

28 января 2013 г.

Эмитенты все активнее используют долговой рынок для привлечения средств. Причем пользуется популярностью как внутренние, так и внешние площадки. В настоящее время обозначено 10 предложений, причем четыре из них – на международном рынке. Интересно, что на евробондах эмитенты занимают с удовольствием в рублях и в китайских юанях.

Если в начале года мы могли наблюдать активность в основном со стороны заемщиков с инвестиционным рейтингом, то сейчас появились выпуски и с высокоспекулятивным рейтингом, вплоть до «ВЗ». Среди открытых книг для инвесторов с умеренным аппетитом к риску мы рекомендуем обратить внимание на МРСК Урала.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, М / 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 МРСК Урала БО-01	Ba2/-/-	да	3 000	29 янв	31 янв	8,5-9,0% / 8,68-9,2%	-	- / 3	от 8,9%
NEW Татфондбанк БО-07	B3/-/-	да	2 000	6 фев	8 фев	12,5-13,0% / 12,89-13,42%	-	1 / 3	от 13,0%
NEW Авангард, БО-01	B2/-/-	да	1 500	30 янв	4 фев	9,75-10,25% / 9,99-10,51%	-	1 / 3	-
NEW Трансконтейнер, 04	Ba3/-/BB+	да	5 000	30 янв	1 фев	8,9-9,4%, 9,1-9,62%	-	амортиз. / 5 лет	-
NEW Микояновский комбинат БО-01	-/-/-	-	2 000	30 янв	1 фев	12,5-13,5% / 12,89-13,96%	-	1 / 3	от 13,5%
NEW Гидромашсервис, 03	-/B+/-	да	3 000	2 фев	5 фев	10,0-10,25% / 10,25-10,51%	-	3 / 5	-

Евроблигации

NEW АНМЛ (АИЖК)	Baa1/BBB/-	-	в рублях	28-30 января	п/а	-	-	п/а	-
NEW Ruspetro	-	-	50 млн евро	5 фев	12 фев	-	-	-	-
NEW RusStand	Ba3/B+/B+	-	в китайских юанях	road-show 29-30 янв.	-	-	-	-	-
NEW Novatek	Baa3/BBB-/BBB-	-	в рублях	road-show 29-30 янв.	-	-	-	-	-
NEW Gazprom	Baa1/BBB/BBB	-	в долл.США	road-show 28-29 янв.	-	-	-	-	-
NEW УБРиР ЕСР	-/B/-	-	в долл.США	-	7,25-7,5%	-	-	6 мес.	-
NEW Фосагро	-	-	\$ 500 млн	на сл.неделе	-	-	-	до 5 лет	-
МСВ 2018	B1/B+/BB-	-	в долл.США	-	8,0%	7,75-7,875%	-	-	- / 5

Выпуск	Рейтинг, М / 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
Завершенные размещения									
Ростелеком 15	-/BB+/BBB-	да	5 000	22 янв	30 янв	8,25-8,5% /	-	8,2% / 8,37%	аморт. / 5
Ростелеком 18			10 000	22 янв	30 янв	8,42-8,68%	-		
Банк Москвы, БО-01	Ba2/-/BBB	да	10 000	25 янв	31 янв	-	-	-	-
Росбанк БО-05	Baa3/-/BBB+	да	5 000	24 янв	31 янв	9,00-9,25% /	-	8,8% / 9,0%	- / 3
Росбанк БО-06			5 000	24 янв	30 янв	9,20-9,46%	-		
ГТЛК 01	-/BB/-/-	да	5 000	25 янв	29 янв	10,0-10,5% / 10,25-10,75%	-	10% / 10,25%	3 / 5
ФСК ЕЭС 24	Baa3/BBB/-	да	10 000	-	25 янв	не выше 8,4% / не более 8,58%	-	8% / 8,2%	7 / 15
Евроблигации									
Sberbank 2016	Baa1/-/BBB	-	25 млрд руб.	-	24 янв	7,0-7,25%	-	7%	- / 3
RSHB 2016	Baa1/-/BBB	-	1 млрд юаней	-	23 янв	3,6-3,7%	-	3,6%	- / 3
Sibur 2018	Ba1/-/BB+	-	1 млрд долл.	-	24 янв	3,9-4,1% (300-320 б.п. к среднерыночным свопам)	-	3,9% (300 б.п. к среднерыночным свопам)	- / 5

Комментарии к размещениям**NEW МРСК Урала (Ba2/-/-)**

На наш взгляд, выпуск интересен ближе к середине указанного диапазона, то есть на уровне доходности от 8,9% годовых, что предусматривает также небольшую премию (до 15 б.п.) ко вторичному рынку.

NEW Татфондбанк (B3/-/-)

Облигации Татфондбанка остаются инвестицией повышенного риска, и мы рекомендуем участвовать в займе инвесторам с агрессивной стратегией. При этом, при принятии риска заем может быть интересен на уровне от 13% годовых к оферте.

NEW Микояновский комбинат (-/-/-)

Облигации эмитента могут заинтересовать ограниченный круг инвесторов, как и ранее готовых к повышенным рискам кредитного профиля и низкой финансовой прозрачности заемщика, но под более высокую процентную ставку.

Итоги последних размещений:

Последние размещения проходили с большим переспросом как на внутреннем рынке, так на международных площадках. Это позволяло эмитентам размещаться ниже первоначально обозначенных ориентиров, несмотря на долгосрочные заимствования. Это касается в первую очередь Ростелекома (купон 8,2% на 5 лет), Росбанка (8,8% на 3 года), ФСК ЕЭС (8% на 7 лет), спрос по которым превышал заявленные объемы в 3-5 раз. Причем на форвардах в пятницу Росбанк, к примеру, уже стоил выше номинала – 100,65-100,90%. Довольно удачно закрылась книга по дебютному выпуску ГТЛК (купон 10% на 3 года).

По нижней границе прошли размещения на рынке еврооблигаций, где отметились Сбербанк (7% на 3 года в рублях), РСХБ (3,6% на 3 года в юанях) и СИБУР (3,9% на 5 лет в долл.).

Комментарии:**NEW МРСК Урала (Ba2/-/-)**

Событие. Сегодня МРСК Урала открывает книгу по облигациям серии БО-01 объемом 3 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 8,5-9,00%, что соответствует доходности 8,68-9,2% годовых к погашению через 3 года. Планируемая дата закрытия книги – 29 января, размещения – 31 января.

Комментарий. Межрегиональные сетевые компании в последние полгода активизировались на долгом рынке, что вполне объясняется их потребностями в финансировании имеющихся инвестиционных программ. Напомним, в декабре прошлого года прошло размещение выпуска МРСК Центра и Приволжья (Ba2/-/-) серии БО-01 с доходностью 9,36% (ставка купона 9,15% годовых) к погашению через 3 года. В октябре 2012 года на рынок вышла МРСК Центра (-/BB/-) с доходностью 9,15% (купон 8,95%) также к погашению через 3 года.

Мы не считаем, что размещение МРСК Урала может пройти ниже текущего уровня обращения (8,7-8,75%) облигаций МРСК Центра и Приволжья и МРСК Центра в силу того, что эмитент не обладает существенными позитивными моментами в кредитном качестве, способными заметно выделить его по сравнению с перечисленными компаниями. Приведенный в таблице более низкий уровень долговой нагрузки отчасти компенсируется дальнейшей необходимостью по CAPEX, что вкупе со сдерживающим тарифным регулированием приведет к выравниванию показателя Net debt / EBITDA по сравнению с другими рассматриваемыми МРСК по итогам 2012-2013 годов. Кроме того, масштабы бизнеса эмитента несколько меньше, чем у сравниваемых организаций. При этом МОЭСК выглядит чуть более привлекательно с точки зрения инвестора как раз из-за заметно более крупных размеров бизнеса, что выражается в более низкой доходности (около 8,5%).

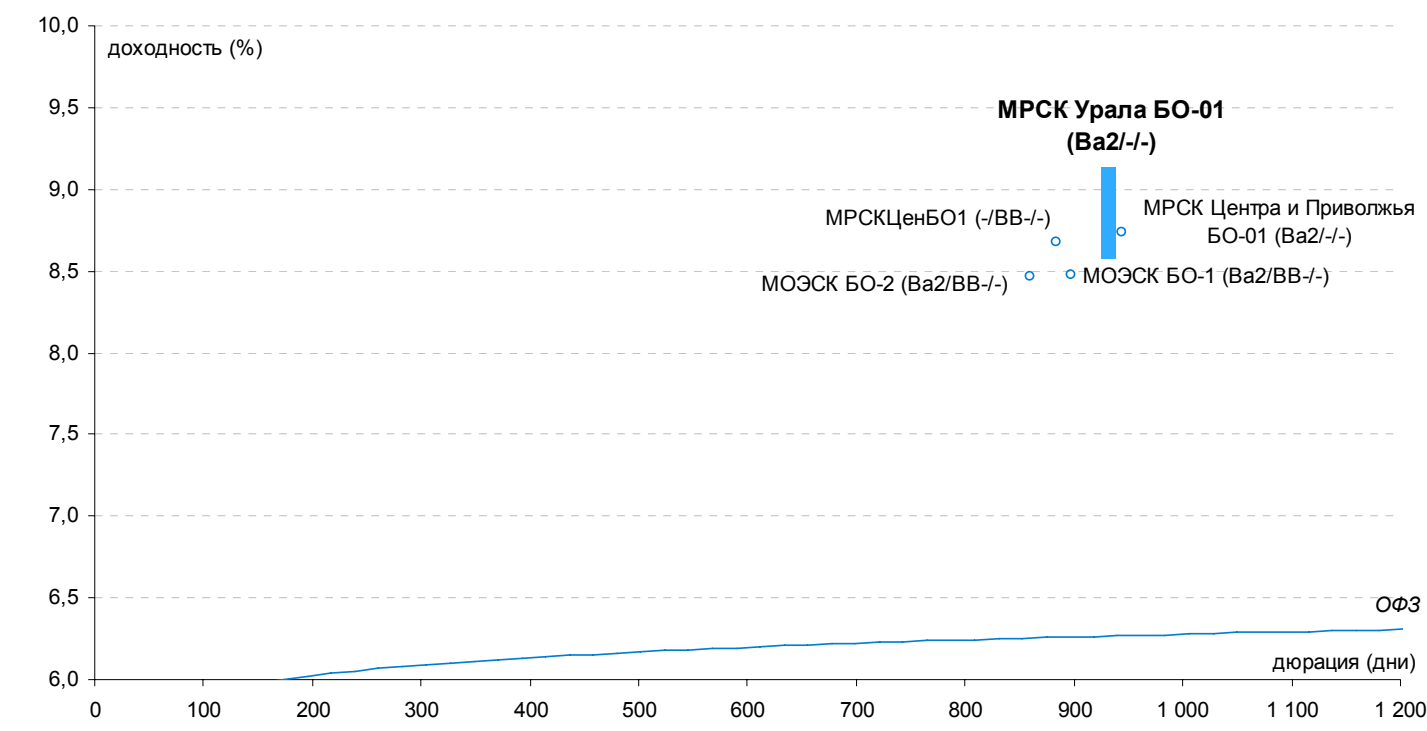
Таким образом, на наш взгляд, выпуск интересен ближе к середине указанного диапазона, то есть на уровне доходности от 8,9% годовых, что предусматривает также небольшую премию (до 15 б.п.) ко вторичному рынку.

Финансовые показатели компаний по РСБУ

млн руб.	Выручка		EBITA		EBITA margin		Чистая прибыль		Net margin		Чистый долг		Чистый долг / EBITDA	
	2011	1 пл. 2012	2011	1 пл. 2012	2011	1 пл. 2012	2011	1 пл. 2012	2011	1 пл. 2012	2011	1 пл. 2012	2011	1 пл. 2012
МРСК Урала (Ba2/-/-)	54 572	26 239	7 148	3 747	13,1	14,3	2 548	462	4,7	1,8	5 342	6 105	0,7	0,8
МРСК Центра и Приволжья (Ba2/-/-)	64 404	29 221	11 371	6 290	17,7	21,5	5 763	417	8,9	1,4	19 238	19 591	1,7	1,6
МРСК Центра (-/BB/-/-)	68 127	33 876	15 650	8 640	23,0	25,5	5 203	4 334	7,6	12,8	18 674	18 165	1,2	1,1
МОЭСК (Ba2/BB/-/-)	126 546	55 167	39 685	20 985	31,4	38,0	17 053	10 907	13,5	19,8	37 282	39 273	0,9	0,9

Источник: данные компаний, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций (средневзв.)



Елена Федоткова

NEW Татфондбанк (B3/-/-)

Событие. Татфондбанк планирует с 30 января по 6 февраля провести сбор заявок инвесторов на приобретение 3-летних биржевых облигаций серии БО-07 на сумму 2 млрд руб. Ориентир ставки купона - 12,5-13% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте в размере 12,89-13,42% годовых.

Комментарий. Прошлый год для банка ознаменовался понижением рейтинга до уровня «B3», что не особенно порадовало инвесторов. Тем не менее последний выпуск банка, размещенный в октябре прошлого года, уже включен в перечень прямого РЕПО с дисконтом 25%. Текущий заем, вполне вероятно, пойдет на рефинансирование обращающихся облигаций, в частности, в феврале погашается заем серии 06 на 2 млрд руб.

Мы не считаем, что с момента написания специального комментария от 3 октября 2012 года (http://www.nomos.ru/upload/iblock/5a2/credit_special_Tatfondbank_03102012.pdf) кредитные метрики банка заметно изменились. Напомним, среди слабых мест эмитента остается качество активов Татфондбанка и низкий уровень достаточности капитала (Н1 на 1 января 2013 года составил 10,69%), тем не менее по итогам года эмитент продемонстрировал высокие темпы роста бизнеса и пользуется поддержкой Республики Татарстан, хотя и с некоторыми ограничениями.

На наш взгляд, предложенный уровень доходности и премия ко вторичному рынку 50 б.п. и более вполне отражают текущие риски эмитента. Облигации Татфондбанка остаются инвестицией повышенного риска,

и мы рекомендуем участвовать в займе инвесторам с агрессивной стратегией. При этом, при принятии риска заем может быть интересен на уровне от 13% годовых к оферте.

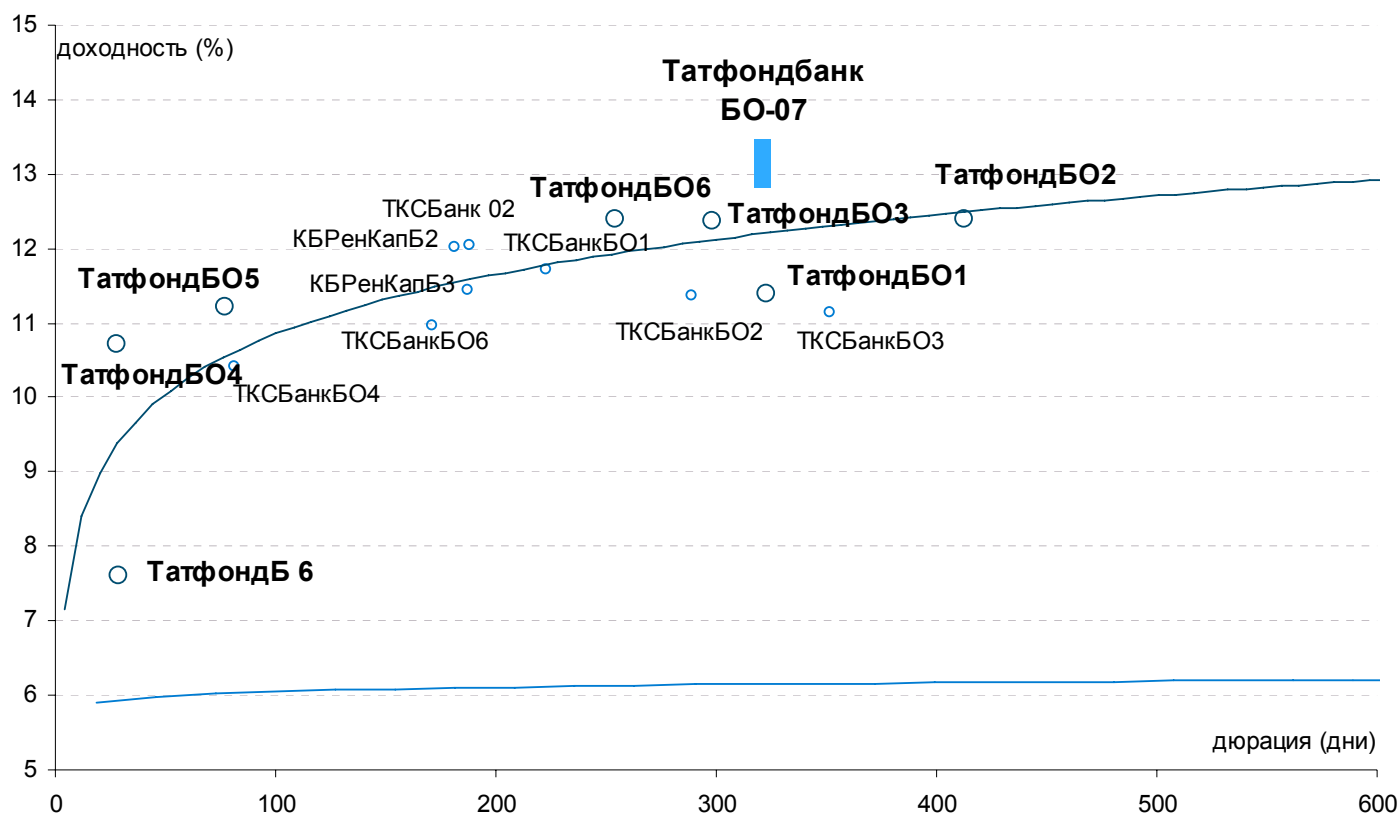
Финансовые показатели банка по РСБУ

млн руб.	2010	2011	2012	1январь12 / 1январь11
Капитал (134 ф)	10 097	9 869	12 008	21,7%
H1	17,10	12,79	10,69	
Активы	60 703	78 343	102 589	30,9%
Денежные средства и драгметаллы	1 621	2 314	3 150	36,1%
Доля в активах	3%	3%	3%	---
МБК (размещенные средства)	3 688	6 834	10 143	48,4%
Кредитный портфель (gross)	41 189	51 765	67 875	31,1%
Уровень резервов	9,5%	8,9%	7,8%	---
Уровень просрочки	4,3%	4,2%	3,9%	---
Покрытие просрочки резервами	219,7%	211,9%	196,9%	---
Кредиты физлиц	9,0%	16,6%	25,9%	---
Кредиты/Клиентские средства	123,9%	124,2%	120,0%	---
Доля в активах	61,4%	60,2%	61,0%	---
Операции с ценными бумагами	4 411	6 223	8 355	34,3%
Доля в активах	7,3%	7,9%	8,1%	---
Капитал*	8 349	8 612	10 066	16,9%
Доля в активах	13,8%	11,0%	9,8%	---
МБК (привлеченные средства)	1 797	7 967	12 435	56,1%
Кредиты ЦБ	116	3 634	4 619	27,1%
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,2%	4,6%	4,5%	---
Средства клиентов, в т.ч.	33 257	41 691	56 547	35,6%
юридических лиц	9 525	12 225	15 013	22,8%
физических лиц	23 732	29 466	41 534	41,0%
доля средств в пассивах	54,8%	53,2%	55,1%	---
Выпущенные ценные бумаги, в т.ч.	9 357	11 747	19 274	64,1%
Облигации	8 157	10 175	14 571	43,2%
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	15,4%	15,0%	18,8%	---
Балансовая прибыль	299	288	481	67,0%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций (средневзв.)



Елена Федоткова

NEW Микояновский комбинат (-/-/-)

Событие. Микояновский комбинат планирует открыть с 29 по 30 января книгу заявок на биржевые облигации серии БО-01 объемом 2 млрд руб. Индикатив ставки купона составляет 12,5-13,5% годовых, что формирует доходность 12,89-13,96% годовых к оферте 1 год. Размещение намечено на 1 февраля.

Комментарий. Микояновский комбинат не новичок на долговом рынке облигаций, в настоящее время у компании в обращении находится один выпуск облигаций серии 02 объемом 2 млрд руб., который погашается 7 февраля 2013 г. Кроме того, ранее, в 2006 г., эмитент своевременно исполнил все обязательства по бондам серии 01 объемом 1 млрд руб.

Напомним, что Микояновский комбинат одно из крупнейших мясоперерабатывающих предприятий страны (наряду с мясокомбинатами Останкинский, Черкизовский, Царицыно и др.) мощностью более 100 тыс. тонн в год, которое базируется в Москве и входит в состав агропромышленной Группы Эксима (владеет 90% его акций), которая объединяет около 20 предприятий. Ключевыми направлениями бизнеса группы являются: производство мяса и мясной продукции, молока и молочной продукции, растениеводство, а также импорт мяса. В свою очередь, Микояновский комбинат является центральным предприятием группы, при этом другие компании Эксима обеспечивают его сырьем как собственным (более чем на 40% за счет свинокомплексов в Орловской и Владимирской областях мощностью 50 тыс. тонн в живом весе), так и импортируемым (Эксима располагает квотами на импорт мяса более 8 тыс. тонн в год). Реализацию готовой продукции Микояновский комбинат осуществляет через собственную сеть дистрибуции и логистическую инфраструктуру в регионах России и странах СНГ, а также напрямую работает с крупными розничными сетями.

Группа Эксима и Микояновский комбинат не готовят консолидированную отчетность по МСФО, что говорит об их низкой финансовой прозрачности. В то же время имеется отчетность непосредственно ЗАО «Микояновский комбинат» по РСБУ, но она не исключает внутригрупповые обороты, что затрудняет оценку финансового профиля и уровня долговой нагрузки эмитента.

Тем не менее, согласно наиболее актуальной отчетности Микояновского комбината за 9 мес. 2012 г. по РСБУ, можно отметить невысокую прибыльность бизнеса компании на фоне крупных игроков рынка, таких как Группа Черкизово, АПХ Мираторг и Комос Групп, которые присутствуют на долговом рынке. Так, EBITDA margin по итогам 9 мес. 2012 г., по нашим оценкам, составила около 9% против 15-32% у конкурентов соответственно, что говорит о меньшей возможности для маневра у эмитента с ценами на свою продукцию в случае ухудшения конъюнктуры на рынке мяса, поскольку возможности переложить дополнительные издержки на конечных покупателей ограничены конкуренцией.

Что касается долговой нагрузки предприятия, то в целом она сопоставима с общеотраслевыми уровнями, но, тем не менее, была выше: соотношение Чистый долг/EBITDA на конец сентября составило 3,0х против 2,7-2,8х у других игроков. Здесь же следует учесть, что на за балансовых счетах Микояновского комбината, по данным одного из организаторов выпуска облигаций, по итогам 9 мес. 2012г. в виде поручительств по другим компаниям Группы Эксима значилось 8,4 млрд руб. (в частности, 6,8 млрд руб. по кредитам Знаменский СГЦ), что создает дополнительные и ощутимые риски для кредитного профиля самого эмитента. В этом плане компания в большей степени близка к Комос Групп, в том числе и по масштабам бизнеса.

Важно отметить, что весь долг Микояновского комбината был краткосрочным (2,69 млрд руб.), причем большая его часть – это погашение облигационного займа серии 02 на 2 млрд руб. Таким образом, размещение новых бумаг компании может стать вариантом рефинансирования предыдущих облигаций, но уже под более высокую ставку 12,5-13,5% годовых (напомним, последняя ставка купона по займу была 11,3% годовых).

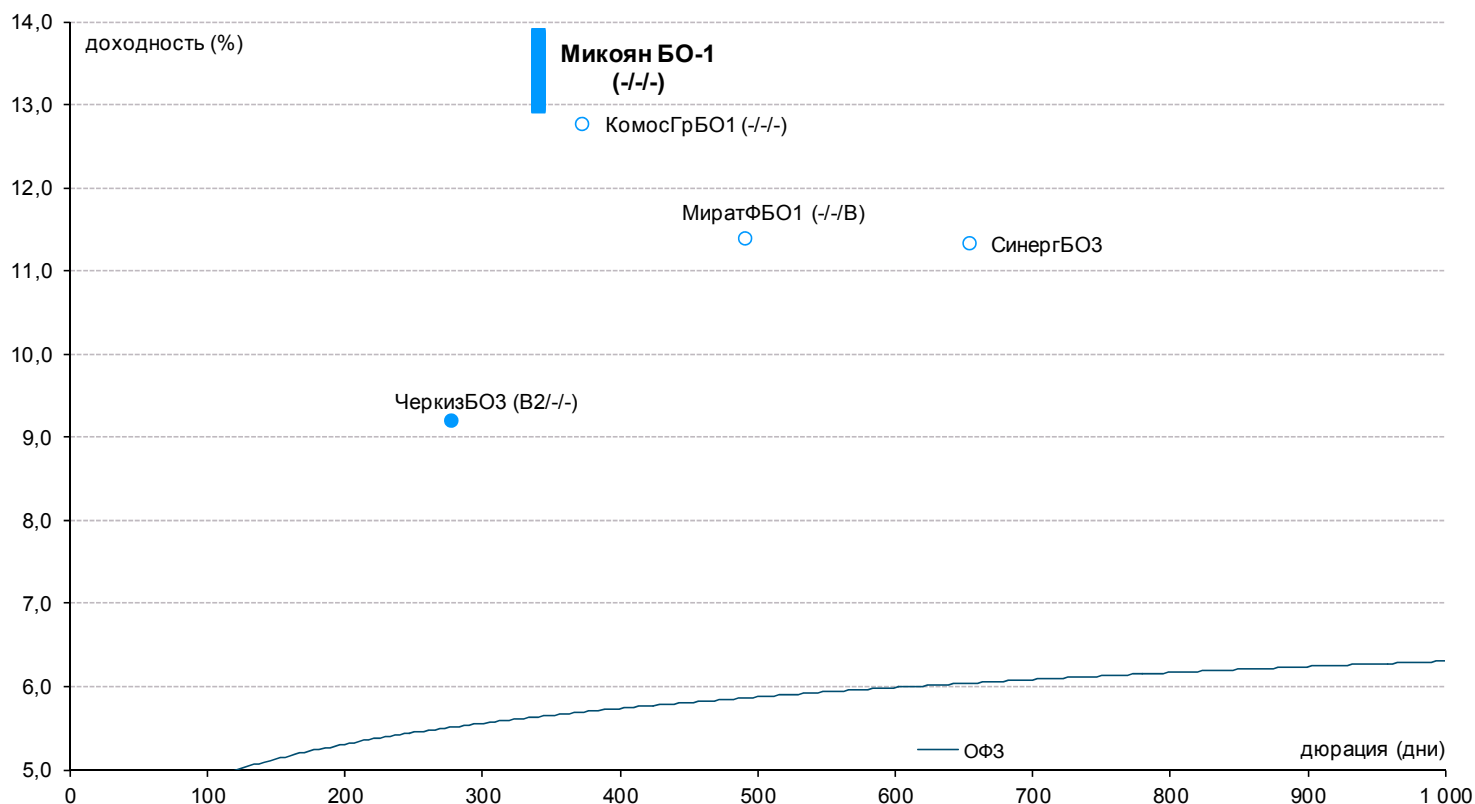
Обращающиеся облигации сопоставимых компаний неликвидные, что делает уровни их доходности непоказательными при позиционировании новых облигаций Микояновского комбината. Вместе с тем, эмитент предлагает свои бумаги по ставке в настоящее время наиболее высокой в секторе (в том числе КомосГрБО01 УТМ 12,66% / 376 дн.), что должно компенсировать риски кредитного профиля. Скорее всего, выпуск найдет спрос со стороны ограниченного круга инвесторов, как и ранее готовых к повышенным рискам эмитента, но уже под более высокую ставку.

Финансовые показатели компаний

млн руб.	Микояновский комбинат (РСБУ)			Группа Черкизово (МСФО)	АПХ Мираторг (МСФО)	Комос Групп (МСФО)
	9м2012	9м2011	Изм., %	9м2012	6м2012	6м2012
Выручка	7 501	6 190	21,2	35 620	20 970	9 963
EBITDA	655	329	99,1	7 437	6 687	1 491
EBITDA margin	8,7%	5,3%	2,2 п.п.	20,9%	31,9%	15,0%
Чистая прибыль	106	28	3,8х	4 935	5 118	519
margin	1,4%	0,5%	0,9 п.п.	13,9%	24,4%	5,2%
	9м2012	2011	Изм., %	9м2012	6м2012	6м2012
Активы	6 631	5 829	13,8	60 829	n/a	21 027
Денежные средства и их эквиваленты	164	149	10,1	1 244	n/a	2 268
Долг	2 691	3 055	-11,9	26 671	n/a	13 629
краткосрочный	2 691	1 327	102,8	8 619	n/a	7 822
долгосрочный	0	1 728	-	18 052	n/a	5 807
Чистый долг	2 527	2 906	-13,0	25 427	n/a	11 361
Долг/EBITDA	3,2	5,9		2,8	3,0	4,6
Чистый долг/EBITDA	3,0	5,6		2,7	2,8	3,8

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций



Александр Полютов

Аналитический департамент

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

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

ТЭК

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA
Mikhajlov_AS@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Макроэкономика

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