

4 декабря 2012
Долговой рынок

 Виктория Королева, kvs@ufs-federation.com
Специальный комментарий к размещению рублевых еврооблигаций ФСК ЕЭС

ФСК ЕЭС (Baa3/BBB/-) планирует разместить рублевые еврооблигации. На прошлой неделе стартовало road-show с инвесторами.

В рамках программы по выпуску LPN может быть размещено до 100 млрд. рублей.

По информации организаторов объем первого размещения будет в районе 30-50 млрд рублей, срок 6,25 лет, ориентировочная ставка купона 8,625%.

На наш взгляд, справедливый уровень доходности рублевого евробонда ФСК-19 находится в диапазоне 8,35-8,45% годовых. Таким образом, премия по новому выпуску составляет 20-30 б.п.

Ключевые моменты:

- Долг компании преимущественно представлен долгосрочными займами (средневзвешенная дюрация 4,1 года);

- Значение показателя Чистый долг/ЕБИТДА по итогам 1П12 года показало увеличение до 1,6х против 1,3х на начало года;

- В середине мая было объявлено о слиянии Холдинга МРСК и ФСК, в ноябре было объявлено, что Холдинг МРСК будет переименован в ОАО «Российские сети», а пакет акций государства ФСК будет внесен в уставный капитал новой компании. Данная новость носит некоторые риски относительно неопределенности погашения долговых обязательств обоих эмитентов после слияния;

- По состоянию на октябрь текущего года объем невыбранных открытых кредитных линий находится на уровне 112,5 млрд рублей;

- За первые 6 месяцев текущего года выручка компании составила 67 млрд рублей, что на 6% ниже значения 1П11 года;

- Показатель ЕБИТДА за 1П12 года составил 37,8 млрд рублей, что на 17% ниже уровня 1П11 года;

- Чистая прибыль за первые 6 месяцев составила 3,9 млрд рублей, тогда как за аналогичный период прошлого года этот показатель достигал отметки 43,9 млрд рублей.

Параметры выпуска

Ориентировочный объем размещения*	до 100 млрд рублей
Срок обращения, лет	6,25
Доходность, % годовых*	8,625
Справедливая доходность (оценка UFS IC)	8,35-8,45
*по информации организаторов	

*по информации организаторов

ставка купона 8,625%.

Финансовые результаты, млн руб.

	2 011	1П 2012
Выручка	139 571	66 909
ЕБИТДА	83 760	37 800
Финансовый долг	132 780	153 256
Чистый долг	107 153	123 303

Основные коэффициенты

	2 011	1П 2012
Краткосрочный долг/совокупный долг	0,02	0,02
Чистый долг/ЕБИТДА	1,3	1,6
Рентабельность по ЕБИТДА, %	60,0%	56,5%

Кредитный рейтинг

Moody's	S&P	Fitch
Baa3	BBB	-

Предыдущие публикации по ФСК ЕЭС:

[Специальный комментарий к отчетности ФСК ЕЭС по итогам 1П 2012 года](#)



Позиционирование выпуска

С нашей точки зрения, позиционирование планируемого выпуска ФСК (Ваа3/BBB/-) целесообразно проводить с обращающимися на рынке рублевыми евробондами РСХБ (Ваа1/-/BBB), Газпромбанка (Ваа3/BBB/-), а также Русгидро (Ва1/BB+/BB+).

Рублевый евробонд Русгидро предлагает премию к кривой РСХБ порядка 35 б.п. У Газпромбанка уже есть один рублевый евробонд, который не обладает достаточной ликвидностью, а торгуется на уровне доходности рублевых евробондов РСХБ.

На рынке рублевых корпоративных облигаций выпуски ФСК торгуются с дисконтом к кривой РСХБ порядка 15 б.п. на всем участке кривой, хотя рейтинг по версии Moody's у ФСК на 2 ступени ниже, чем у РСХБ.

Спред между рублевыми евробондами РСХБ и рублевыми облигациям РСХБ находится на уровне 35-40 б.п., между рублевым евробондом и рублевыми бондами Газпромбанка – 30 б.п.

Таким образом, с учетом премии за первичное размещение мы полагаем, что рублевые евробонды ФСК должны быть размещены чуть выше кривой рублевых евробондов РСХБ.

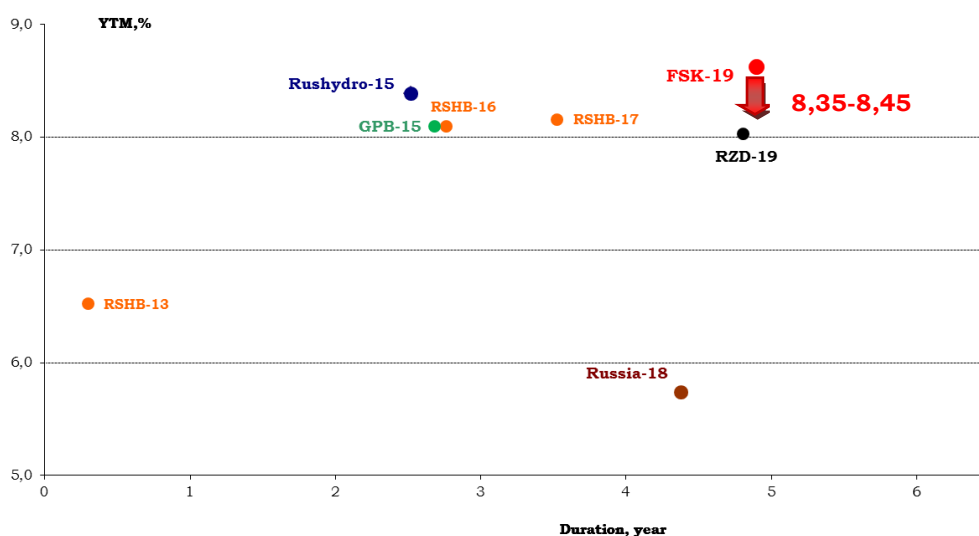
Кроме того, планируемый объем выпуска ФСК составляет не более 100 млрд рублей. По всей видимости, объем займа превысит объемы обращающихся на рынке рублевых евробондов Русгидро, Газпромбанка и РСХБ. Следовательно, планируемый выпуск будет обладать достаточной ликвидностью на вторичном рынке.

Недавно ФСК разместила один выпуск классических бондов 21-й серии с доходностью к годовой оферте через 4,5 года на уровне 8,94% годовых. Кроме того, эмитент разместил биржевые бумаги серии БО-1 с доходностью к 2,5-летней оферте с доходностью 8,26% годовых. Таким образом, размещаемый рублевый евробонд точно будет занимать дешевле, чем на рублевом долговом рынке. Тем не менее, премия все же необходима, поскольку инвестиционная программа эмитента довольно внушительна.

На период 2012-2014 гг. CAPEX ФСК ЕЭС запланирован в объеме около 505 млрд рублей: 2012 год – 196 млрд рублей, 2013 год – 155 млрд рублей, 2014 год – 154 млрд рублей. За первое полугодие 2012 года объем инвестиционных затрат составил около 60 млрд рублей, что вполне традиционно. Поскольку большая часть инвестпрограммы эмитента реализуется преимущественно во втором полугодии.

На наш взгляд, премия по новому рублевому евробонду составляет порядка 20-30 б.п. Мы рекомендуем принимать участие в размещении.

Рублевые еврооблигации (04.12.12)



Вы можете подписаться на наши материалы, отправив письмо на e-mail: research@ufs-federation.com свободной форме.



Контактная информация

Департамент торговли и продаж

Лосев Алексей Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 73 03

Хомяков Илья Маркович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Куц Алексей Михайлович

Тел. +7 (495) 781 73 01

Полторанов Николай Владимирович

Тел. +7 (495) 781 73 04

Ким Игорь Львович

Тел. +7 (495) 781 73 05

Аналитический департамент

Василиади Павел Анатольевич

Тел. +7 (495) 781 72 97

Балакирев Илья Андреевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Козлов Алексей Александрович

Тел. +7 (495) 781 73 06

Назаров Дмитрий Сергеевич

Тел. +7 (495) 781 02 02

Королева Виктория Сергеевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Милостнова Анна Валентиновна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Селезнева Елена Валерьевна

Тел. +7 (495) 781 02 02

Настоящий обзор предоставлен исключительно в информационном порядке и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности предложением об их покупке или продаже. Настоящий обзор содержит информацию, полученную из источников, которые ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» рассматривает в качестве достоверных. Тем не менее ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его 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 обзоре, основаны единственно на заключениях аналитиков компании 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. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники могут изменить свое мнение в одностороннем порядке без обязательства специально уведомлять кого-либо о таких изменениях. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», его 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. ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс» не берет 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 ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности 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 ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс». ООО «ИК «Ю Эф Эс Финанс», не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего обзора или любой его части.

