



Утренний Express-O



Технический монитор

# КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ



**Россети (Ba2/BB+/-): первичное предложение.**

## Россети (Ba2/BB+/-): первичное предложение.

Россети 3 июня планируют сбор заявок на дебютные облигации серии БО-04 на 10 млрд руб. Индикативная ставка купона 12,25-12,5%, что соответствует доходности 12,63-12,89% к оферте через 3 года. Кроме того, по выпуску предусмотрен call-option через 1,5 года, которым компания вполне может воспользоваться, учитывая ожидания смягчения ДКП ЦБ РФ. В целом, новый выпуск Россетей выглядит интересно, в том числе на фоне бондов «дочерних» ФСК и МОЭСК, причем уже от нижней границы индикатива в ожидании дальнейшего снижения ключевой ставки, которая, по нашим оценкам, к концу года может прийти к отметке 9-10%, что позволит получить положительную переоценку по выпуску.

**Россети 3 июня проведут book-building по выпуску БО-04 на 10 млрд руб...**

**Индикатив купона 12,25-12,5% годовых, УТР 12,63-12,89% годовых, оферта – 3 года, call-option – 1,5 года...**

**Комментарий.** Россети 3 июня планируют сбор заявок на дебютные облигации серии БО-04 на 10 млрд руб., при этом у компании торгуются бонды «дочерних» структур (ФСК, МОЭСК, Ленэнерго и др.). Индикативная ставка купона 12,25-12,5%, что соответствует доходности 12,63-12,89% годовых к оферте через 3 года. Кроме того, по выпуску предусмотрен call-option через 1,5 года.

Отметим, что Россети являются одной из крупнейших электросетевых компаний в мире, которая объединяет на территории России 14 межрегиональных сетевых компаний (управляют сетями низкого и среднего напряжения), а также одну магистральную ФСК ЕЭС (оператор единой сети высокого напряжения). Россети управляют 2,29 млн км линий электропередачи, 480 тыс. подстанциями трансформаторной мощностью более 750 ГВт. В 2014 г. общий объем передачи электроэнергии составил 715 млрд кВтч (+0,1% г/г).

Россети имеют монопольный статус в передаче электроэнергии, поэтому попадают под регулирование тарифов. Согласно прогнозам ФСТ РФ, в 2015, 2016 и 2017 гг. индексация тарифов для сетевых организаций составит 3,8%, 6,6% и 5,1% соответственно. Впрочем, прогноз ФСТ может быть пересмотрен в сторону увеличения с учетом текущих реалий.

Контролирующим акционером Россетей является государство в лице Росимущества – владеет 85,3 % долей в уставном капитале (по данным компании).

### Дочерние структуры Россетей

ФСК ЕЭС (Ba1/BB+/BBB-)

МОЭСК (Ba2/BB-/BB+)

МРСК Центра (-/BB-/-)

МРСК Центра и Приволжья (Ba2/-/-)

МРСК Северо-Запада (-/-/-)

МРСК Урала (Ba2/-/-)

МРСК Юга (-/-/-)

МРСК Сибири (-/-/-)

МРСК Волги (Ba2/-/-)

МРСК Северного Кавказа (-/-/-)

Ленэнерго (Ba2/-/-)

Тюменьэнерго (-/-/-)

Кубаньэнерго (-/-/-)

Янтарьэнерго (-/-/-)

ТРК (-/-/-)

Источник: данные компании, PSBResearch

### Операционные показатели Россетей

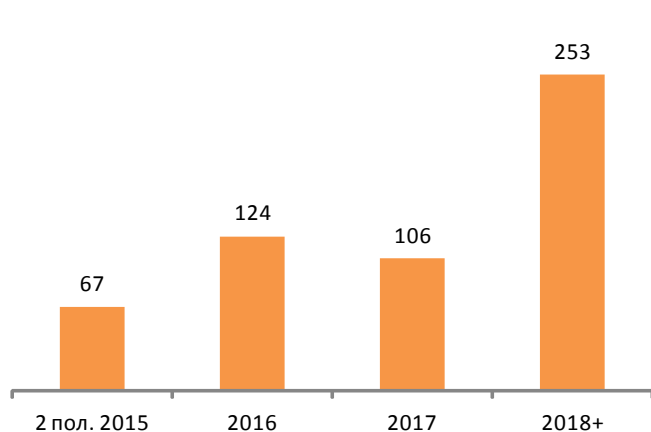
Линии электропередач	2,29 млн км
Кол-во подстанций	480 тыс.
Трансформаторная мощность	750 ГВт
Передача электроэнергии	715 млрд кВтч (2014 г.)

Источник: данные компании, PSBResearch

Напомним, что в этом году на первичный рынок с размещением бондов (в апреле-мае) уже выходили РусГидро и «дочерняя» для Россетей МОЭСК. Причем, выпуск РусГидро 09 предусматривает только оферту 2,5 года, в то время как по займу МОЭСК БО-07 помимо 3-летней оферты еще имеется call-option через 1 год. Безусловно, Россети превосходят данные компании по масштабу бизнеса (РусГидро – в 2,2 раза, МОЭСК – практически в 6

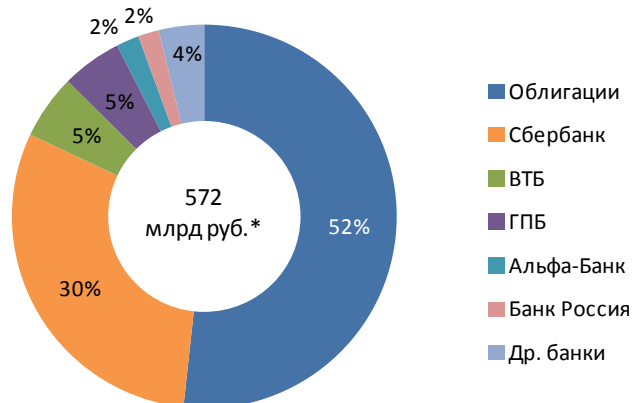
раз) и по прибыльности (EBITDA margin в 2014 г. 33% против 21% у РусГидро и 27% у МОЭСК), но по долговой нагрузке все три компании находятся приблизительно на одном уровне (метрика Чистый долг/EBITDA порядка 1,9-2,0х). Короткий долг Россетей на 90% покрывался имеющимся запасом денежных средств на счетах, в целом риски рефинансирования невысокие – в ближайшие 2-3 года пиковых выплат не предвидится.

График погашения долга Россетей (млрд руб.)



Источник: данные компании, PSB Research

Структура долга Россетей (на 31.12.2014 г.)



Источник: данные компании, PSB Research

\*без учета начисленных, но не выплаченных процентов

**Новый выпуск Россетей предлагает премию к недавно размещенным бондам РусГидро и с дисконтом к «дочерней» МОЭСК...**

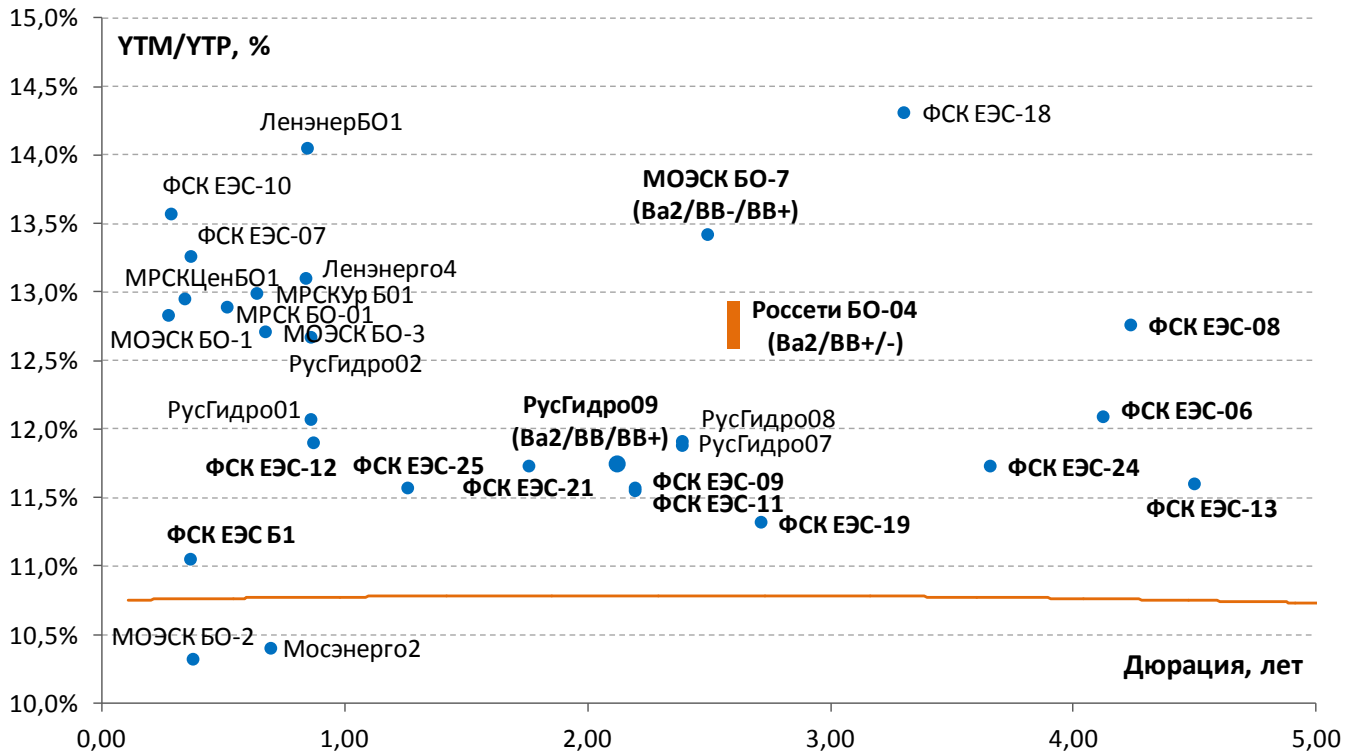
**Выпуск может заинтересовать уже от нижней границе индикатива с расчетом на дальнейшее понижение ключевой ставки ЦБ РФ...**

В настоящее время новые выпуски РусГидро от торгуется с доходностью вблизи 12% годовых (дюр. 2,12 г.), МОЭСК БО-07 – 13,4% годовых (дюр. 2,49 г.). При этом обозначенный ориентир доходности Россетей дает премию к РусГидро порядка 60-90 б.п. и дисконт в размере 50-80 б.п. к МОЭСК, что в целом выглядит логичным с учетом различий в кредитном качестве эмитентов, а также при наличии call-option по выпуску, которым компания вполне может воспользоваться, учитывая общий тренд на снижение ставок в среднесрочной перспективе. Кроме того, дебютный выпуск Россетей предлагает премию более 90 б.п. к кривой «дочерней» ФСК (Ва1/BB+/BBV-), от 170 б.п. к кривой ОФЗ, что в целом выглядит интересно уже от нижней границы индикатива в ожидании дальнейшего смягчения ДКП ЦБ РФ, который к концу года по ключевой ставке, по нашим оценкам, может прийти к отметке 9-10%, что позволит получить положительную переоценку по выпуску.

Ключевые финансовые показатели (МСФО) млрд руб.	Россети (Ва2/BB+/-)			МОЭСК (Ва2/BB-/BB+)			РусГидро (Ва2/BB/BB+)		
	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %	2013	2014	Изм. %
Выручка	756	760	0,5	129	128	-0,9	327	342	4,6
Операционный денежный поток	149	161	7,9	32	36	11,4	62	58	-7,2
EBITDA	233	249	6,8	44	35	-21,2	79	73	-7,6
EBITDA margin	30,9%	32,8%	1,9 п.п.	34,4%	27,3%	-7,1 п.п.	24,2%	21,4%	-2,8 п.п.
Чистая прибыль	-159	-24	-	19	8	-58,5	53	40	-24,5
margin	отриц	отриц	-	15,1%	6,3%	-8,8 п.п.	16,1%	11,6%	-4,5 п.п.
Активы	1 946	1 984	2,0	286	311	8,5	856	884	3,2
Денежные средства и эквиваленты	62	83	33,4	2	4	169,7	34	34	-0,2
Долг	550	579	5,2	58	74	27,4	152	177	16,6
краткосрочный	58	93	61,3	6	22	259,5	20	58	190,9
долгосрочный	492	485	-1,4	52	53	0,8	132	119	-9,6
Чистый долг	488	496	1,6	57	70	23,4	117	143	21,6
Долг/EBITDA	2,4	2,3		1,3	2,1		1,9	2,4	
Чистый долг/EBITDA	2,1	2,0		1,3	2,0		1,5	1,9	

Источники: данные компаний, PSB Research

Доходности облигаций российских компаний



Александр Полютов

## Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»  
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22  
e-mail: RD@psbank.ru  
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>  
<http://www.psbinvest.ru>

### PSB RESEARCH

**Николай Кашеев**

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

#### ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

**Евгений Локтюхов**

**Илья Фролов**

**Екатерина Крылова**

**Игорь Нуждин**

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

#### ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

**Дмитрий Монастыршин**

**Дмитрий Грицкевич**

**Алексей Егоров**

**Александр Полютов**

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

### ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

#### ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

**Пётр Федосенко**

**Ольга Целинина**

**Дмитрий Иванов**

**Константин Квашнин**

**Собаев Руслан**

**Евгений Жариков**

**Борис Холжигитов**

**Устинов Максим**

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

#### ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

**Андрей Скабелин**

**Александр Сурпин**

**Виктория Давитиашвили**

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitiashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

#### ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

**Алексей Кулаков**

**Михаил Маркин**

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

### ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

**Павел Науменко**

**Сергей Устиков**

**Александр Орехов**

**Игорь Федосенко**

**Виталий Туруло**

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.