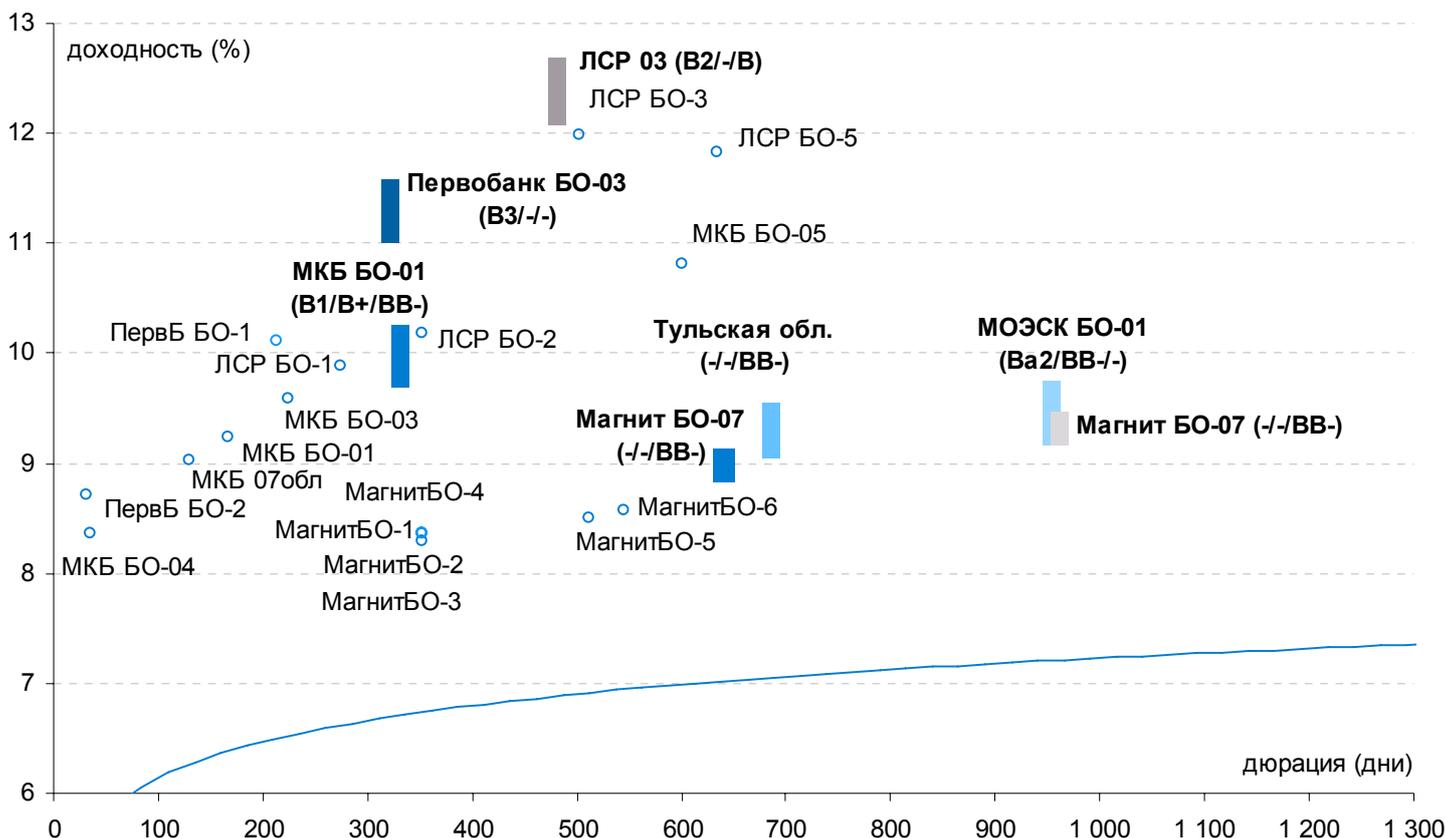
NEW НЛМК (Ваа3/BBB-/BBB-)

Справедливые уровни дебютного размещения евробондов НЛМК мы оцениваем в диапазоне Z спреда как 300-350 б.п.

МОЭСК (Ва2/BB-/-)

Мы считаем выпуск одним из наиболее интересных на первичном рынке. Рекомендуем участие, начиная от доходности в 9,4%.

Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг

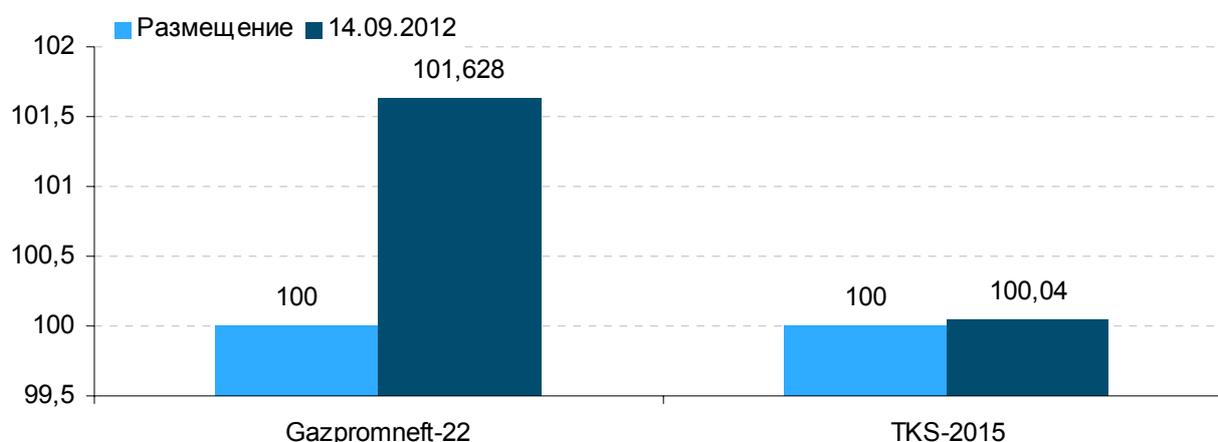


Итоги последних размещений:

На завершающейся неделе внимание инвесторов было приковано к рынку евробондов, где прошло размещение Газпром нефти, ТКС, ЕАБР. Напомним, что изначально ориентиры для 10-летнего бонда Газпром нефти составляли 4,75%, а финально бонд разместился под 4,375%. При этом данный уровень давал минимальную премию к обязательствам Газпрома. Спрос на бумаги составил 15 млрд долл., а фактическое размещение - 1,5 млрд долл. Очевидно, что такой интерес позволил бондам уверенно выйти на вторичный рынок. Сегодня бумаги торгуются под 101,628%. Еврооблигации ТКС также были размещены вполне успешно – под ставку в 10,75%, что было довольно ожидаемо и совпало с нашим ориентиром. На вторичном рынке бумаги показывают пока минимальный перформанс – 100,013%.

Так же отметим неплохой «старт» нового 10-летнего выпуска ЕАБР объемом 500 млн долл. - ставка размещения сложилась на уровне SWAP+295 б.п. или 4,767% против первоначального ориентира на уровне SWAP+330 б.п. (~5,12%), к тому же на grey market бонд уже прибавил 0,625%, главным образом, благодаря серьезному навесу спроса: общий объем заявок на покупку, согласно оценкам организаторов, был порядка 6 млрд долл.

Котировки еврооблигаций после размещения



Комментарии:

Магнит (Ba1/BB/BBB-)

Событие. Магнит начал премаркетинг облигаций серии БО-7. По выпуску предусмотрены две опции. Первая – оферта через 2 года, здесь диапазон купона составляет 8,70-8,90%, что соответствует доходности 8,89-9,10%. Вторая – размещение без оферты на 3 года – купон 9,0-9,25% (YTM 9,20-9,46%)

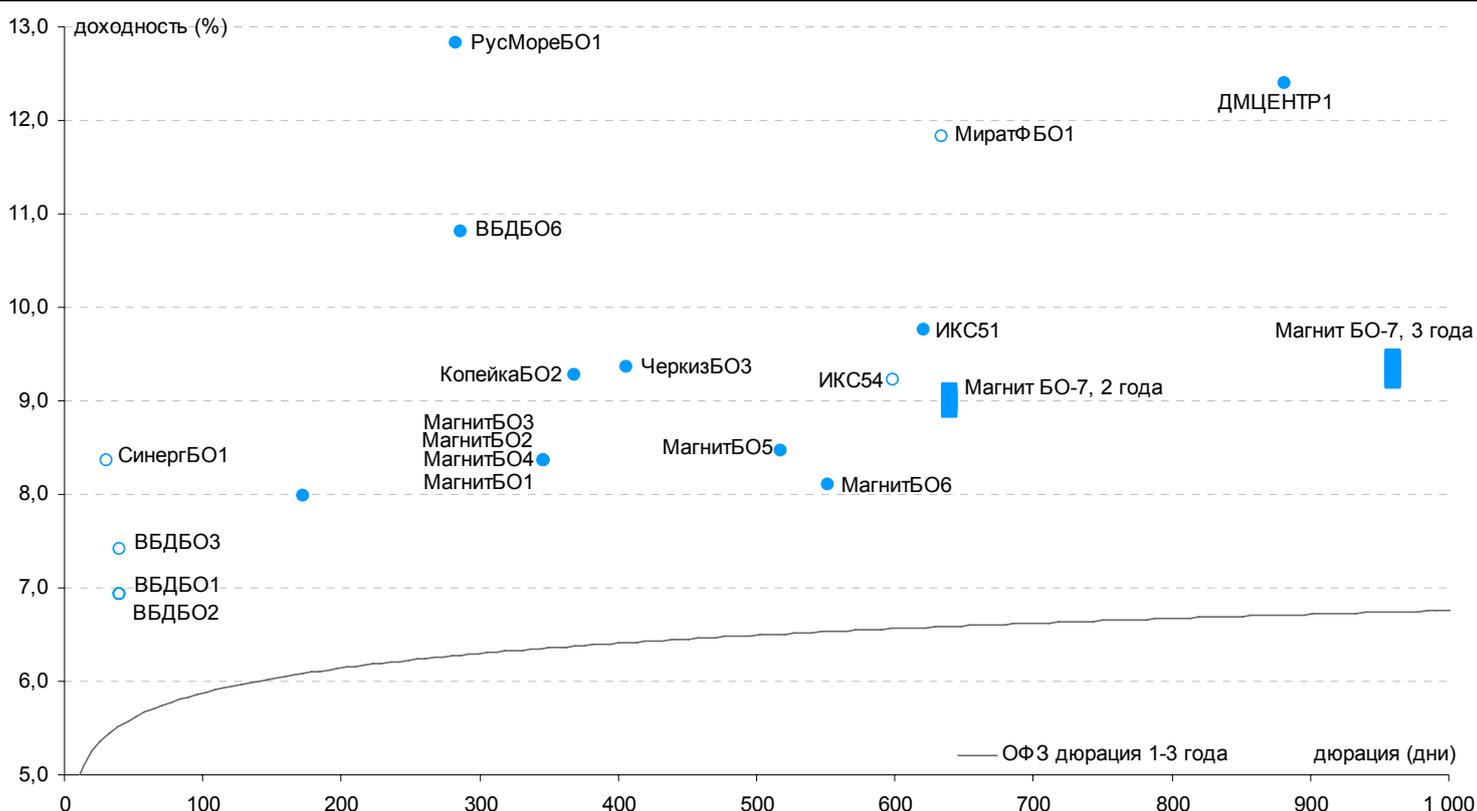
Комментарий. Прежде всего, отметим, что особых нареканий к кредитному профилю компании на сегодняшний день нет. Финансовое состояние характеризуется довольно низким уровнем долга. Так, согласно отчетности за первое полугодие, Долг/ЕБИТДА составил 1,2х против 1,7х в 2011 г. Полный комментарий к отчетности:

http://www.nomos.ru/upload/iblock/58c/NOMOS_daily_debt_markets_24_08_2012.pdf

На сегодняшний день у компании в обращении 5 выпусков облигаций, которые отличаются довольно слабой ликвидностью. При этом бумаги других эмитентов, в том числе Х5 и Копейки показывает еще более худшие обороты. Из представленных на рынке бумаг Магнита наиболее ликвидным является выпуск Магнит БО-5 с погашением в феврале 2014 года. Хотя, конечно, и здесь ликвидность оставляет желать лучшего. За прошедшую неделю средневзвешенная доходность бонда составила 8,5%. Двухлетний выпуск предлагает премию к обращающимся бондам порядка 40 б.п. Данная премия смотрится довольно справедливо, учитывая разницу в срочности бумаг. Принимая во внимание достаточно качественный кредитный профиль эмитента, мы считаем, что нижняя граница отмеченного диапазона является вполне интересной для участия. Вместе с тем, премия между двухлетним и трехлетним бондом составляет порядка 30 б.п., что мы считаем недостаточным. Отметим также, что среди бумаг своей рейтинговой группы («BB-») большинство ликвидных выпусков на сегодняшний день торгуются несколько ниже заявленных компанией ориентиров.

Резюмируя, мы рекомендуем подавать заявки на участие в размещении бумаг Магнита в книге с двухлетней офертой с доходностью на уровне 8,89%.

Доходности облигаций компаний потребсектора



Финансовые показатели Магнит по МСФО

млн долл.	Магнит (МСФО)		
	1 пол.2012	1 пол.2011	Изм. %
Выручка	6 776	5 471	24
Валовой доход	1 735	1 236	40
<i>Gross margin</i>	25,61	22,60	3,01 п.п.
Чистый операционный денежный поток	403	266	52
ЕВITDA	671	359	87
<i>EBITDA margin</i>	9,9%	6,6%	3,3 п.п.
Чистая прибыль	340	140	142
<i>margin</i>	5,02%	2,57%	2,45 п.п.
Активы	5 487	5 447	1
Дебиторская задолженность	17	16	2
Денежные средства и их эквиваленты	128	534	-76
Финансовый долг, в т.ч.:	1 499	1 617	-7
долгосрочный	1 392	1 424	-2
краткосрочный	107	192	-44
Чистый долг	1 371	1 082	27
Кредиторская задолженность	937	1 043	-10
Фин.долг/ЕВITDA	1,2	1,7	-
Чистый долг/ЕВITDA	1,1	1,2	-
Фин. долг/Активы	0,3	0,3	-

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Игорь Голубев

Московский кредитный банк (В1/В+/ВВ-)

Событие. Московский кредитный банк начал пре-маркетинг выпуска серии БО-2 объемом 3 млрд руб. Выпуск предлагается инвесторам с диапазоном купона 9,5% -10%, что соответствует доходности 9,73%-10,25%. Книга планируется к закрытию 21 сентября.

Комментарий. Банк достаточно активен на локальном рынке, и сейчас в обращении у МКБ находится 6 выпусков облигаций. Однако строить кривую банка довольно сложно, учитывая довольно весомый разброс в доходностях бондов, отражающий их весьма неоднородную ликвидность. Мы рекомендуем инвесторам ориентироваться на бонд серии БО-3 - именно он является самым близким по дюрации (оферта май 2013 года) к новому выпуску, а также лидером по оборотам среди других бумаг. Последние сделки по бумаге проходили с доходностью 9,5%, а средневзвешенный показатель с начала сентября составил 9,62%. Таким образом, первичное предложение банка дает премию порядка 15-20 б.п. к вторичному рынку, что выглядит довольно справедливо. Однако стоит вспомнить, что последние бонды торгуются ниже номинала. Учитывая это, мы рекомендуем инвесторам прибавлять как минимум 30-40 б.п. к бонду БО-3 и участвовать в середине предложенного диапазона, то есть от 10% годовых. Вместе с тем, неплохой альтернативой может выступить менее ликвидный бонд БО-5, который при дюрации всего на год больше БО-3 предлагает доходность в 10,6%, то есть премия за год более 100 б.п.

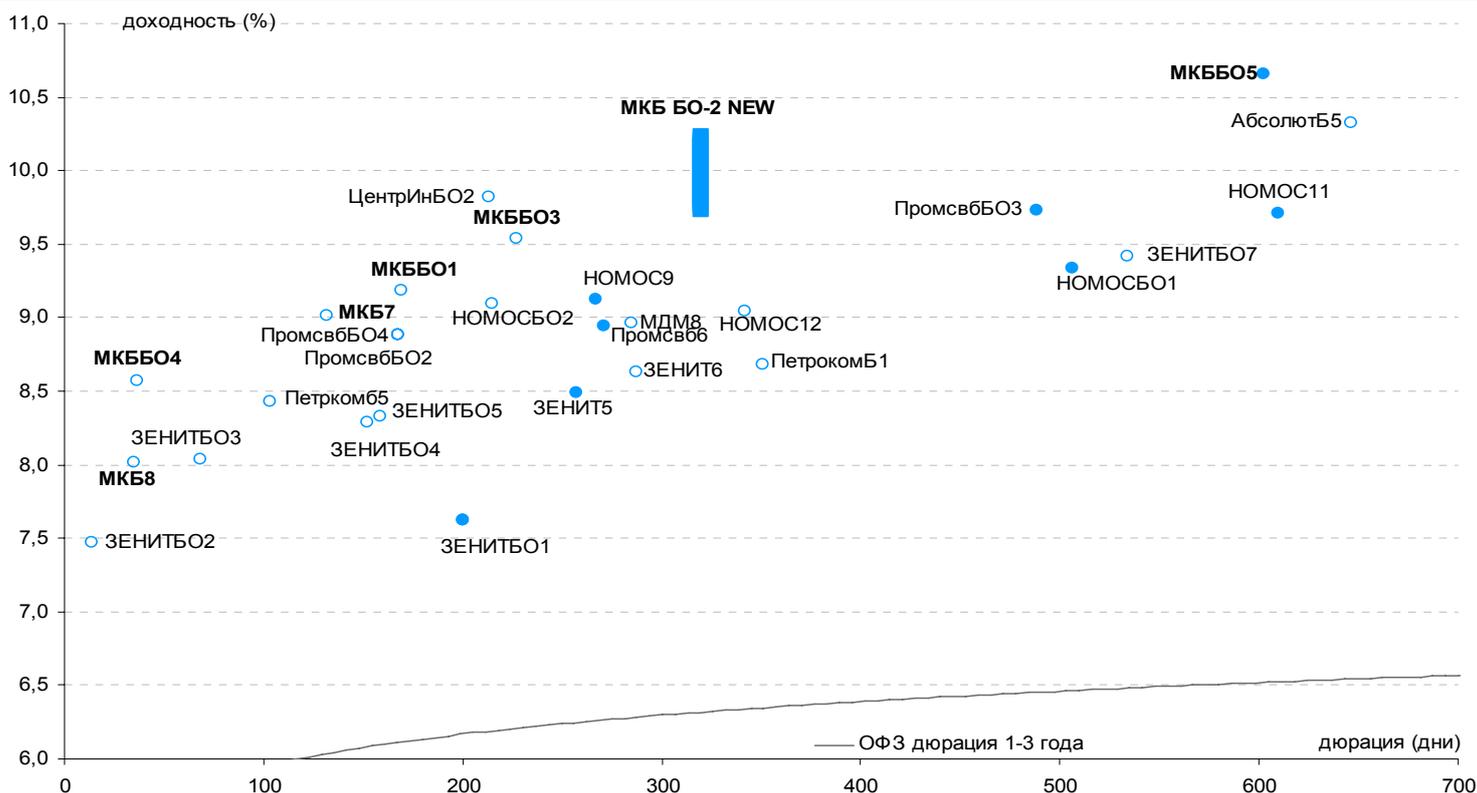
Наш комментарий к последней отчетности МКБ
http://www.nomos.ru/upload/iblock/ef9/NOMOS_daily_debt_markets_21_08_2012.pdf

Финансовые показатели МКБ по МСФО

	Рейтинги и ранкинги				
	21 В1 / В+ / ВВ-				
Место в ранкинге по размеру активов на 1 июля 2012 года Рейтинг (M/S&P/F)					
Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	1 пол 2011	1 пол 2012	Изменение за 1 пол 2012,%
ASSETS	165	232	204	263	13,3
Cash and cash equivalents	23	34	21	34	-2,0
% assets	14,1%	14,8%	10,5%	12,8%	---
Loans	104	159	147	185	16,1
Loans (gross)	107	163	151	189	16,1
% assets	63,0%	68,5%	72,3%	71,8%	---
NPL (≥90дн.)	1,5%	1,1%	0,9%	1,2%	---
Customer accounts	95	147	121	163	11,1
% assets	57,5%	63,1%	59,2%	61,9%	---
Debt securities issued	27	31	36	36	17,4
% assets	%	13,4%	17,7%	13,9%	---
EQUITY	14	26	24	29	14,2
% assets	8,3%	11,0%	11,6%	11,1%	---
Total Capital Adequacy Ratio	13,6%	14,4%	15,2%	13,9%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	1 пол 2011	1 пол 2012	Изменение за 1 пол 2012,%
Net interest income	6	9	4	5	42,5
Fee and commission income (net)	2	3	1	2	53,0
Provisions charge for loan impairment	2	1	1	1	25,7
Profit for the year	3	4	2	2	15,8
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1 пол 2011	1 пол 2012	Изменение за 1 пол 2012,%
RoAA	2,4%	2,0%	2,0%	1,7%	---
RoAE	24,4%	19,7%	19,9%	15,7%	---
Cost / Income	38,9%	39,8%	35,9%	43,1%	---
NIM	5,4%	5,0%	4,8%	5,0%	---

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций финансового сектора (11.09.2012)



Игорь Голубев

Тульская область (-/-ВВ-)

Событие. Министерство финансов Тульской области 17 сентября откроет книгу заявок на облигации объемом 5 млрд руб. Закрытие книги – 19 сентября, планируемая дата размещения – 25 сентября. Выпуск имеет амортизационную структуру, в результате при сроке обращения бумаг 3 года, дюрация выпуска составляет 1,9 года. Ориентир по ставке купона – 8,8-9,2%, что соответствует УТМ 9,09-9,52% годовых.

Комментарий. Напомним, Тульская область занимает 40 место по величине ВРП за 2010 год – 237 млрд руб., по предварительной оценке по итогам 2011 года объем ВРП области составил 269 млрд руб. Отметим, что по темпам роста эмитент обгоняет показатели России в целом: рост промышленного производства области составил 12;3% против 4,7% по стране.

Основными видами экономической деятельности в регионе выступают (по итогам 2011 года): металлургия и производство готовых металлических изделий (20%), химическая (24%) и пищевая (19%) промышленности. Ключевыми предприятиями области являются Азот (Холдинг ЕвроХим, второй по объемам выпуска российский производитель азотных удобрений и аммиака), Procter&Gamble (производство чистящих и моющих средств), Тулачермет (Группа Кокс, крупнейший экспортер товарного чугуна), Туламашзавод (одно из крупнейших предприятий ВПК России) и другие. Как положительный момент отметим, что в регионе отсутствует «якорный» налогоплательщик, соответственно, нет сильной зависимости от финансового положения одного предприятия. Таким образом, хотя негативная конъюнктура в регионе оказывает давление на доходы области, тем не менее отчасти компенсируется сравнительно стабильным положением в других отраслях. Благодаря этому, последние несколько лет (с 2009 года) регион демонстрирует уверенный рост собственных доходов («+24%» в 2010 году, «+15%» в 2011 году), при этом их доля в общих доходах выросла с 60% в 2009 году до 68% в 2011 году, при этом по итогам 2012 года регион прогнозирует рост на 27% к 2011 году и увеличение доли до 77%. И хотя по 2012 году ожидается дефицит в размере 6,6 млрд руб., семь первых месяцев 2012 года эмитент закончил с профицитом порядка 2,1 млрд руб.

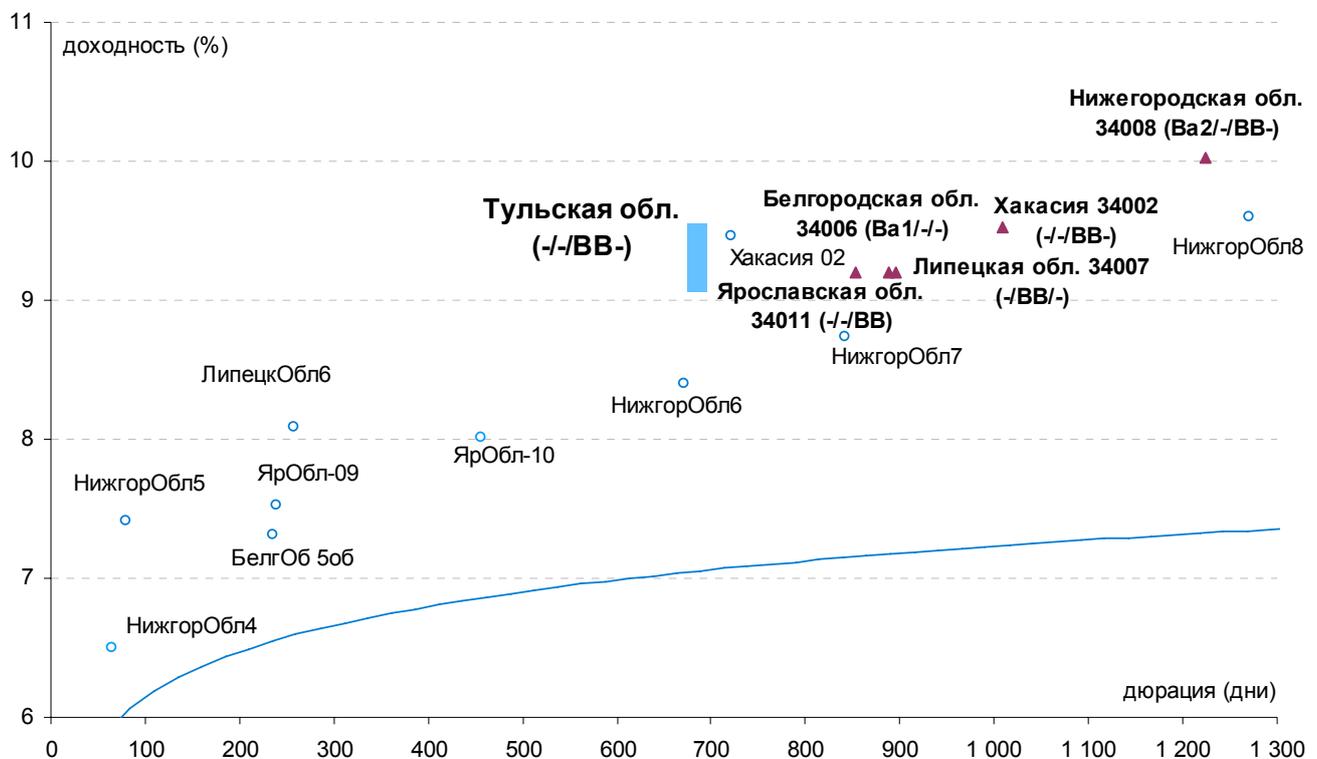
В качестве еще одного положительно фактора отметим низкую долговую нагрузку региона – 5,8 млрд руб. на 1 августа 2012 года или 18,2% от полученных собственных доходов. По словам главы области Владимира Груздева, привлечение от облигационного займа средства большей частью планируется направить на рефинансирование текущей краткосрочной задолженности. Основным кредитором области

выступает Сбербанк, однако регион пытается диверсифицировать структуру фондирования. Облигационный заем позволит не только расширить круг кредиторов, но и «удлинить» временную структуру долга. Согласно озвученным губернатором области, в дальнейшем не планируется снижать объем дола ниже 5 млрд руб.

Тульская область не новичок на облигационном рынке. Однако довольно долго ее обязательства в обращении отсутствовали – предыдущий выпуск был погашен в 2009 году. Тем не менее, в последнее время эмитенты с рейтингами уровня «ВВ+/ВВ-» были довольно активны, поэтому альтернатив и сравнений у инвесторов довольно много: недавно размещались Липецкая область (-/ВВ-), Республика Хакасия (-/ВВ-), Белгородская область (Ва1/-/), Нижегородская область (Ва2/-/) и другие (уровни размещений см. на графике).

По финансовым показателям Тульская область наиболее близка к Ярославской области (см.таблицу), разместившейся 24 августа с доходностью 9,2% годовых при дюрации 2,37 года. На этом фоне предложенный ориентир Тульской области с доходностью 9,09-9,52% при дюрации 1,9 года по нижней границе практически соответствует уровню размещения Ярославской области. С учетом того, что у Ярославской области рейтинг на 1 ступень выше, на наш взгляд, эмитент все же должен предоставить премию к сравниваемому выпуску. Поэтому мы рекомендуем участвовать в размещении по середине диапазона, то есть на уровне доходности от 9,3% годовых.

Доходности муниципальных облигаций (112.09.2012)



Финансовые показатели регионов

Регионы	Рейтинг	Доходы		Соб. Доходы		Доля соб.дох-в дох-х		Расходы		Дефицит		Госдолг	Госдолг/Соб.доходы
		'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	7М'12**	7М'12*
Тульская область	-/ВВ-	43,5	25,1	33,3	18,6	76,6%	74,1%	50,1	23,0	-6,6	2,1	5,8	18,2%
Липецкая область	-/ВВ-	32,7	19,5	27,2	14,9	83,0%	76,1%	36,7	20,3	-4,0	-0,8	8,6	33,8%
Хакасия	-/ВВ-	16,5	10,2	13,8	7,5	83,8%	73,7%	19,8	10,0	-3,4	0,2	3,3	25,7%
Белгородская область	Ва1/-/	66,8	36,7	49,4	24,1	73,9%	65,8%	70,8	33,9	-4,0	2,8	26,3	63,5%
Нижегородская область	Ва2/-/ВВ-	98,3	59,0	80,2	46,8	81,6%	79,3%	114,5	63,9	-16,2	-4,9	28,1	35,0%
Ярославская область	-/ВВ	43,5	26,7	35,8	21,9	82,3%	82,2%	50,4	26,7	-6,9	0,0	13,9	37,0%

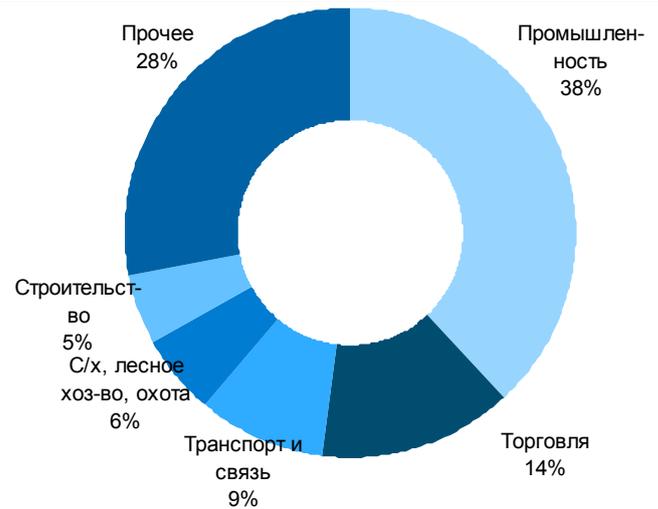
*собственные доходы приведены к году

** за исключением Тульской области данные по остальным регионам по состоянию на 1 июля 2012 года

Финансовые показатели Тульской области



Структура ВРП по итогам 2011 г.



Источник: Министерство Финансов Тульской области
 Елена Федоткова

Газпромбанк (Ваа3/BBB-/-)

Событие. Газпромбанк планирует встречи с инвесторами в Лондоне 13 сентября по выпуску рублевых евробондов.

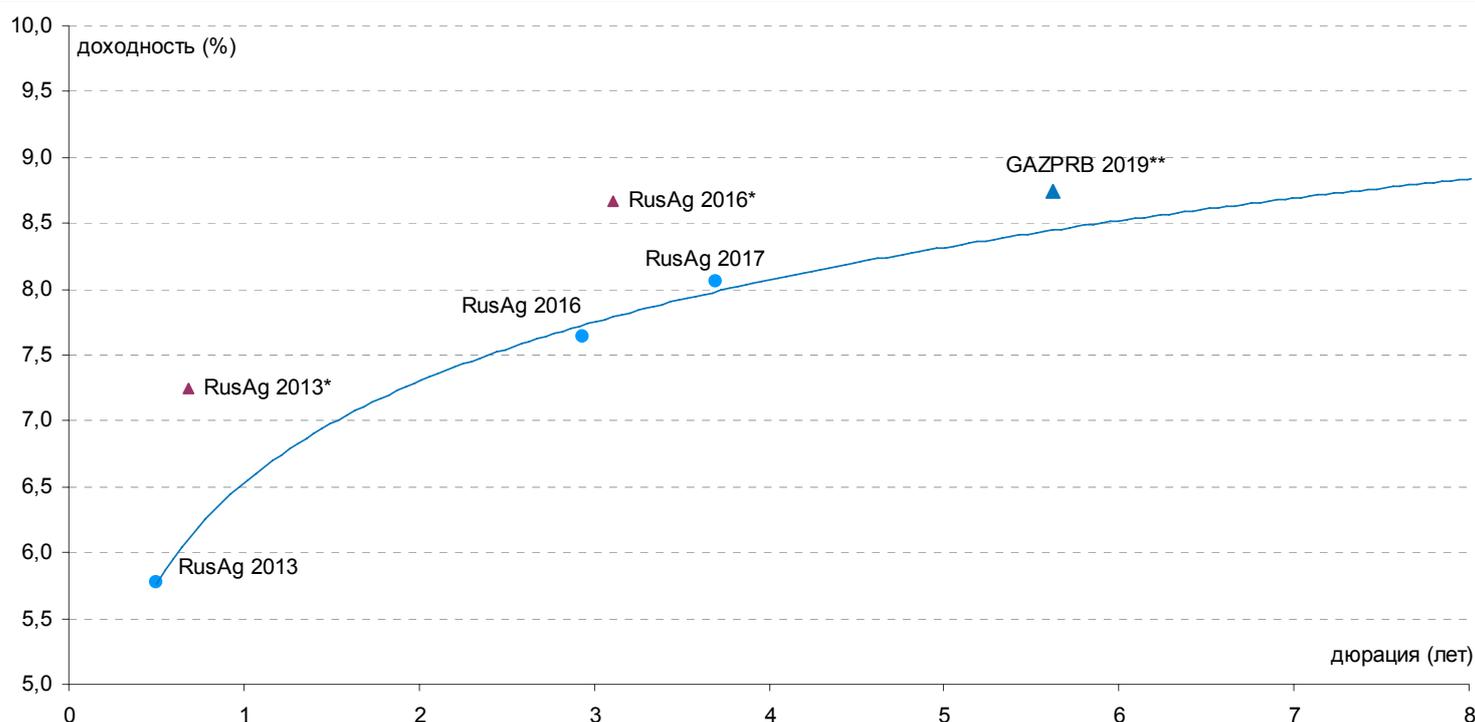
Комментарий. Обращаем внимание, что недавно S&P также поднял рейтинг ГПБ до инвестиционного уровня, как и у Moody's. Среди положительных моментов текущего года отметим конвертацию долга в капитал 1 уровня, в результате чего ВЭБ вошел структуру акционеров банка с долей 10,2%. Вслед за этим банк объявил о планах по пополнению капитала 2 уровня за счет размещения субординированных евробондов. При довольно высоких темпах роста (кредитный портфель за 1 полугодие 2012 года вырос на 20% до 1,8 млрд руб.) капитал банку сейчас необходим. По РСБУ достаточность собственных средств (Н1) на 1 сентября составляла 11,29%. При этом доходы банка падают – прибыль по сравнению с аналогичным периодом прошлого года сократилась почти в 2 раза – до 11 млрд руб. Причина – сокращение непроцентных доходов, в том числе комиссионных доходов и доходов от операций с ценными бумагами. Банк это объясняет проведением разовых операций в прошлом году, однако отсутствие данных доходов не дает столь же интенсивно пополнять капитал. С другой стороны, эмитент отчасти снимает нагрузку на показатель за счет повышения качества активов: NPL упал с 1,4% на начало года до 1,1% на конец отчетного периода. Однако все же отметим, что ситуация с достаточностью капитала у банка стоит сейчас не так остро, как в некоторых частных банках, у которых показатель упал ниже 11%.

Что касается фондирования банка, то отметим удерживаемое им сейчас соотношение Кредиты / Средства клиентов на уровне 1,0x. Хотя банк активно привлекает средства и на долговом рынке. Напомним, что «пик» исполнения обязательств по ним банку предстоит в 2014 году – 91 млрд руб. или 3,4% валюты баланса. Размещение нового долгосрочного займа позволит эмитенту несколько улучшить ситуацию со срочностью долга.

Отметим, что Газпромбанк не в первый раз прибегает к подобному инструменту заимствования – у эмитента уже обращается 2 выпуска еврооблигаций в рублях с погашением в 2016 и 2019 годах. Последнее размещение прошло не так давно – в июне текущего года: ставка купона сложилась для семилетнего займа объемом 13,5 млрд руб. на уровне 8,75%. Выпуск с погашением в 2016 году неликвидный.

Напомним, что не только Газпромбанк размещал еврооблигации в рублях: данным источником фондирования пользовались и ВТБ, и Россельхозбанк. Однако относительно ликвидными можно назвать разве что займы РСХБ, да и то не все, тем не менее, по трем выпускам можно провести условную кривую (см. график). Видно, что в конце июня выпуск Газпромбанка с погашением в 2019 года размещался ниже уровня, на котором на тот момент торговались еврооблигации Россельхозбанка в рублях. С учетом того, что недавно Газпромбанк относительно неплохо, хотя и неоднозначно, отчитался по МСФО, мы предполагаем, что новое размещение также пройдет на 10-30 б.п. ниже обозначенной нами кривой Россельхозбанка.

Доходности рублевых еврооблигаций финансового сектора (11.09.2012)



* доходности еврооблигаций Россельхозбанка на дату (29 июня 2012 года) размещения выпуска Газпромбанка с погашением в 2019 году

** уровень размещения выпуска Газпромбанка 29 июня 2012 года

Финансовые показатели Газпромбанка по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2010	2011	1 пол.2011	1 пол.2012	изменение за 1 пол. 2012
Активы	1 952	2 478	1 985	2 664	8%
Кредиты (net)	1 033	1 396	1 022	1 689	21%
Кредиты (gross)	1 084	1 454	1 075	1 750	20%
доля в активах	52,9%	56,4%	51,5%	63,4%	---
NPL (>90дн.)	2,1%	1,4%	1,9%	1,1%	---
Резервы / NPL	2,2	2,8	2,6	3,1	---
Кредиты / средства клиентов	0,9	1,0	0,8	1,0	---
уровень резервов	4,7%	4,0%	4,9%	3,4%	---
Финансовые активы	230	273	257	304	11%
доля в активах	11,8%	11,0%	13,0%	11,4%	---
Средства клиентов	1 185	1 430	1 244	1 659	16%
доля в активах	60,7%	57,7%	62,6%	62,3%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	16,7%	14,6%	17,3%	13,2%	---
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	32	58	28	29	2%
Прибыль	66	41	38	11	-72%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1 пол.2011	1 пол.2012	изменение за 1 пол. 2012
ROAE	12,8%	17,1%	32,3%	7,6%	-24,7%
ROAA	1,6%	2,0%	3,8%	0,8%	-3,0%
C / I	45,5%	39,4%	31,8%	53,2%	21,4%
NIM	2,5%	3,6%	3,5%	2,6%	-0,9%

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

НЛМК (Ваа3/BBB-/BBB-)

Событие. С 14 по 18 сентября НЛМК будет проводить встречи с инвесторами относительно размещения нового облигационного выпуска.

Комментарий. После довольно успешного размещения на локальном рынке двух займов НЛМК решил не останавливаться на достигнутом и, начиная с сегодняшнего дня, проводит road show новых евробондов. Мы решили разобраться, сколько может стоить дебютный выпуск комбината. Прежде всего, стоит ориентироваться на кривую Северстали, бонды которой достаточно ликвидны. Напомним, что на сегодняшний день, согласно итогам первого полугодия, кредитный профиль компаний довольно схож. Выручка у Северстали за первые шесть месяцев текущего года составила 7,4 млрд долл., у НЛМК - 6,5 млрд долл., по уровню рентабельности также НЛМК и Северсталь довольно одинаковые, долговая нагрузка также схожа. При этом стоит отметить, что по ряду показателей НЛМК уступает Северстали. Вместе с тем, рейтинги компаний различные - у Новолипецкого комбината они на инвестиционном уровне – «Ваа3/BBB-/BBB», у Северстали - спекулятивном «Ва1/BB+/BB-», то есть на одну (Moody's и S&P) и две ступени (Fitch) ниже.

Между тем стоит напомнить, что в июле агентство S&P изменило прогноз на «Негативный» по рейтингу НЛМК, отметив, что группа не сможет обеспечить повышение рентабельности в ближайшие 12-18 месяцев, в частности на своих европейских предприятиях. То есть для компании, в случае ухудшения конъюнктуры, существуют риски снижения рейтинга, хотя, конечно, для металлургического сектора риски сталелитейных компаний ниже, в отличие от добывающих компаний. На сегодняшний день ликвидные бонды Северстали торгуются с Z-спрэдом порядка 400 б.п. Учитывая разницу в рейтингах и не сильное существующее различие в кредитных метриках, мы считаем, что дисконт по бондам НЛМК к кривой Северстали должен составлять порядка 50 – 60 б.п.

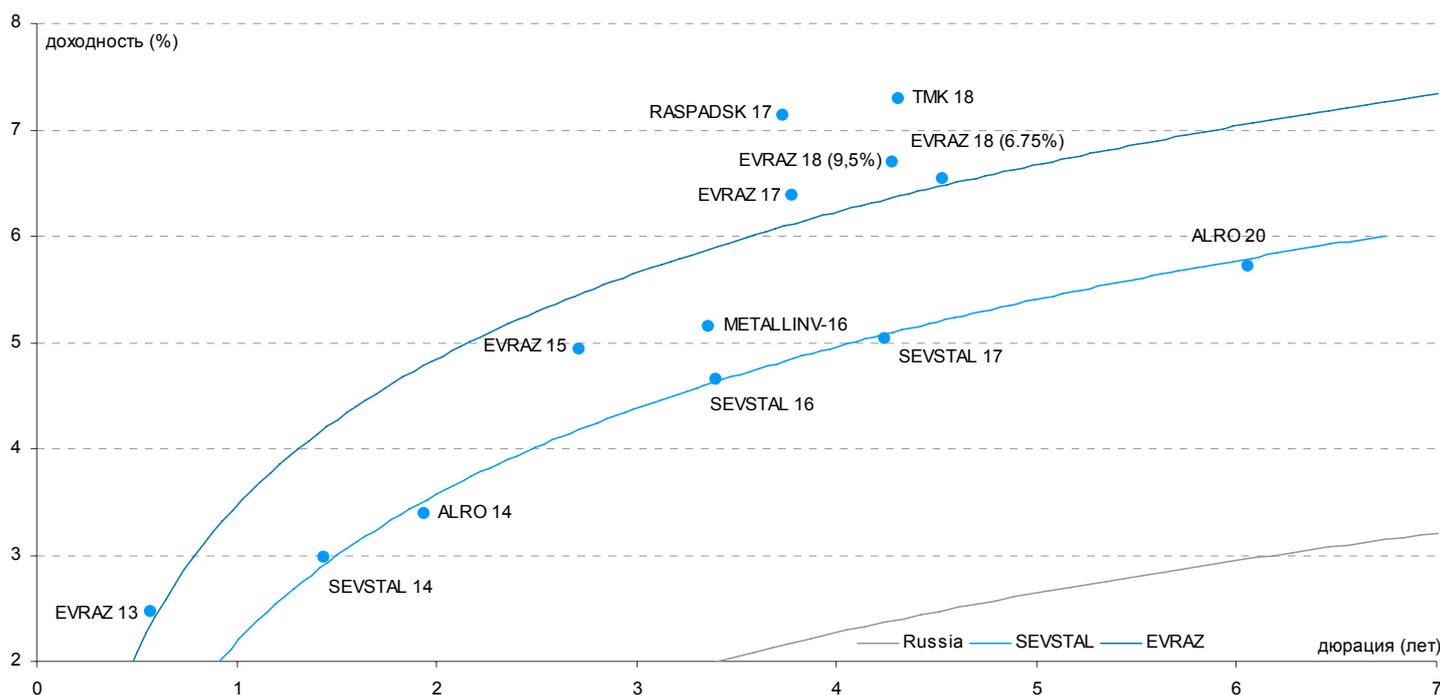
Строит обратить внимание также на бумаги аналогичной рейтинговой группы с НЛМК, основная часть которых находится в нефтегазовом сегменте, прежде всего Лукойл и Новатэк. При этом мы бы не стали обращать внимание на последнее размещение Газпром нефти, чей 10-летний выпуск сейчас торгуется с минимальным спрэдом к бондам материнской компании. На сегодняшний день Z-спрэд бумаг находится в диапазоне 250-260 б.п. Мы считаем, что, безусловно, компании металлургического сектора должны давать премию к компаниям нефтегазового сектора, в том числе вследствие того, что на сегодняшний день, в отличие от рынка стали, цена на «черное золото» находятся на пике. Стоит так же напомнить, что прогноз по рейтингу от S&P «Негативный», а размещение дебютное для рынка евробондов, что также требует премии. Таким образом, мы считаем, что премия к бумагам нефтегазовых компания должно быть не менее 70 б.п. Исходя из этого, мы видим размещение бумаг на уровне Z спрэда 300-350 б.п. При этом, конечно, сложившаяся конъюнктура может позволить разместиться бумагам по ниже

Финансовые показатели металлургических компаний по МСФО:

млн долл.	1 полугодие 2012 года		
	Evraz	Северсталь	НЛМК
	Ва3/В+/ВВ-	Ва1/ВВ+/ВВ-	Ваа3/ВВВ-/ВВВ-
Выручка	7 619	7397	6 351
Операционный денежный поток*	818	821	807
Свободный денежный поток	348	521	-43
ЕБИТДА	1 175	1 283	1 028
Чистая прибыль	-38	582	449
% расходы	317	221	14
Активы	17 432	15 321	17 103
Денежные средства и их эквиваленты	1 763	1 960	780
Финансовый долг, в т.ч.:	7 833	5 692	4 343
долгосрочный	6 300	4 116	2 373
краткосрочный	1 533	1576	1 971
Чистый долг	6 070	3 732	3 564
Рентабельность ЕБИТДА, %	15,1	17,3	16,2
Рентабельность по чистой прибыли, %	отриц.	7,9	7,1
Фин.долг/ЕБИТДА LTM	3,2	1,9	2,3
Чистый долг/ЕБИТДА	2,5	1,2	1,9
ЕБИТДА/% расходы	3,7	5,8	71,9
Фин. долг/Активы	0,45	0,37	0,25

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Распределение доходностей евробондов металлургического сектора



Голубев Игорь

МОЭСК (Ba2/BB-/-)

Событие. 6 сентября МОЭСК открыла книгу на размещение облигаций серии БО-1 общим объемом в 5 млрд руб., сроком обращения в три года и диапазоном ставки купона в 9,0-9,50%, что формирует доходность 9,20-9,73%.

Комментарий.

Прежде всего отметим, что компании из сектора электроэнергетики за исключением ФСК довольно редко радуют инвесторов своими размещениями. У МОЭСК на сегодняшний день нет выпусков в обращении, а история на долговом рынке насчитывает один выпуск бондов, погашенный в конце 2011 года. В связи с этим напомним, что МОЭСК является крупнейшей сетевой компанией в структуре МРСК по размеру выручки, которая, в свою очередь, владеет 50,9% акционерного капитала сетевой компании. Так же собственниками МОЭСК выступают структуры Газпрома, которым принадлежит около 27% капитала компании. В свободном обращении находятся порядка 16% акций компании. Эмитент работает на территории Москвы и Московской области.

Среди последних новостей в отношении компании, прежде всего, стоит отметить смену руководства в текущем году, а также недавние заявления господина Шойгу с требованием вернуть средства за недостроенные в регионе объекты электроэнергетики, планами по строительству которых объяснялось необходимость повышения тарифов на электроэнергию в регионе. Однако стоит сказать, что, конечно, ключевым моментом в отношении МОЭСК, МРСК да и всего сектора является принявший крутой оборот ход реформы в сетевом комплексе. Напомним, в мае было сделано заявление об объединении МРСК и ФСК, что, конечно же, вызывает довольно настороженные настроения у инвесторов. Ведь на текущий момент конечный формат объединения двух структур пока не известен, что, по нашему мнению, несет в себе некоторые риски. Так, речь шла о создании Единой национальной сетевой компании, которая будет подконтрольна РостЭК. Однако пока конечный формат сделки не известен. Вместе с тем, однозначно можно сказать, что перспектива приватизации переносится на неопределенный срок. Но здесь стоит отметить, что акционер в лице государства - значительно более привлекательная структура для инвесторов в бонды, в отличие от частных собственников. Да и в целом возможное объединение с ФСК скорее «на руку» держателям бондов, поскольку в этом случае спред между бумагами должен значительно сократиться. Еще один момент, который может интересовать инвесторов, это ожидание возникновения оферты в случае перехода на единую акцию МРСК с ФСК. Здесь стоит вспомнить опыт реорганизации МРК Связьинвеста. Так, присоединение к Ростелекому проходило без оферты по многочисленным выпускам компаний связи. Мы считаем, что вряд ли стоит ждать оферты в случае реорганизации МРСК путем присоединения к ФСК.

Выход на долговой рынок компании проходит перед довольно важными событиями для МОЭСК. Во-первых, компания не представила отчетность за первое полугодие, во-вторых, на текущий момент не известны тарифные решения для МОЭСК. Последнее является довольно важным моментом, учитывая, что в последнее время в энергетике правительство старается сгладить рост тарифов.

Отметим, что, согласно отчетности по МСФО, особых нареканий в отношении кредитного профиля компании нет. По итогам прошлого года соотношение Debt/EBITDA было на вполне комфортном уровне – 1,03х. Конечные параметры инвестиционной программы компании будут озвучены в ноябре. До этого инвестиционная программа компании озвучивалась в 220 млрд руб. (без НДС) до 2017 года. Понятно, что дальнейший кредитный профиль будет зависеть от параметров RAB регулирования, которые в ближайшее время должны появиться. В связи с этим делать на текущий момент какие-либо прогнозы довольно сложно. Вместе с тем, с уверенностью можно сказать, что долг компании будет расти, однако останется в разумных рамках. По нашим прогнозам, в текущем году соотношение Debt/EBITDA составит 1,7х, что, конечно выше уровня прошлого года, но вполне комфортно для инвесторов. Напомним, что для сетевых компаний, перешедших на RAB регулирование, существует требование сохранять соотношения долга к EBITDA ниже трех.

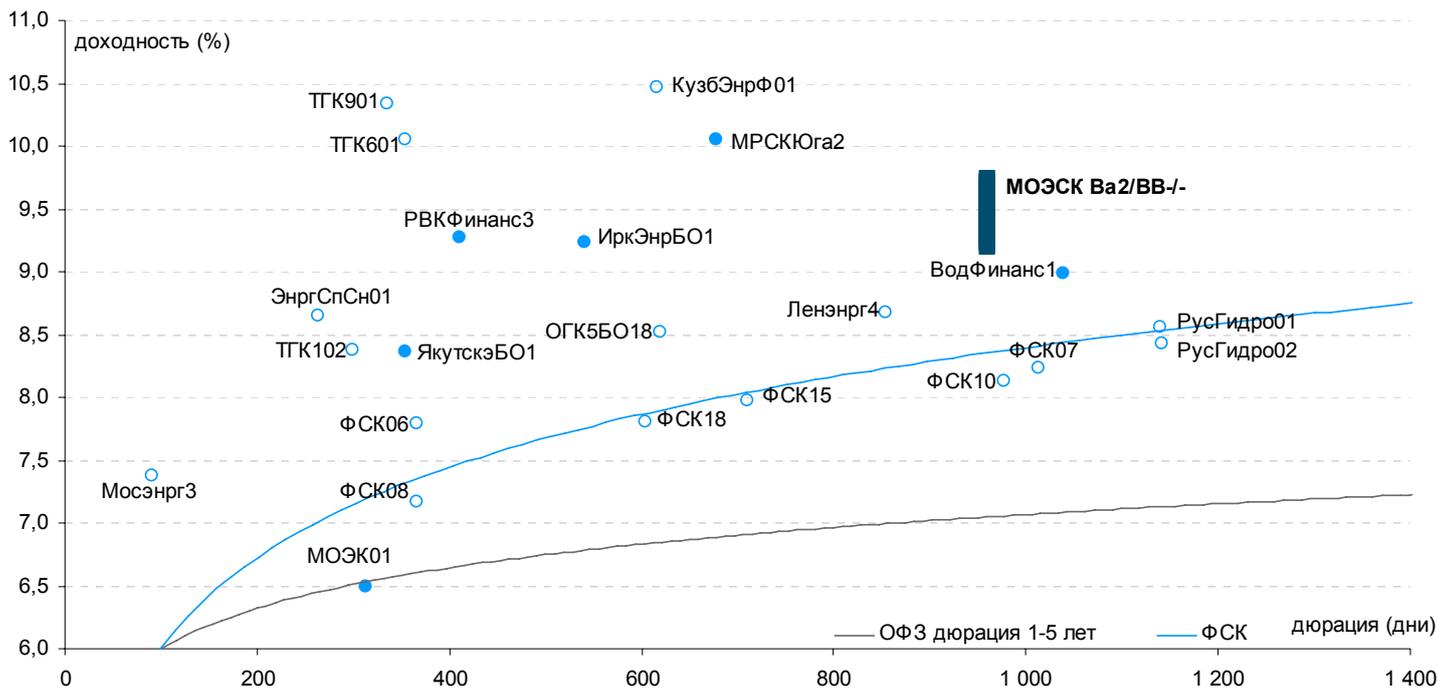
Одним из последних размещений среди сетевых компаний было Ленэнерго-4 (Ba2/-/-), по выпуску которого при оферте через три года был установлен купон 8,5% (УТР 8,68%). Как мы и отмечали, размещение прошло на довольно агрессивных уровнях, что сказалось на минимальной ликвидности бумаги при дальнейшем обращении на вторичке. На размещение последнего бонда ФСК-22 с 10 летней офертой и купоном с привязкой инфляции вряд ли можно опираться как ориентир. Последний обычный бонд ФСК в апреле текущего года был размещен со ставкой в 8,1% (УТР 8.26%) и офертой через 4 года. Новый бонд МРСК предлагает премию к кривой ФСК в 90-140 б.п. Учитывая суверенный рейтинг ФСК и принимая во внимание возможное сужение спреда между компаниями в случае их объединения, мы считаем, что участие в выпуске от 9,4% выглядит вполне интересно. Однако не стоит забывать, что сектор, за исключением бумаг ФСК, является довольно низколиквидным. Отметим также, что в рейтинговой группе Ba2/BB- также довольно сложно найти альтернативы выпуску МОЭСК.

Финансовые показатели МОЭСК по МСФО:

млн руб.	МОЭСК		
	2010	2011	Изм., +/-,%
Выручка	111 732	129 366	16
Операционный денежный поток	35 466	33 816	-5
Свободный денежный поток	16 426	4 040	-75
EBITDA	37 435	45 286	21
Чистая прибыль	17 163	18 043	5
% расходы	2 490	1 789	-28
Активы	233 829	249 559	7
Денежные средства и их эквиваленты	2 931	3 945	35
Финансовый долг, в т.ч.:	40 104	46 476	16
долгосрочный	29 472	39 967	36
краткосрочный	10 631	6 509	-39
Чистый долг	37 173	42 531	14
Рентабельность EBITDA	33,5%	35,0%	1,5 п.п
Рентабельность по чистой прибыли	15,4%	13,9%	-1,4 п.п
Фин.долг/EBITDA	1,07	1,03	3,78
Чистый долг/EBITDA	0,99	0,94	4,19
EBITDA/% расходы	15,03	25,31	-9,88
Фин. долг/Активы	17,2%	18,6%	1,5 п.п

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Распределение доходностей бумаг сектор электроэнергетики



Игорь Голубев

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48
Факс. (495) 797-52-48
research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волков, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA
Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков
Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова
Fedotkova_EV@nomos.ru

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

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

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.