

Мониторинг первичного рынка

Несмотря на ухудшение рыночной конъюнктуры, размещение новых выпусков облигаций на локальном рынке проходят достаточно успешно. В конце прошлой и в начале этой недели прошел сбор заявок на новые выпуски облигаций Альфа-Банка, Акрона, Почты России, Ярославской области. Финальный ориентир ставки купона по данным выпускам был сформирован на уровне 8,4% - 8,7% годовых на срок 3 – 10 лет. Премия к ОФЗ сократилась до 63 – 86 б.п., включая эмитентов рейтинговой «BB» и «BB-». Спрос на корпоративные рублевые бонды поддерживается избыточной ликвидностью банковского сектора, а также высокими ожиданиями дальнейшего понижения доходности ОФЗ и бумаг качественных эмитентов. Комфортный уровень ликвидности в системе отражает высокий объем предложения средств на депозитных аукционах Банка России от большого числа участников. На двух последних недельных аукционах совокупный объем предложения составлял 687 – 851 млрд руб. от 190 банков.

В ближайшее время планируют первичные размещения ТМК (B1/B+/-), Волгоградская область, Балтийский лизинг. Кроме того, российский рынок на фоне снижения ставок и наличия ликвидности становится интересен эмитентам-нерезидентам. Так, в начале июня планируют первичные размещения облигаций МИБ (Baa1/BBB/BBB) и Казахстан Темир Жолы (Baa3/BB-/BBB-).

Подробный комментарий к размещению облигаций ТМК 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
ТМК, БО-7	B1/B+/-	да	10 000	31 май	2 июн	9,60 - 9,80% / 9,83 - 10,04%	4 / 10	от 9,83% УТР
Волгоградская обл., 35007	-/-/B+	да	10 000	2 июн	2 июн	9,20 - 9,50% / 8,92 - 9,24%	ам. / 7 (дюр. 4,6)	
МИБ, БО-1P-01	Baa1/BBB/BBB	да	10 000	6 июн	14 июн	9,00 - 9,25% / 9,21 - 9,48%	2,8 / 10	от 9,00% УТР
Балтийский лизинг, БО-ПО1	-/-/BB-	да	4 000	июнь		11,25 - 11,50% / 11,73 - 12,01%	ам. / 3 (дюр. 2,1)	
Казахстан Темир Жолы	Baa3/BB-/BBB-	да	15 000	июнь			- / 5	

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.
ГСС, БО-5 (втор.)	-/-/BB-	да	3 000	29 май	30 май	9,45% / 9,67%	9,45% / 9,67%	- / 3	167
Ярославская обл., 35015	-/-/BB-	да	7 500	29 май	1 июн	8,60 - 8,80% / 8,86 - 9,18%	8,4% / 8,64%	ам. / 10 (дюр. 6,0)	84
Почта России, БО-1P-03	-/-/BBB-	да	5 000	29 май	31 май	8,50 - 8,60% / 8,68% - 8,78%	8,45% / 8,63%	3 / 10	63
Акрон, БО-001P-02	Ba3/-/BB-	да	5 000	26 май	6 июн	8,59 - 9,10% / 9,05 - 9,31%	8,6% / 8,78%	4 / 10	86
Альфа-Банк, БО-19	Ba2/BB/BB+	да	5 000	25 май	30 май	8,60 - 8,80% / 8,78 - 8,99%	8,7% / 8,89%	3 / 15	79
ИКС 5 Фин, 1P-02	-/BB-/	да	10 000	24 май	26 май	8,60 - 8,75% / 8,79 - 8,94%	8,45% / 8,64%	3,5 / 15	73
Уралкалий, БО-1-PO2	Ba2/BB-/BB-	да	10-15 млрд	24 май	31 май	8,95 - 9,20% / 9,15 - 9,41%	8,80% / 8,99%	- / 3	119
Сбербанк, БО-19	Ba1/-/BBB-	да	15 000	23 май	30 май	8,30 - 8,50% / 8,47 - 8,68%	8,30% / 8,47%	4 / 10	66
ВЭБ, ПБО-1P-07	Ba1/BB+/BBB-	да	25 000	19 май	26 май	9,10 - 9,35% / 9,31 - 9,57%	9,05% / 9,25%	- / 2,5	115
Еврохим, БО-1P-02	-/BB-/BB	да	10 000	18 май	26 май	8,90 - 9,10% / 9,10 - 9,31%	8,75% / 8,94%	- / 3	91
Почта России, БО-1P-02	-/-/BBB-	да	5 000	18 май	23 май	8,75 - 8,9% / 8,94 - 9,10%	8,5% / 8,73%	4 / 10	88
Лента, БО-1P-01	Ba3/BB-/BB	да	5 000	18 май	30 май	8,75 - 9,10% / 8,94 - 9,31%	8,7% / 8,89%	- / 3	86

Еврооблигации

ГТЛК	Ba2/BB-/BB	да	\$ 500 млн	24 май	31 май	5,50%	5,125%	- / 7
ПМХ (КОКС)	B3/B-/B	нет	\$500 млн	26 апр	4 май	7,75% - 7,99%	7,50%	- / 5
МКБ, перг	B1/BB-/BB	нет	\$700 млн	26 апр	10 май	9,00% - 9,25%	8,875%	5,5 / бессрочн.
Русал	Ba3/-/B+	да	\$500 млн	25 апр	3 май	5,33%	5,30%	- / 6
Фосагро	Ba1/BBB-/BB+	да	\$500 млн	25 апр	3 май	4,00%	3,95%	- / 4,5
Металлоинвест	Ba2/BB/BB	да	\$ 800 mln	24 апр	2 май	5,00%	4,85%	- / 7
X5	Ba2/BB/BB	да	20 bln rub	11 апр	18 апр	9,50%	9,25%	- / 3
NORNICKEL	Ba1/BBB-/BBB-	да	\$ 1 000 mln	4 апр	11 апр	4,50%	4,10%	- / 6
Sovcomflot-23, доразм.	Ba2/BB/BB	да	\$ 150 mln	3 апр	3 апр	5,375% / 5,0%	4,85%	- / 6

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Rusbonds, Интерфакс

ТМК (B1/B+/-): первичное предложение.

ТМК 31 мая проведет сбор заявок на облигации серии БО-07 объемом 10 млрд руб. Ориентир ставки 1-го купона – 9,60%-9,80% годовых, что соответствует доходности к 4-летней оферте на уровне 9,83%-10,04% годовых. В начале 2017 г. ТМК демонстрирует улучшение ключевых финансовых показателей: в 1 кв. выручка выросла на 24% г/г до 944 млн долл., показатель EBITDA – на 15,4% г/г до 142 млн долл., при этом EBITDA margin составила 15%. Метрика Чистый долг/EBITDA не претерпела заметных изменений, составив 5,0х против 4,9х в 2016 г. Уровень долга ТМК остается высоким, но может несколько снизиться по итогам 2017 г. до 4,3х-4,5х. В 2017 г. мы ожидаем улучшения показателей ТМК на фоне восстановления инвестиционной активности нефтяных компаний, что должно обеспечить рост выручки в пределах 15-20%, при этом EBITDA margin удержится 15-16%. В качестве ориентира для новых бондов ТМК могут выступить собственные размещенные в апреле облигации эмитента, а также длинные выпуски ЧТПЗ. С учетом уровней доходности бондов ТМК, а также предложенной премии к ЧТПЗ, считаем, что облигации ТМК в условиях высокого спроса, который сопровождает последние размещения корпоративных эмитентов, вполне могут найти интерес инвесторов вблизи нижней границы индикатива – с доходностью от 9,83% годовых.

ТМК 31 мая проведет сбор заявок на облигации БО-07 объемом 10 млрд руб...

Ориентир купона – 9,60%-9,80%, доходность к 4-летней оферте – 9,83%-10,04%...

В начале 2017 г. ТМК демонстрирует улучшение ключевых финансовых показателей – в 1 кв. выручка выросла 24% г/г, EBITDA – на 15,4% г/г, EBITDA margin – 15%...

В 2017 г. мы ожидаем улучшения показателей ТМК за счет восстановления инвестиционной активности нефтяных компаний...

Ждем рост выручки в 2017 г. в пределах 15-20%, EBITDA margin 15-16%...

Чистый долг/EBITDA в 1 кв. 2017 г. не претерпела заметных изменений, составив 5,0х против 4,9х в 2016 г.

Уровень долга ТМК остается высоким, но может несколько снизиться по итогам 2017 г. до 4,3х-4,5х....

Комментарий. ТМК 31 мая проведет сбор заявок на облигации серии БО-07 объемом 10 млрд руб. Ориентир ставки 1-го купона – 9,60%-9,80% годовых, что соответствует доходности к 4-летней оферте на уровне 9,83%-10,04% годовых. Размещение запланировано на 2 июня.

Кредитное качество

В начале 2017 г. ТМК демонстрирует улучшение ключевых финансовых показателей, которые по итогам 1 кв. превзошли консенсус-прогноз (по выручке и EBITDA). Так, в январе-марте выручка ТМК выросла на 24% г/г до 944 млн долл., показатель EBITDA – на 15,4% г/г до 142 млн долл., при этом EBITDA margin составила 15% («-1,2 п.п.» г/г). Чистая прибыль компании выросла до 42 млн долл. против 14 млн долл. годом ранее. Рост показателей ТМК г/г был благодаря положительному влиянию эффекта от укрепления рубля и росту объемов реализации в Американском дивизионе при растущем спросе на трубы со стороны нефтедобывающей отрасли США, где наблюдалось оживление с ростом цен на нефть.

Относительно 4 кв. 2016 г. ТМК не показала заметного изменения как финансовых, так и производственных показателей. При снижении объемов реализации труб на 4% выручка увеличилась на 5%. Это свидетельствует о росте средней цены реализации, что может быть связано с укреплением рубля и продажам более дорогой продукции. В частности, ТМК отразила снижение реализации сварных труб, но увеличение бесшовных. EBITDA компании и маржа по этому показателю почти не изменилась относительно 4 кв. 2016 г.

В 2017 г. мы ожидаем улучшения показателей ТМК на фоне восстановления инвестиционной активности нефтяных компаний, что должно обеспечить рост выручки в пределах 15-20%. В то же время в 1 пол. 2017 г. на маржу ТМК будет оказывать давление увеличение цен на сырье, которое во 2 пол. нивелируется повышением цен на продукцию. В результате, ТМК, вероятно, сможет сохранить EBITDA margin в пределах 15-16%.

В 1 кв. 2017 г. размер долга ТМК вырос на 11,2% к 2016 г. до 3,18 млрд долл., чистый долг – на 5,4% до 2,7 млрд долл. Метрика Чистый долг/EBITDA при этом не претерпела заметных изменений, составив 5,0х против 4,9х в 2016 г. Уровень долга компании остается высоким, но может несколько снизиться по итогам 2017 г. до 4,3х-4,5х.

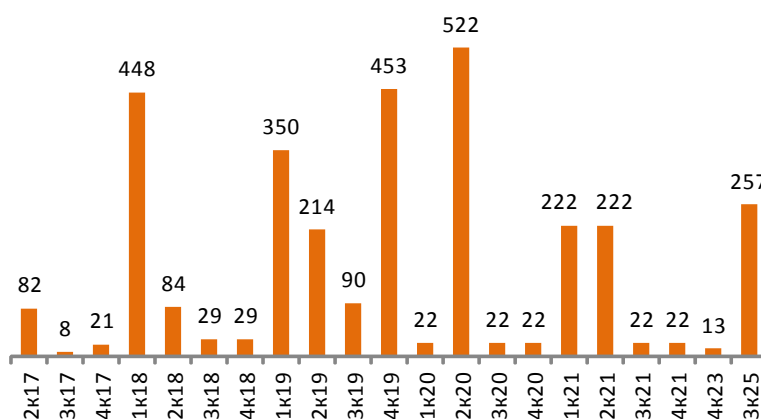
Короткий долг ТМК в размере 610 млн долл. на 75% перекрывался денежными средствами на счетах в размере 459 млн долл. При этом ТМК в апреле разместила облигации серий БО-05 и БО-06 общим объемом 10 млрд руб. (около 176 млн долл.). Текущее размещение облигаций ТМК также должно способствовать прохождению крупных выплат. Кроме того, компания рассматривает возможность выхода в течение года на внешний рынок, в том числе для рефинансирования евробонда ТМК-18 с погашением в январе 2018 г. (в обращении после выкупа 232 млн долл.). Как раз на 1 кв. 2018 г. приходится следующий пик выплат в размере 448 млн долл.

30 мая 2017

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ТМК (МСФО)		
	1 кв. 2016	1 кв. 2017	Изм. %
Объем реализации, тыс. тонн	852	848	-0,5
Выручка	761	944	24,0
Операционный денежный поток	46	89	92,8
EBITDA	123	142	15,4
EBITDA margin	16,2%	15,0%	-1,2 п.п.
Чистая прибыль	14	42	200
margin	1,8%	4,4%	2,6 п.п.
	2016	1 кв. 2017	Изм. %
Активы	4 736	5 243	10,7
Денежные средства и эквиваленты	277	459	66,0
Долг	2 857	3 178	11,2
краткосрочный	262	610	133,3
долгосрочный	2 596	2 568	-1,1
Чистый долг	2 580	2 719	5,4
Долг/EBITDA	5,4	5,8	
Чистый долг/EBITDA	4,9	5,0	
Источники: данные компании. PSB Research			

Источники: данные компании, PSB Research

График погашения долга ТМК (31.03.2017 г.), млн долл.



Источники: данные компании, PSB Research

Справедливый уровень доходности облигаций

Напомним, в апреле ТМК разместила два выпуска облигаций серий БО-05 и БО-06 каждый объемом по 5 млрд руб. В настоящее время выпуск БО-05 торгуется с доходностью на уровне 9,6%-9,7% годовых при дюреции 1,62 года (премия к ОФЗ 120-130 б.п.), а облигации БО-06 – 9,78%-9,82% годовых при дюреции 2,45 года (спред к ОФЗ 158-162 б.п.). Новые облигации ТМК в рамках обозначенного индикатива доходности 9,83%-10,04% годовых к 4-летней оферте предполагают премию к ОФЗ более 205 б.п., что выглядит привлекательно в сравнении с собственными выпусками ТМК в обращении.

Кроме того, на рассматриваемом участке дюреции в обращении находятся облигации ЧТПЗ (Ваз/-/ВВ-) серий 1Р1 с доходностью 9,65%-9,8% при дюреции 2,8 года (премия к ОФЗ 165-180 б.п.) и 1Р2 – 9,7%-9,8% с дюрецией 3,59 года (премия к ОФЗ 190-200 б.п.). При этом ЧТПЗ в сравнении с ТМК лучше смотрится по рентабельности бизнеса и уровню долга, а также кредитным рейтингам (на 1 ступень выше), уступая по размеру бизнеса. В то же время новый выпуск ТМК предполагает премию к бондам ЧТПЗ более 15 б.п., что вполне оправданно за разницу в кредитном профиле эмитентов.

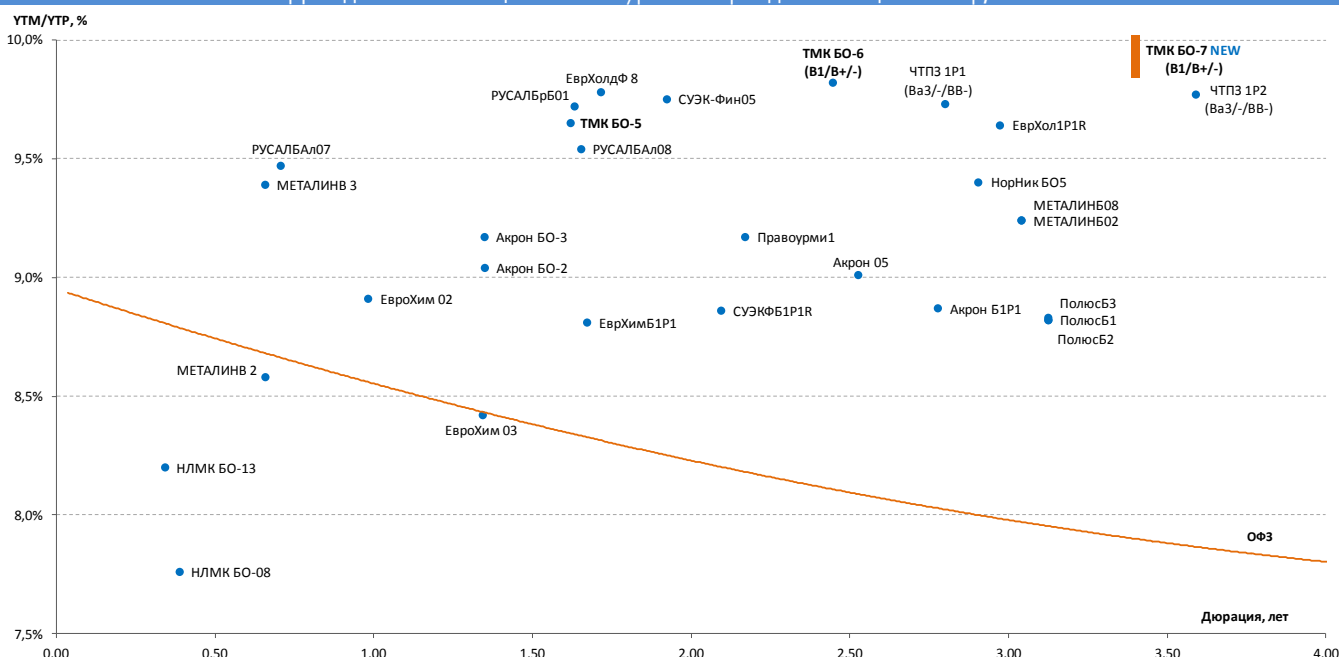
Считаем, что ТМК в условиях высокого спроса, который сопровождает последние размещения корпоративных эмитентов, а также при высоких ожиданиях дальнейшего снижения ключевой ставки ЦБ вполне может найти интерес инвесторов вблизи нижней границы индикатива – с доходностью от 9,83% годовых.

В качестве ориентира для новых бондов ТМК могут выступить собственные облигации серий БО-5 и БО-6, а также длинные выпуски ЧТПЗ...

Облигации ТМК в условиях высокого спроса на корпоративные облигации могут найти интерес инвесторов вблизи нижней границы индикатива...

30 мая 2017

Доходности облигаций: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



Ключевые финансовые показатели млрд руб.	ТМК (B1/-/B+)			ЧТПЗ (Baz/-/BB-)			Evraz (Baz/BB-/BB-)		
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
Выручка	250	223	-10,9	148	135	-8,7	538	515	-4,1
Операционный денежный поток	40	31	-23,0	12	13	11,5	99	100	1,0
EBITDA	40	35	-11,3	29	28	-3,5	88	103	16,9
EBITDA margin	16,0%	15,9%	-0,1 п.п.	19,5%	20,6%	1,1 п.п.	16,4%	20,0%	3,6 п.п.
Чистая прибыль	-28	11	-	6	6	5,2	-44	-13	-
margin	отриц	4,8%	-	4,1%	4,7%	0,6 п.п.	отриц	отриц	-
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
Активы	322	287	-10,7	137	142	3,7	665	558	-16,0
Денежные средства и эквиваленты	22	17	-24,6	8	15	84,3	100	70	-30,0
Долг	204	177	-13,3	94	91	-3,2	463	358	-22,7
краткосрочный	44	16	-62,8	18	85	380,4	36	24	-34,4
долгосрочный	160	161	0,2	76	6	-92,7	426	334	-21,7
Чистый долг	182	160	-11,9	86	76	-11,4	362	287	-20,7
Долг/EBITDA	5,1	5,0		3,3	3,3		5,2	3,5	
Чистый долг/EBITDA	4,6	4,5		3,0	2,7		4,1	2,8	

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

30 мая 2017

© 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.