

Мониторинг первичного рынка

В начале мая первичный рынок облигаций российских эмитентов пребывал в состоянии ожидания более комфортной конъюнктуры. Снижение цен на нефть ниже 50 долл. за баррель и ослабление рубля вызвали локальную коррекцию на рынке ОФЗ. На этом фоне в первые две недели мая эмитенты не предлагали новых бондов.

На текущей неделе о сборе заявок инвесторов на новые выпуски рублевых облигаций заявили РЖД, МОЭСК, Еврохим, Почта России, Уралкалий, Балтийский лизинг, Якутия. Возвращение инвесторов после майских отпусков, а также улучшение конъюнктуры на сырьевом рынке и укрепление курса рубля к уровням конца апреля будут поддерживать спрос на новые выпуски. По данным Росстата, инфляция в апреле вплотную приблизилась к целевому ориентиру регулятора в 4%, составив 4,1%. Устойчиво низкая инфляция поддерживает ожидания по дальнейшему смягчению ДКП и делает покупку рублевых бондов интересной как локальными игроками, так и нерезидентами.

Подробный комментарий к размещению рублевых облигаций МОЭСК приведен далее.

Облигации: аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M/S&P/F	Возможн. вкл. в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
МОЭСК, БО-10	Baa2/BB-/BB+	да	10 000	16 май	18 май	8,65 - 8,89% / 8,84 - 8,90%	5 / 10	8,84%
Еврохим, БО-1P-02	-/BB-/BB	да	10 000	18 май	26 май	8,90 - 9,10% / 9,10 - 9,31%	- / 3	
Почта России, БО-1P-02	-/BBB-	да	5 000	18 май	23 май	8,75 - 8,9% / 8,94 - 9,10%	4 / 10	
Якутия	-/BB/BBB-	да	5 000	15 май	18 май	8,80 - 8,90% / 9,10 - 9,31%	ам. / 7	
Уралкалий, БО-1-PO2	Baa2/BB-/BB-	да	10-15 млрд	24 май	31 май		- / 3	
Балтийский лизинг, БО-ПО1	-/BB-	да	4 000	июнь		11,25 - 11,50% / 11,73 - 12,01%	ам. / 3 (дюр. 2,1)	

Еврооблигации

Прошедшие размещения

Выпуск	Рейтинг, M / S & P / F	Возможн. включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет	Спрэд к ОФЗ по доходн., б.п.
РЖД, 1P-3R	Baa1/BB+/BBB-	да	15 000	15 май	18 май	8,50 - 8,65% / 8,68 - 8,84%	8,4% / 8,58%	8 / 20	88
Теле 2 (Т2 РТК Холдинг), 5 втор.	-/BB+	да	2 000	28 апр	3 май	10,7% / 9,72 - 9,86%	10,7% / 9,86%	- / 5,5	216
ИАВ 5	Baa3/-/-	да	4 100	28 апр	4 май	9,25 - 9,50% / 9,65 - 9,92%	9,25% / 9,65%	дюр 2,3 - 2,8	170
ОКЕЙ, 001P-01	-/BB+	да	5 000	27 апр	4 май	9,55 - 9,80% / 9,90 - 10,17%	9,55% / 9,90%	- / 4	190
Автобан-финанс, БО-ПО1	-/BB-	нет	3 000	26 апр	28 апр	13,0 - 13,5%	13,5% (плав.) / 13,96%	2 / 7	535
РОСНЕФТЬ 001P-04	Baa1/BB+/BB-	да	40 000	26 апр	4 май	8,65 - 8,80% / 8,84 - 8,99%	8,65% / 8,84%	6 / 10	99
МИБ, 2 (втор.)	Baa1/BBB/BBB	да	3 000	26 апр	27 апр	9,50 / 9,46 - 9,73%	9,50 / 9,19%	2 / 2,5	106
ЭР-Телеком Холдинг, ПБО-03	B2/B+/-	да	5 000	26 апр	4 май	10,50 - 10,75% / 10,78 - 11,04%	10,65% / 10,94	- / 3,5	289
ГК ПИК, БО-ПО2	-/BB-	нет	10 000	26 апр	28 апр	11,25 - 11,50% / 11,73 - 12,01%	11,25% / 11,73%	ам./5 (дюр. 3,1)	368
Концерн Калашников, БО-ПО1	-/BB-	нет	3 000	25 апр	27 апр	11,00% - 11,50% / 11,30% - 11,83%	10,90% / 11,20%	- / 5	335
Транснефть, БО-001P-07	Baa1/BBB-/BB-	да	30 000	25 апр	5 май	8,90 - 9,00% / 9,10 - 9,20%	8,75% / 8,94%	- / 3,5	99
ЛСР, 001P-02	B1/-/BB	да	5 000	24 апр	26 апр	9,75 - 10,00% / 10,11 - 10,38%	9,65% / 10,00%	- / 5	205
РЖД, 001P-02R	Baa1/BB+/BBB-	да	15 000	21 апр	27 апр	8,65 - 8,80% / 8,80 - 8,99%	8,5% / 8,68%	9 / 15	83

Еврооблигации

ПМХ (КОКС)	B3/B-/B	нет	\$500 млн	26 апр	4 май	7,75% - 7,99%	7,50%	- / 5	
МКБ, перп	B1/BB-/BB	нет	\$700 млн	26 апр	10 май	9,00% - 9,25%	8,875%	5,5 / бессрочн.	
Русал	Baa3/-/B+	да	\$500 млн	25 апр	3 май	5,33%	5,30%	- / 6	
Фосагро	Baa1/BBB-/BB+	да	\$500 млн	25 апр	3 май	4,00%	3,95%	- / 4,5	
Металлоинвест	Baa2/BB/BB	да	\$ 800 mln	24 апр	2 май	5,00%	4,85%	- / 7	
X5	Baa2/BB/BB	да	20 bln rub	11 апр	18 апр	9,50%	9,25%	- / 3	
NORNIKL	Baa1/BBB-/BBB-	да	\$ 1 000 mln	4 апр	11 апр	4,50%	4,10%	- / 6	
Sovcomflot-23, доразм.	Baa2/BB/BB	да	\$ 150 mln	3 апр	3 апр	5,375% / 5,0%	4,85%	- / 6	

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Rusbonds, Интерфакс

МОЭСК (Ba2/BB-/BB+): первичное размещение.

МОЭСК 16 мая планирует сбор заявок на новый выпуск облигаций объемом 10 млрд руб. Ориентир ставки купона составляет 8,65% - 8,80% годовых, что соответствует доходности к 5-летней оферте на уровне 8,84% - 8,99% годовых. Данный прайсинг предполагает премию к ОФЗ в размере 119 – 134 б.п., тогда как последние первичные размещения облигаций квази суверенных заемщиков проходили с премией к кривой ОФЗ в размере 85 – 100 б.п.

МОЭСК является основной электрораспределительной компанией в Москве и Московской области. Выручка компании по МСФО за 2016 г. выросла на 8,3% и составила 143,4 млрд руб. При этом EBITDA и чистая прибыль снизились, что было обусловлено опережающим ростом себестоимости, который компания не может полностью переложить на покупателей в силу специфики тарифного регулирования. Долговая нагрузка МОЭСК за прошлый год выросла, оставаясь в консервативных границах – метрика Чистый долг/EBITDA увеличился с 1,6х до 2,2х.

Комментарий.

МОЭСК планирует размещение нового выпуска облигаций на 10 млрд руб. Ориентир купона – 8,65% - 8,80% (УТР 8,84% - 8,99%), оферта через 5 лет...

Прайсинг содержит премию к кривой ОФЗ в размере 119 – 134 б.п., что интересно уже по нижней границе...

Выручка МОЭСК в 2016 г. выросла на 8,3% г/г до 143,4 млрд руб...

В 2016 г. повышение тарифов (без учета регулируемых издержек) было ниже темпов инфляции, при этом расходы выросли более сильно, что негативно отразилось на прибыли и EBITDA МОЭСК...

Показатель Чистый долг/ EBITDA увеличился с 1,6х до 2,2х...

Ликвидная позиция сохраняется комфортной за счет наличия свободных кредитных линий на 48,4 млрд руб...

МОЭСК планирует 16 мая с 11:00 до 16:00 МСК проведение сбора заявок на новый выпуск облигаций серии БО-10 объемом 10 млрд руб. Срок обращения выпуска – 10 лет, оферта – через 5 лет. Ориентир ставки купона объявлен на уровне 8,65% - 8,80% годовых, что соответствует доходности 8,84% - 8,99% годовых.

В настоящее время у МОЭСК в обращении уже находится 5 выпусков облигаций общим объемом 33 млрд руб. Размещение последнего займа МОЭСК БО-9 прошло в конце февраля 2017 г. со ставкой купона 9,15% годовых, что соответствовало доходности к 3-х летней оферте 9,36% и содержало премию к суверенной кривой в размере 101 б.п. За последние 2,5 месяца на фоне перепозиционирования ОФЗ доходность выпуска МОЭСК БО-9 снизилась до 8,75%, сохраняя премию к ОФЗ на уровне 100 б.п. Маркетингуемый уровень доходности нового выпуска облигаций МОЭСК (8,84% - 8,99%) содержит премию к кривой ОФЗ в размере 119 – 134 б.п., что выглядит интересно для покупки уже по нижней границе.

МОЭСК является основной электрораспределительной компанией в Москве и Московской области. Выручка компании по МСФО за 2016 г. выросла на 8,3% и составила 143,4 млрд руб. Основной рост выручки был обеспечен увеличением на 9,3% доходов от передачи электроэнергии. На данный вид деятельности пришлось 89,7% выручки компании. Выручка от присоединения к электросетям снизилась на 4,6% до 10,0 млрд руб.

Операционные расходы МОЭСК в 2016 г. выросли на 18%. В том числе на 18,2% выросли расходы на передачу электроэнергии, составляющие 52% от всех расходов. Среди остальных расходов мы обращаем внимание на существенный рост резервов под обесценение дебиторской задолженности и прочие расходы. Опережающий рост расходов по сравнению с выручкой обусловил снижение EBITDA на 15,3% г/г и чистой прибыли на 25,6% г/г. Специфика тарифного регулирования ограничивает возможности МОЭСК перекладывать рост расходов на потребителей.

Долговая нагрузка компании за прошлый год выросла, оставаясь в консервативных границах. Показатель Чистый долг/ EBITDA увеличился с 1,6х до 2,2х. В абсолютном выражении Чистый долг вырос с 74 млрд руб. до 83 млрд руб., показатель EBITDA снизился с 45 млрд руб. до 38 млрд руб. За счет увеличения долга МОЭСК в 2016 г. был профинансирован рост инвестиций и увеличение дивидендов при снижении денежного потока от операционной деятельности.

Ликвидная позиция МОЭСК при ограниченном запасе денежных средств (всего 0,8 млрд руб.) поддерживается на комфортном уровне за счет наличия долгосрочных кредитных линий на сумму 48,4 млрд руб. (по данным Fitch). Этих средств достаточно для покрытия краткосрочного долга на 16,9 млрд руб. МОЭСК не платит комиссионные за обязательство банков предоставить кредит по этим кредитным линиям. Основными кредиторами МОЭСК выступают крупнейшие российские госбанки.

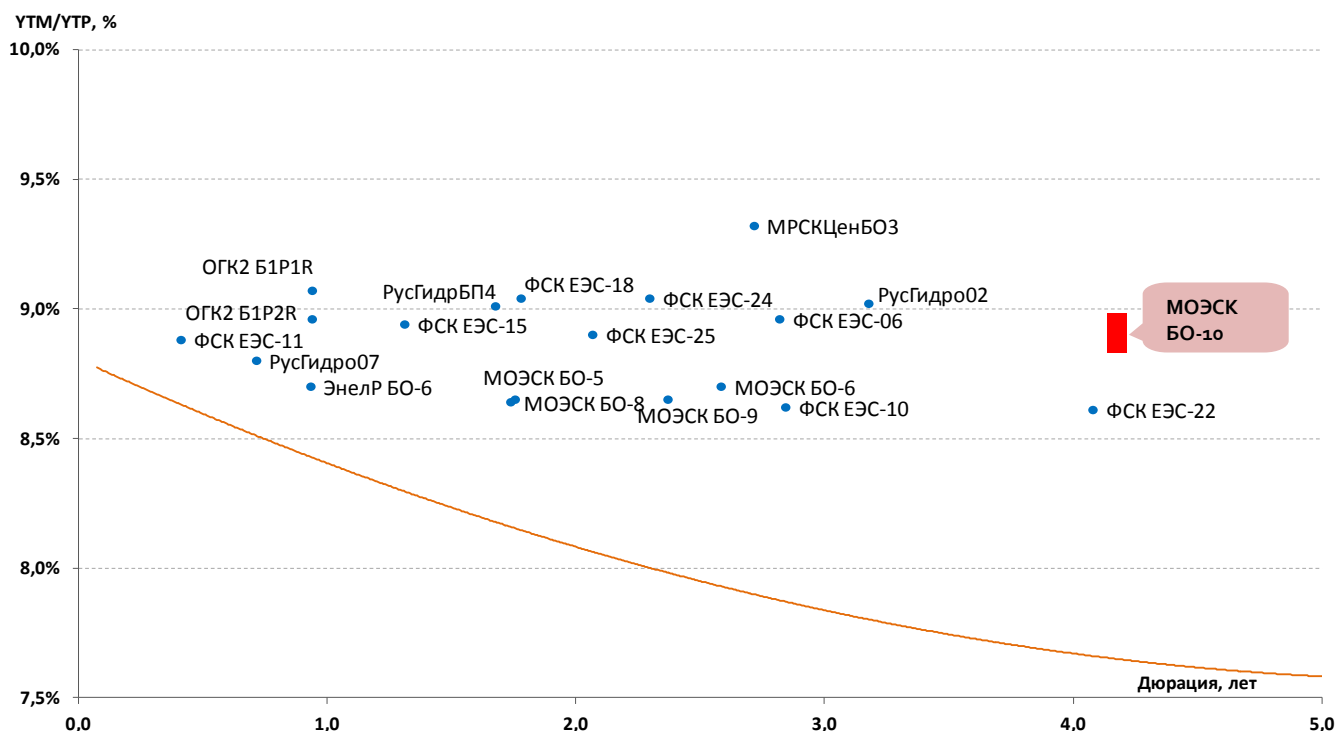
Рейтинговые агентства оценивают кредитоспособность МОЭСК на уровне, близком к суверенному. Надежный кредитный профиль МОЭСК обеспечивается регулируемой

16 мая 2017

деятельностью в крупном и финансово благополучном Московском регионе. Рейтинг также учитывает поддержку от мажоритарного акционера, ПАО Россети, и, в конечном итоге, от государства. Среди ключевых рисков МОЭСК рейтинговые агентства отмечают непредсказуемость тарифов, а также намерение Правительства увеличить дивидендные выплаты госкомпании до 50% от прибыли. Позитивным для кредитоспособности МОЭСК будет удлинение дюрации долга и снижение стоимости заемных средств.

Дмитрий Монастыршин

Карта доходностей: Электроэнергетика и ЖКХ



Ключевые финансовые показатели млрд руб.	Россети (Вa2/BB+/-)			МОЭСК (Вa2/BB-/BB+)		
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
Выручка	767	904	17,9	132	143	8,3
Операционный денежный поток	157	176	12,1	27	28	4,1
EBITDA	249	265	6,5	45	38	-15,3
EBITDA margin	32,5%	29,3%	3,4 п.п.	33,7%	26,4%	-7,3 п.п.
Чистая прибыль	81,6	98,3	20,5	12,6	9,4	-25,6
margin	10,6%	10,9%	6,1 п.п.	9,5%	6,6%	-2,9 п.п.
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
Активы	2 146	2 267	5,6	326	339	4,0
Денежные средства и эквиваленты	97	87	-10,4	0,4	0,8	95,8
Долг	584	559	-4,3	74	84	13,8
краткосрочный	119	87	-26,9	8	17	107,3
долгосрочный	465	472	1,4	66	67	2,2
Чистый долг	487	472	-3,1	74	83	13,3
Долг/EBITDA	2,3	2,1		1,7	2,2	
Чистый долг/EBITDA	2,0	1,8		1,6	2,2	
Источники: данные компаний, PSB Research						

**ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research**

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

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

PSB RESEARCH

Николай Кашеев Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
--	---------------	-----------------------------------

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полютков	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Роман Насонов	NasonovRS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33
Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов	Операции на финансовых рынках	
Руслан Сибяев	FICC	
Пётр Федосенко	Еврооблигации	+7 (495) 705-97-57
Константин Квашнин	Рублевые облигации	+7 (495) 705-90-69
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-96
Михаил Маркин	Опционы на FX, Rates, Equites, Commodities	+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков		
Павел Демещик	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Евгений Ворошнин	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5135
Александр Орехов	Акции	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина	Операции с институциональными клиентами Fixed Income	+7 (495) 705-97-57
Александр Аверочкин		
Филипп Аграчев		
Александр Сурпин		
Виктория Давитиашвили	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Татьяна Муллина	Конверсии, Хеджирование, РЕПО,	+7 (495) 228-39-22
Владислав Риман	Структурные продукты, DCM	
Максим Сушко		
Давид Меликян		
Александр Борисов		
Олег Рабец		
Александр Ленточников	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Глеб Попов		
Игорь Федосенко		+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло	Брокерское обслуживание	+7(495) 411-51-39

© 2017 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.