

2 ноября 2012 г.

Ажиотаж на первичном рынке на этой неделе спал: новое предложение ограничивается всего тремя выпусками. УБРиР (вторичн.), ЮТэйр Финанс и субординированный евробонд КредитЕвропа Банка – не новички на рынке, а вот МРСК Центра и Поволжья – это дебют. Учитывая сохраняющиеся смешанными настроения инвесторов, предложенные выпуски вряд ли вызовут значительный спрос на долговом рынке. По большей части выпусков наши рекомендации ближе к верхним границам предложенных диапазонов. Среди предстоящих интересных моментов отметим планы IFC (инвестиционное подразделение группы Всемирного банка) по выходу на российский долговой рынок с программой на 23 млрд руб.

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 УБРиР 02 (вторичн.) | -/В/- | Да | 2 000 | 2 ноя | 7 ноя | цена 99,9-100,15 / 12,05-11,50 | - | 0,55/1,55 | от 11,9% |
| NEW О'КЕЙ, 01 | -/В+ | Да | 2 000 | 8 ноя | 13 ноя | 10,0-10,35% / 10,25-10,62% | - | 3/5 | от 10,5% |
| NEW О'КЕЙ, 02 | -/В+ | Да | 3 000 | 8 ноя | 13 ноя | 10,0-10,35% / 10,25-10,62% | - | 3/5 | от 10,5% |
| Краснодарский край, 34004 | Ba1/-BB+ | Да | 12 000 | 9 ноя | 15 ноя | 8,65-8,95% / 8,93-9,25% | - | аморт/2,42 | от 9,0% |
| NEW ЮТэйр-Финанс БО-09 | - | Нет | 3 000 | 14 ноя | 16 ноя | 11,25-11,75% / 11,74-12,28% | - | 1/3 | - |
| NEW МРСК Центра и Приволжья | Ba2/-/ | Да | 4 000 | вторая декада ноября | | 9,2-9,7% / 9,41-9,94% | - | -/3 | от 9,7% |
| Еврооблигации, ЕСП, аукционы, book building | | | | | | | | | |
| NEW Credit Europe Bank subd | Ba3/-BB- | - | в \$ | n/a | n/a | n/a | n/a | n/a | см. комментарий |
| AKBARS | B1/-BB- | - | \$1,5 млрд | n/a | n/a | n/a | - | -/3 | - |
| 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 |
| Облигации, аукционы, book building | | | | | | | | | |
| ЛСР, 04 | B2/-В | Да | 2 800* | - | 26 окт | 11,5-11,75% / 11,83-12,10% | - | 11,25% / 11,57% | 2/5 |
| ХКФ Банк, БО-01 (вторичн.) | Ba3/-BB- | Да | 3 000 | 26 окт | 29 окт | Mosprime3М+2%/9,55-9,17% (цена 100-100,5%) | - | цена 100,0 / 9,55% | -/1,5 |
| Костромская область (вторичн.) 34006 | -/В+ | Да | 1,874 | - | 1 ноя | цена не ниже 100% / не выше 9,8% | - | 100,12 / 9,77% | аморт. / 4 |
| Европлан, 03 | - / - / BB- | Да | 3 000* | 30 окт | 1 ноя | 11,25-11,75% / 11,57-12,10% | - | 11,25% / 11,57% | 2/5 |
| Связь-Банк, БО-01 | -/BB/BB | Да | 5 000 | 30 окт | 1 ноя | 9,0-9,25% / 9,20-9,46% | - | 9,0% / 9,2% | 1/3 |
| Русфинанс Банк, БО-03 | Ba1/-BBB+ | Да | 4 000 | 30 окт | 2 ноя | 9,5-10,0% / 9,73-10,25% | - | 10,0% / 10,25% | 2/3 |
| АЛРОСА БО-01 | Ba3/BB-/BB- | Да | 5 000 | 31 окт | 2 ноя | 8,65-8,95% / 8,93-9,26% | - | 8,85% / 9,16% | -/3 |
| АЛРОСА БО-02 | Ba3/BB-/BB- | Да | 5 000 | 31 окт | 2 ноя | 8,65-8,95% / 8,93-9,26% | - | 8,85% / 9,16% | -/3 |
| Ростелеком, 15 | -/BB+/BBB- | Да | 5 000 | 1 ноя | 7 ноя | 8,45-8,70% / 8,63-8,89% | 8,45-8,6% / 8,63-8,78% | n/a | 3/5 |
| Ростелеком, 17 | -/BB+/BBB- | Да | 10 000 | 1 ноя | 7 ноя | 8,45-8,70% / 8,63-8,89% | 8,45-8,6% / 8,63-8,78% | n/a | 3/5 |
| Еврооблигации, ЕСП, аукционы, book building | | | | | | | | | |
| PROMSV subd | Ba2/-BB- | - | \$400 млн | - | 30 окт | 10,25-10,5% | 10,2-10,3% | 10,2% | -/7 |
| VTB perp (доразм.) | Baa1/BBB/BBB | - | \$1,25 млрд | - | 31 окт | - | - | цена 100,5 / 9,42% | call 2022 / бессрочн. |

Источник: данные эмитентов, организаторов, Cbonds, Finambonds и др.

*по номиналу 5 000

Комментарии к размещениям

NEW УБРИР (-/В/-)

Выпуск входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ, а до ближайшей оферты – немногим более года. На наш взгляд, участи в займе интересно при доходности от 11,9 % годовых.

NEW КредитЕвропа Банк (Ва3/-/ВВ-)

Банк предоставит премию к последним размещенным субординированным займам. Z-спред составит до 970 б.п.

NEW О'КЕЙ (-/-/В+)

Дебютные бонды О'КЕЙ могут заинтересовать инвесторов при премии к бумагам Х5 и Магнит от 80 б.п. с доходностью от 10,5% годовых за различия в масштабах бизнеса, кредитном качестве и рисках, связанных с узкой специализацией на гипермаркетах и концентрацией бизнеса в С.-Петербурге.

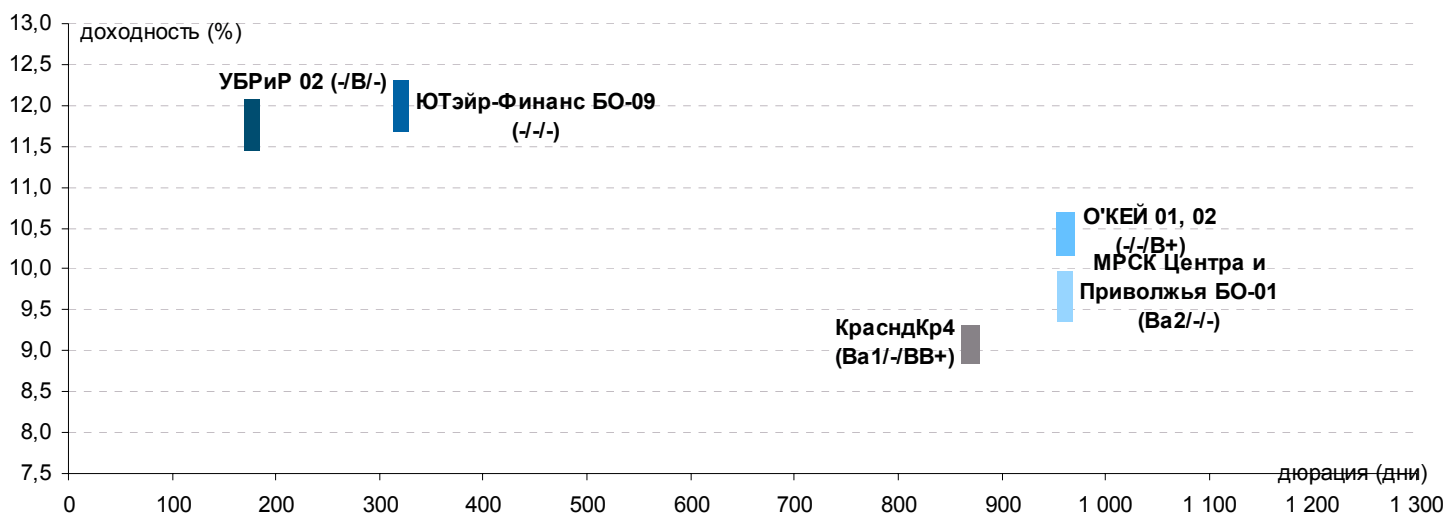
NEW МРСК Центра и Приволжья (Ва2/-/-)

Первичное предложение МРСК Центра и Приволжья, на фоне не самого успешного выхода МОЭСК и МРСК Центра на вторичный рынок, мы считаем интересным, начиная от доходности в 9,7% годовых. Мы в очередной раз отмечаем, что перспективы сектора на сегодняшний день довольно туманны и не поддаются прогнозированию.

Краснодарский край (Ва1/-/ВВ+)

Новые облигации края могут быть интересными с доходностью от 9% годовых на фоне недавно размещенных бумаг регионов рейтинговой группы «ВВ-/ВВ+». Конкуренцию им на первичном рынке может составить новый бонд Красноярского края, итоги размещения которого (25 октября) обозначат интерес инвесторов и уровни доходности и для Краснодарского края.

Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг

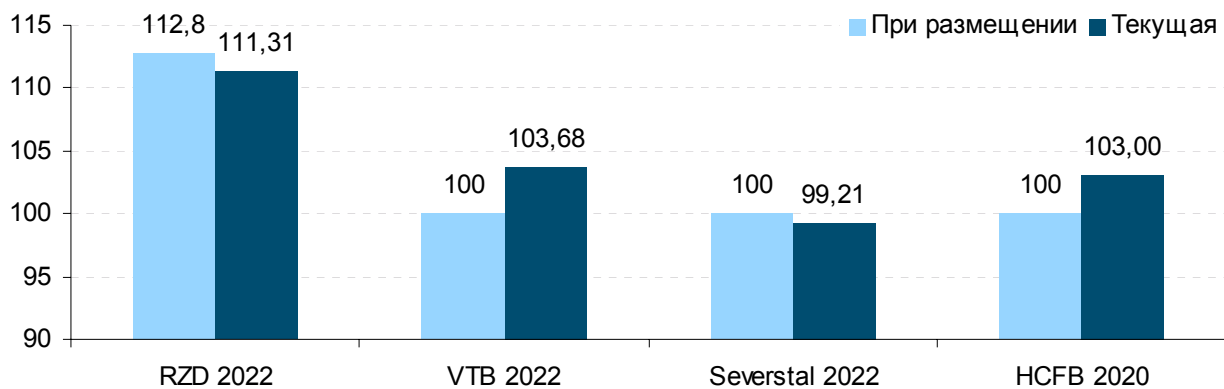


Итоги последних размещений:

На текущей неделе отметились с еврооблигациями Промсвязьбанк с субординированным займом и ВТБ с доразмещением бессрочных еврооблигаций. Первый привлек средства под 10,2% к погашению через 7 лет, то есть ниже первоначального диапазона 10,25-10,5% и пока мы не видим заметных подвижек в цене. Успешное размещение ВТБ отразилось в объеме привлечения – 1,25 млрд долл. и цене, которая уже выше обозначенных при доразмещении 100,5 – сейчас на уровне 107 и более.

Из октябрьских займов стоит отметить ВТБ 202 и ХКФ 2020, где цена сдвинулась заметно выше номинала – до 103,68 и 103,0 соответственно. Однако были выпуски и с понижением – еврооблигации РЖД 2022 при цене доразмещения 112,8 опустилась до 111,31, Северсталь 2022 упала ниже номинала – до 99,21.

Еврооблигации с наиболее существенным изменением цены



Комментарии:

NEW УБРиР (-В/-)

Событие. УБРиР в рамках вторичного размещения планирует в период с 30 октября по 2 ноября провести сбор заявок на облигации серии 02. Заключение сделок с облигациями на ФБ ММВБ запланировано на 7 ноября. Диапазон цены предложения при вторичном размещении объявлен на уровне 99,90% - 100,15% от номинала. Доходность к оферте - 12,05% - 11,50% годовых. Ставка 1-3 купонов была установлена на уровне 9,5% годовых, ставка 4 купона - 11,5% годовых, ставка остальных купонов будет определена решением эмитента позднее. По выпуску предусмотрены оферты после третьего (2 ноября 2012 г.) и четвертого (13 мая 2013 г.) купонов. Цена приобретения облигаций составит 100% от номинала.

Комментарий. Напомним не так давно банк выходил на рынок с первичным размещением (см. наш обзор от 21 сентября http://www.nomos.ru/upload/iblock/5bb/primary_21092012.pdf) – 2 октября был размещен заем серии БО-01 объемом 2 млрд руб. с доходностью 12,89% к годовой оферте. Вторичное размещение к оферте немногим более полугода оправдывает некоторое снижение доходности. Кроме того, обращаем внимание, что выпуск включен в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 25%.

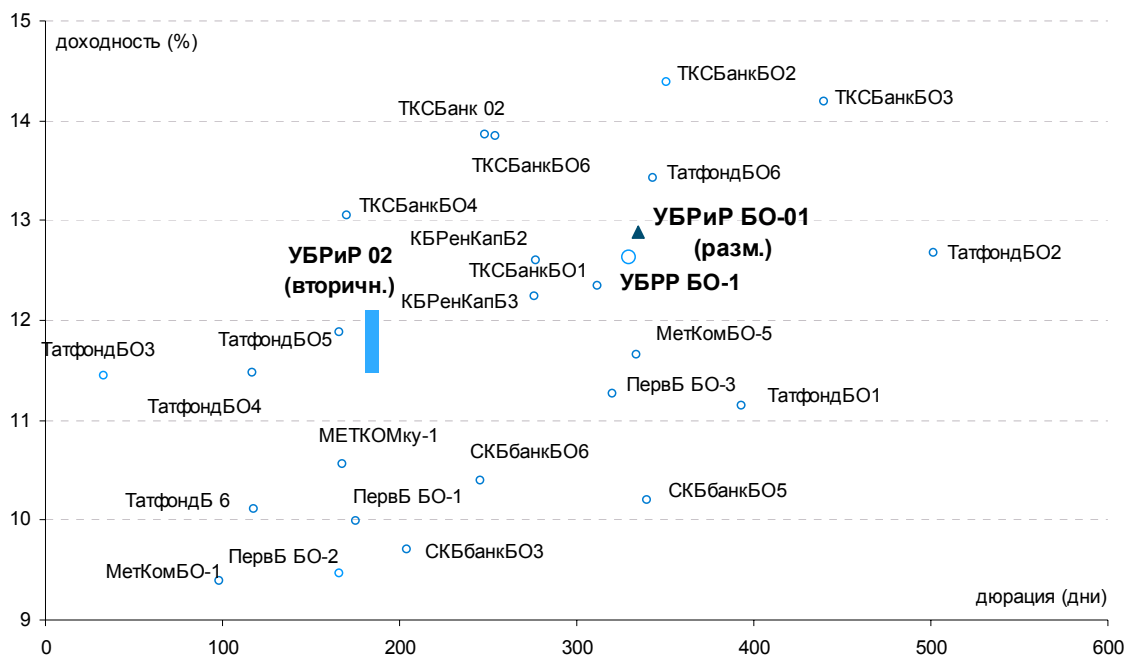
Учитывая короткую дюрацию, на наш взгляд, интересно участие во вторичном размещении на уровне доходности от 11,9% годовых, что предоставляет небольшой дисконт (до 15 б.п.) к выпускам Татфондбанка (В3/-/-) и КБ Ренессанс Кредит (В2/В/В).

Финансовые показатели УБРиР по МСФО

| Балансовые показатели, млрд руб. | 2010 | 2011 | 1H 2012F | 1H 2012 / 2011 | 2012F |
|--------------------------------------|----------|----------|----------|-------------------|---------|
| Активы | 75 940 | 99 995 | 118 264 | 18% | 112 176 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 8 435 | 12 372 | 14 537 | 17% | - |
| доля в активах | 11% | 12% | 12% | - | - |
| Кредиты | 33 469 | 44 962 | 53 888 | 20% | - |
| Кредиты (gross) | 36 788 | 47 633 | 57 281 | 20% | 68 561 |
| доля в активах | 44% | 45% | 46% | - | - |
| NPL (360+) | 9,7% | 4,2% | 5,3% | - | - |
| резервы | 9,0% | 5,6% | 5,9% | - | - |
| Кредиты / Средства клиентов | 0,6 | 0,6 | 0,7 | - | - |
| Резервы / NPL | 0,9 | 1,3 | 1,1 | - | - |
| Финансовые вложения | 21 641 | 24 281 | 31 966 | 32% | - |
| доля в активах | 28% | 24% | 27% | - | - |
| Средства клиентов | 54 473 | 69 503 | 74 637 | 7% | 78 490 |
| доля в активах | 72% | 70% | 63% | - | 70% |
| Капитал | 4 722 | 7 053 | 8 988 | 27% | 10 309 |
| доля в активах | 6% | 7% | 8% | - | 9% |
| Total Capital Adequacy Ratio | 9,2% | 9,5% | - | - | - |
| Показатели прибыльности, млрд руб. | 2010 | 2011 | 1H 2012F | 1H 2012 / 1H 2011 | 2012F |
| Чистые процентные доходы (net) | 2 336,5 | 4 750,5 | 2 689,6 | 41% | - |
| Комиссионные доходы (net) | 622,1 | 923,4 | 716,8 | 110% | - |
| Резервы начисленные | -364,4 | -1 492,0 | -727,4 | -16% | - |
| Операционные доходы* | 3 731,8 | 5 521,2 | 3 052,1 | 18% | - |
| Операционные расходы | -2 693,7 | -3 400,9 | -2 148,6 | 35% | - |
| Прибыль | 578,3 | 504,8 | 241,3 | 132% | 1 757 |
| Качественные показатели деятельности | 2010 | 2011 | 1H 2012F | 1H 2012 / 2011 | 2012F |
| RoAA | 0,8% | 0,6% | 0,4% | -0,1 п.п. | 1,7% |
| RoAE | 14,5% | 8,6% | 6,0% | -2,6 п.п. | 20,2% |
| NIM | 2,5% | 4,0% | 3,6% | -0,4 п.п. | - |
| Cost / Income | 72% | 62% | 70% | +8,8 п.п. | - |

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора (среднезв.)



Елена Федоткова

NEW КредитЕвропа Банк (Ва3/-/ВВ-)

Событие. КредитЕвропа Банк (Ва3/-/ВВ-) проведет road-show 2-7 ноября, инвесторам будут предложены субординированные еврооблигации в долларах США.

Комментарий. Напомним, не так давно банк уже привлекал средства с локального рынка: 9 октября был размещен выпуск рублевых облигаций объемом 5 млрд руб. Напомним, банк разместил тогда облигации с доходностью 10,14% годовых сроком на 1 год. Из еврооблигаций у банка обращается единственный выпуск объемом 300 млн долл., который торгуется с доходностью 7,75% годовых, Z-спрэд порядка 505 б.п.

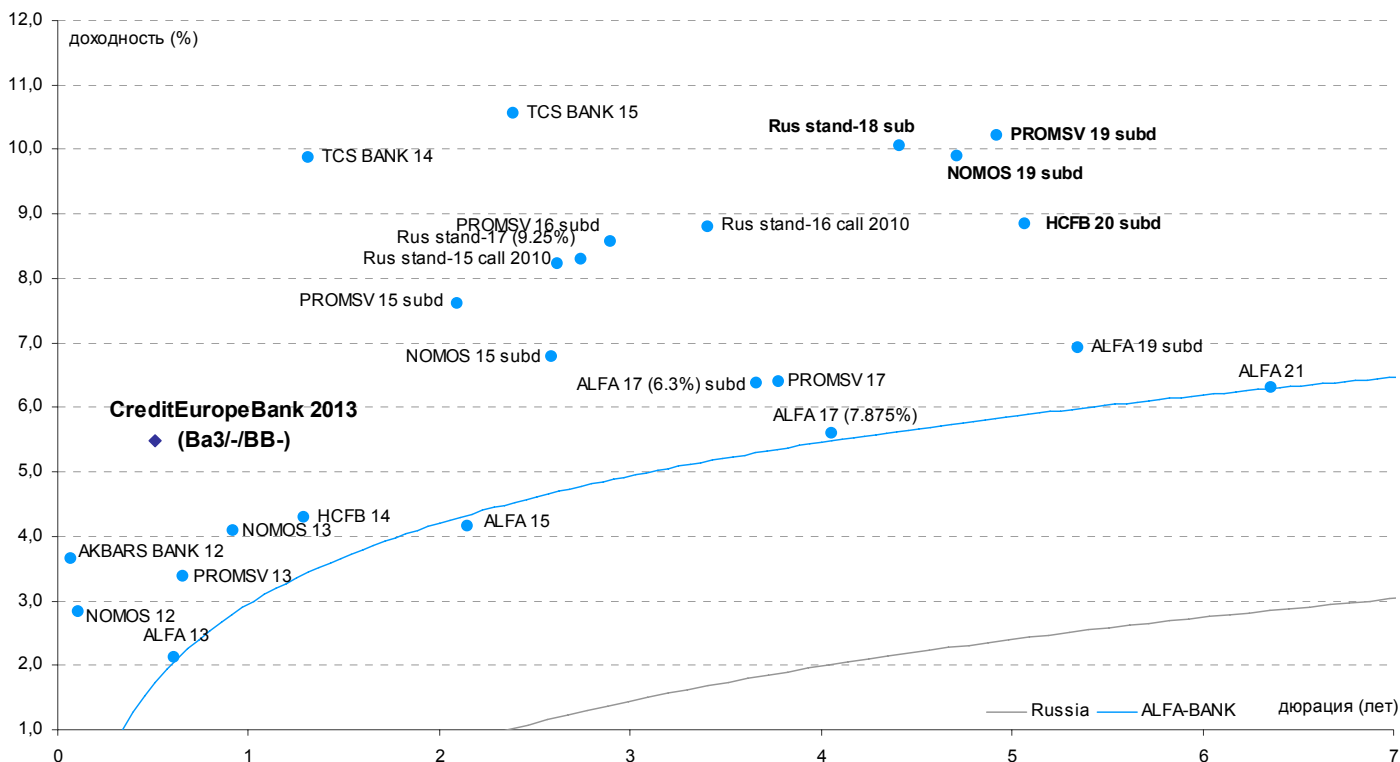
Размещая сейчас субординированные еврооблигации, призванные пополнить капитал эмитента, КредитЕвропа Банк не испытывает острой необходимости в капитале, как это было, скажем, в случае Промсвязьбанка. У КредитЕвропа Банка уровень достаточности собственных средств (Н1) на 1 октября 2012 года составлял 12,65%. Поэтому пополнение капитала может объясняться как «подготовкой» к грядущему повышению требований по резервированию розничных кредитных портфелей, так и общей политикой банка, стремящегося поддерживать, судя по всему, значение достаточности капитала выше текущей отметки. Отметим, что последнее значение Н1 является самым низким за последний год: в среднем за период – 14,6%, max – 16,67% (финансовые показатели КредитЕвропа Банка см. в нашем обзоре от 29 августа 2012 года http://www.nomos.ru/upload/iblock/5b2/NOMOS_daily_debt_markets_29_08_2012.pdf). При этом структура капитала эмитента вполне позволяет ему «безболезненно» оперировать капиталом 2 уровня: на него сейчас приходится всего около 17% собственных средств. Таким образом, объем возможного привлечения средств через субординированные облигации ограничивается суммой порядка 300 млн долл.

Впрочем, сможет ли банк набрать спрос на данный объем, зависит в том числе и от предложенной цены. Последнее рублевое размещение банка, упомянутое выше, прошло довольно успешно: купон сложился на уровне 9,8% при первоначальном диапазоне 9,75-10,2% (оферта через 1 год). Премия к бумагам крупных российских частных банков достигала 200 б.п. Напомним, «корни» акционерной структуры КредитЕвропа Банка уходят в Турцию, рейтинги которой ниже суверенных (Ваа1/ВВВ/ВВВ) и находятся на уровне «Ва1/ВВ/ВВ+», рейтинги материнской компании Credit Europe Bank NV, базирующейся в Нидерландах, также не очень высоки – «Ва2/-/ВВ». Скорее всего, как и в случае с рублевым бондом, банк должен предложить премию к субординированным выпускам крупных банков. В частности, недавно были размещены Promsv 2019 (Ва2/-/ВВ-) – maturity 7 лет, YTM 10,2%, HCFB 2020 (Ва3/-/ВВ-) – call 5,5 лет, maturity 7,5 лет, YTP 9,375%, Rus Stand 2018 (В1/В+/В+) - maturity 5,5 лет, YTM 10,75%, и текущих торгов последнего субординированного выпуска NOMOS 2019 (Ва3/-/ВВ) - немногим менее 10% к

погашению в апреле 2019 года.

На наш взгляд, банк должен предоставить премию к перечисленным выше выпускам, поскольку его российский бизнес значительно меньше, да и активы Credit Europe Bank NV также ограничиваются 10,5 млрд евро. Напомним, что ХКФ-Банк и Банк Русский Стандарт являются лидерами рынка в своих сегментах розничного кредитования, в то время как КредитЕвропа Банк не входит и в ТОП-5 игроков автокредитования. На наш взгляд, премия к бумагам Русского Стандарта может достигать 50 б.п., в том числе с учетом премии «за первичку». Сейчас Z-спрэд у Банка Русский Стандарт составляет около 920 б.п., соответственно, размещение Кредит Европа Банка может пройти со Z-спрэдом до 970 б.п.

График доходности еврооблигаций (01.11.2012 г.)



Елена Федоткова

NEW O'KEY (-/-/B+)

Событие. Розничная сеть O'KEY планирует с 6 по 8 октября 2012 г. провести сбор заявок на облигации ООО «O'KEY» серий 01 и 02 объемом 2 и 3 млрд руб. соответственно. Индикатив 1 купона 10,0-10,35% годовых, доходность – 10,25-10,62% годовых к оферте через 3 года. По выпускам предусмотрено поручительство ЗАО «Доринда» (собственника гипермаркетов) и обеспечительная оферта от O'KEY Group S.A. (холдинговой компании группы). При этом сам эмитент ООО «O'KEY» - оператор магазинов сети.

Комментарий. Для сети O'KEY это размещение будет дебютным, хотя ранее у компании был зарегистрирован выпуск облигаций ООО «O'KEY-Финанс» серии 01 объемом 2 млрд руб., с которым эмитент так и не вышел на рынок и бумаги были аннулированы.

Группа O'KEY является одним из крупнейших игроков в современной рознице «с корнями» из Северо-Западного региона (на С.-Петербург приходится более половины выручки), который специализируется на формате классического европейского гипермаркета (46 крупноформатных магазинов или около 90% всех торговых площадей). По данным компании, конечными бенефициарами являются ее основатели – три физических лица (Троицкий Д.Э., Коржев Д.В. и Волчек Б.М.) с долей около 84,9% (до 2005 г. Коржев Д.В. и Троицкий Д.Э. являлись владельцами производителя соков «Мултон», который был продан компании Coca-Cola). Оставшиеся 15,06% акций O'KEY составляют free float. Напомним, IPO сети состоялось на LSE в 2010 г.

Отметим, что по размеру бизнеса O'KEY заметно уступает лидерам отрасли – по выручке (1,8 млрд долл. за 1 пол. 2012 г.) в 4,4 раза меньше в сравнении с X5 и 3,8 раза – с Магнитом; по размеру торговых площадей (368 тыс. кв.м.) – в 4,9 раза и 5,8 раза меньше соответственно.

В свою очередь, узкая специализация O'KEY и профессионализм менеджмента (команда управленцев с опытом работы во французской сети «Ашан») вылились в самый высокий в сегменте гипермаркетов уровень продаж с 1 кв. м. торговой площади (около 307 тыс. руб. в 2011 г. против 279 тыс. – у X5 и 204

тыс. – у Магнита) и достаточно высокую для отрасли рентабельность (на уровне 8,0% по EBITDA margin в 2011 г. против 8,2% - у Магнита и 7,3% - у X5).

Вместе с тем, долговая нагрузка О'КЕЙ по итогам 1 пол. 2012 г. была умеренной: соотношение Чистый долг/EBITDA – 1,4х против 1,1х – у Магнита и 3,4х – у X5. В то же время не исключено, что долговая нагрузка О'КЕЙ может в ближайшие годы возрасти на фоне высокой инвестиционной программы (400-500 млн долл.), при этом менеджмент в качестве ориентира называет метрику Чистый долг/EBITDA на отметке не выше 2,0х, а по итогам 2012 г. ориентирует на 1,7х, что является вполне приемлемым уровнем. Основные капзатраты будут направлены на расширение за пределы основного региона, двигаясь в направлении Центрального федерального округа, в первую очередь, Московского региона.

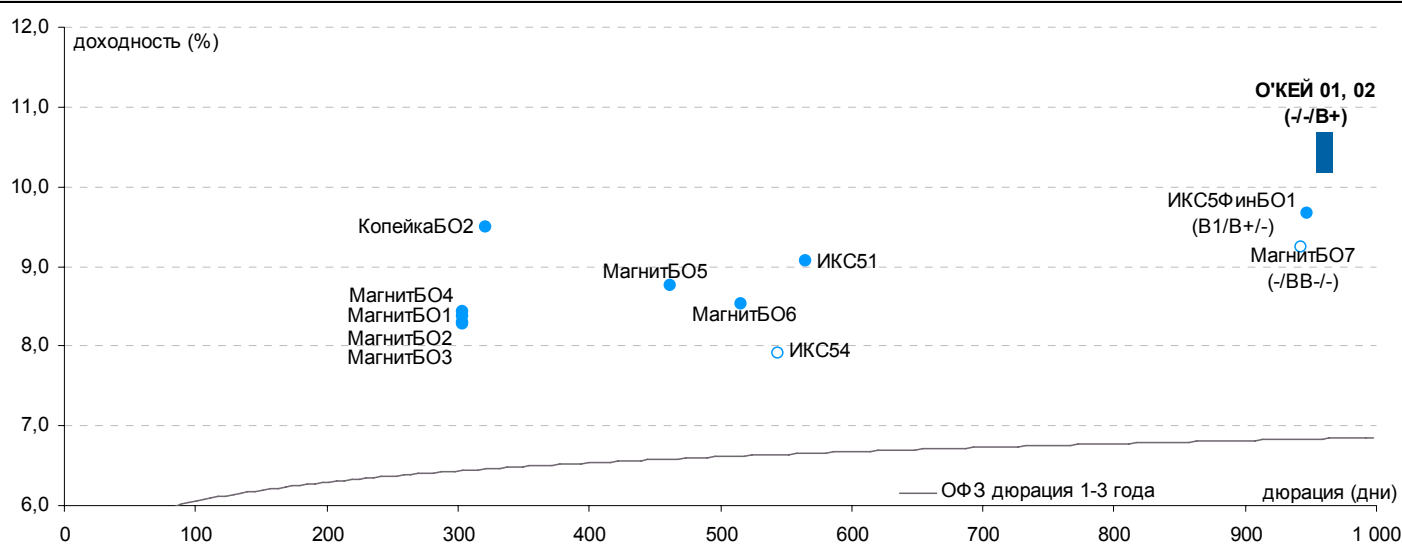
Напомним, что относительно недавно (в октябре) на том же временном отрезке прошли размещения биржевых облигаций Магнита (-/BB-/) серии БО-07 и ИКС 5 Финанс (B1/B+/-) серии БО-01, которые состоялись с доходностью 9,1% и 9,73% годовых соответственно. Сейчас облигации Магнита торгуются с доходностью 9,01% годовых (спред к кривой ОФЗ порядка 210 б.п.), а X5 – 9,65% годовых (около 270 б.п.). На наш взгляд, данные выпуски являются наиболее репрезентивными для позиционирования бондов О'КЕЙ. Учитывая обозначенные выше различия в масштабах бизнеса и особенности кредитного профиля сравниваемых компаний, риски О'КЕЙ, связанные с узкой специализацией на крупноформатной рознице и концентрацией бизнеса в С.-Петербурге, а также приведенные спреды, мы считаем, что облигации О'КЕЙ могут представлять интерес с премией как минимум 80 б.п. к бумагам X5, то есть ближе к верхней границе индикатива с доходностью от 10,5% годовых.

Финансовые результаты продуктовых сетей (МСФО)

| млн долл. | О'КЕЙ | | X5 | | Магнит | |
|------------------------------------|-------------|-------|------------|--------|------------|--------|
| | 1 пол. 2012 | 2011 | 1 пол.2012 | 2011 | 1 пол.2012 | 2011 |
| Выручка | 1 771 | 3 168 | 7 859 | 15 455 | 6 776 | 11 423 |
| Чистый операционный денежный поток | 2 | 218 | -8 | 926 | 403 | 949 |
| EBITDA | 121 | 255 | 554 | 1 130 | 671 | 939 |
| <i>EBITDA margin</i> | 6,8% | 8,0% | 7,1% | 7,3% | 9,9% | 8,2% |
| Чистая прибыль | 47 | 110 | 135 | 302 | 340 | 419 |
| <i>margin</i> | 2,7% | 3,5% | 1,7% | 2,0% | 5,0% | 4,3% |
| Активы | 1 323 | 1 358 | 8 556 | 8 810 | 5 487 | 5 447 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 48 | 91 | 166 | 385 | 128 | 534 |
| Финансовый долг, в т.ч.: | 427 | 375 | 3 691 | 3 610 | 1 499 | 1 617 |
| долгосрочный | 150 | 210 | 2 521 | 2 697 | 1 392 | 1 424 |
| краткосрочный | 277 | 165 | 1 170 | 913 | 107 | 192 |
| Чистый долг | 380 | 284 | 3 525 | 3 225 | 1 371 | 1 072 |
| Фин.долг/EBITDA | 1,6 | 1,5 | 3,6 | 3,2 | 1,2 | 1,7 |
| Чистый долг/EBITDA | 1,4 | 1,1 | 3,4 | 3,1 | 1,1 | 1,2 |

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

График доходности облигаций продуктовой розницы (01.11.2012 г.)



Александр Полютков

NEW МРСК Центра и Приволжья (Ва2/-/-)

Событие. МРСК Центра и Приволжья во второй декаде ноября планирует к открытию книгу заявок на облигации серии БО-1 объемом 4 млрд руб. Диапазон ставки купона составляет 9,20-9,70% (доходность 9,41-9,94%). Срок обращения - 3 года. Оферта не предусмотрена.

Комментарий. Дочерние компании МРСК Холдинга стали достаточно активны на локальном рынке, начиная с этой осени. Напомним, первым вышла МОЭСК, затем был размещен бонд МРСК Центра. На этот раз с облигационным займом выходит третий игрок рынка среди распределительных сетевых компаний по размеру выручки – МРСК Центра и Приволжья. Сетевые активы компании расположены на территории следующих регионов – Удмуртской республики и Марий Эл, а также Владимирской, Ивановской, Калужской, Кировской, Нижегородской и Тульской областях. Основным владельцем является МРСК Холдинг с долей в 50,4%, в свободном обращении находится около 25% акций.

Перспектива все еще не ясная. Торговая идея в сужении спреда к ФСК вряд ли сработает.

Как мы отмечали ранее в наших обзорах, в том числе к размещению МРСК Центра http://www.nomos.ru/upload/iblock/11d/primary_special_mrsc_04102012_.pdf, одной из проблем отрасли является на сегодняшний день сохраняющаяся неопределенность развития сектора. Во-первых, не до конца определены РAB тарифы, во-вторых, не существует данных по параметрам инвестиционных программ, в-третьих, по-прежнему не решен вопрос о последней миле и приватизации компаний. Согласно прогнозам, новые тарифы будут иметь сдержанный характер, что при возможном сохранении инвестиционной программы на прежнем уровне будет требовать нового привлечения долга. Фактор неразрешенности вопроса с последней милей, особенно на фоне новости о выигранном НЛМК судебном процессе с МРСК Центра. Напомним, в начале октября стало известно, что арбитражный суд Москвы удовлетворил иск НЛМК и постановил взыскать с МРСК Центра 5,1 млрд руб. Безусловно, в этом споре рано ставить точку. Однако аналогичные иски могут иметь место и в случае МРСК Центра и Приволжья. Торговая идея относительно возможности сужения спреда с ФСК на фоне возможного объединения, конечно, по-прежнему имеет место, однако все же с меньшей вероятностью. Прежде всего, отметим, что риторики по этому вопросу достаточно много. Одной из последних новостей стало, что пока правительство отказывается от идеи консолидации компаний. Напомним, и ранее мы считали, что не стоит ждать скорого upside по бумагам. Теперь же вероятность значительно ниже.

Кредитный профиль: слабые итоги полугодия, долг пока на приемлемом уровне.

Последний отчетный период для компании характеризовался ухудшением показателей, что было обусловлено ограничением роста тарифов. Так, согласно МСФО за первое полугодие 2012 года, выручка сетевой компании сократилась на 12% до 29,3 млрд руб. EBITDA на треть - до 4 млрд руб. Отметим также, что операционный денежный поток снизился более чем в половину - до 2,9 млрд руб. В целом, если сопоставлять МРСК Центра и Приволжья с недавно размещенными МОЭСК и МРСК Центра, то компания занимает прочное третье место, как по уровню выручки, марже, так и по долговой нагрузке. Возвращаясь к отмеченной выше неопределенности в секторе, прогнозировать уровень долга достаточно сложно. На текущий момент к концу года компания планирует рост метрики Debt/EBITDA до 2,5x. В дальнейшем, в случае сохранения инвестиционной программы на прежнем уровне, мы не видим возможности МРСК не наращивать долговую нагрузку. По итогам полугодия значение Debt/EBITDA составляет 2,1x. Плюсом кредитного профиля можно назвать преимущественно долгосрочный долг (94% всего долгового портфеля). Также безусловным преимуществом компании является государственное участие в капитале.

Финансовые показатели МРСК Центра и Приволжья по МСФО

| млн руб. | МРСК ЦЕНТРА и ПРИВОЛЖЬЯ | | | | Изм. пол.2012/ пол.2011 % |
|----------------------------------|-------------------------|--------|-----------|-----------|---------------------------------|
| | 2010 | 2011 | пол. 2011 | пол. 2012 | |
| Выручка | 54 630 | 64 590 | 33 313 | 29 298 | -12,0 |
| Операционный денежный поток | 5 723 | 8 435 | 6 181 | 2 869 | -53,6 |
| Свободный денежный поток | -2 344 | -6 675 | 2 536 | 901 | -64,5 |
| EBITDA | 5 900 | 11 058 | 6 162 | 5 072 | -17,7 |
| Чистая прибыль | 835 | 4 524 | 2 850 | 211 | -92,6 |
| % расходы | 1 088 | 1 151 | 517 | 934 | -44,7 |
| EBITDA/% расходы | 5,42 | 9,61 | 11,92 | 5,43 | 119,5 |
| Рентабельность EBITDA | 10,8% | 17,1% | 18,5% | 17,3% | -1,2 п.п. |
| Рентабельность по чистой прибыли | 1,5% | 7,0% | 8,6% | 0,7% | -7,8 п.п. |

| | 2010 | 2011 | пол. 2012 | Изм. пол.2012/2011 % |
|------------------------------------|--------|--------|-----------|----------------------|
| Активы | 55 019 | 69 064 | 69 097 | 0,05 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 3 179 | 3 928 | 2 083 | -47,0 |
| Финансовый долг, в т.ч.: | 3 977 | 23 150 | 21 656 | -6,5 |
| долгосрочный | 2 299 | 21 374 | 20 269 | -5,2 |
| краткосрочный | 1 678 | 1 776 | 1 387 | -21,9 |
| Чистый долг | 798 | 19 221 | 19 572 | 1,8 |
| Фин.долг/ЕБИТДА | 0,67 | 2,09 | 2,13 | 0,04 |
| Чистый долг/ЕБИТДА | 0,14 | 1,74 | 1,93 | 0,19 |

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

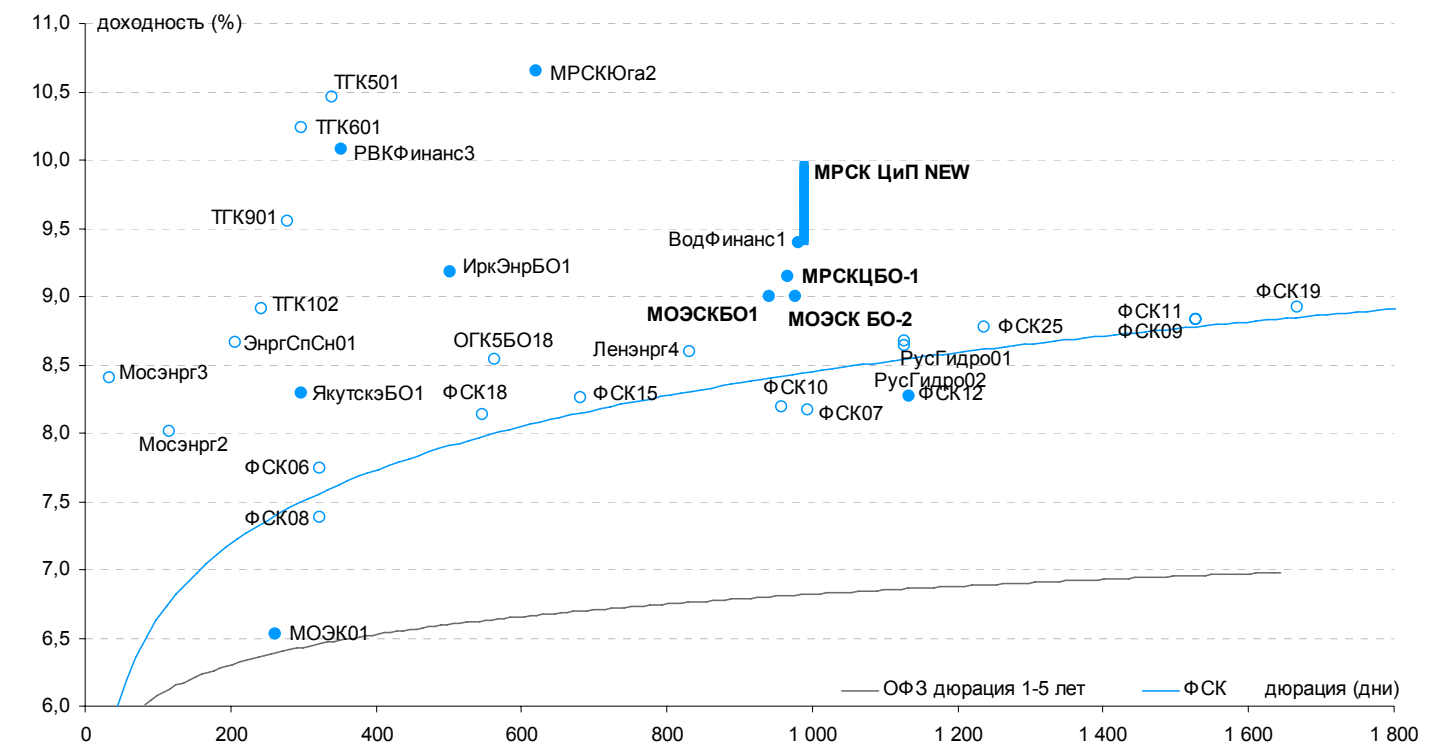
Новый выпуск, на фоне уровней МРСК Центра и МОЭСК, интересен от 9,7% годовых.

И МОЭСК, и МРСК Центра в целом довольно не удачно вышли на вторичный рынок. Так, текущие сделки по МОЭСК БО-2, последняя из размещенных бумаг компании, проходят чуть ниже номинала – 99,99% (YTM 8,998%) Отметим, что размещенный ранее выпуск серии БО-01 сохраняет значение номинала и доходность в 8,98%. В бумагах МРСК Центра довольно неоднозначная картина. Большую часть торговых дней выпуск торговался на уровнях ниже номинала – минимальный уровень, было отмечено в среду значение 99,05% от номинала, доходность - 9,54%. Однако вчера котировки бумаг уверенно выросли до 100,95% (YTM 8,76%). Мы не исключаем, что такое движение вызвано размещением родственной МРСК Центра и Поволжья. Учитывая это, мы считаем, что вернее использовать средневзвешенную доходность, которая за текущую неделю составила 9,15%. Стоит добавить, что на середину пятницы торговый «стакан» по бумаге был преимущественно с котировками на продажу, что нам кажется негативным фактором в преддверии выпуска родственной компании. Бонд МРСК Центра и Поволжья предлагается инвесторам с доходностью в 9,41-9,95%. Считать премию к МРСК Центра, на наш взгляд, не совсем корректно, учитывая неоднородное движение в котировках эмитента в последние дни. Премия к бумагам МОЭСК, учитывая разницу в масштабах и дебют эмитента, должна составлять не менее 70 б.п. Учитывая это, мы видим справедливыми уровни от 9,7% годовых.

| млн руб. | МОЭСК | МРСК ЦЕНТРА | МРСК ЦЕНТРА и Приволжья |
|------------------------------------|-----------|----------------|-------------------------------|
| | Ва2/ВВ-/- | ВВ-/-/- | Ва2/-/- |
| | 2011 | 2011 | 2011 |
| Выручка | 129 366 | 69 041 | 64 590 |
| Операционный денежный поток | 33 816 | 15 287 | 8 435 |
| Свободный денежный поток | 4 040 | -255 | -6 675 |
| ЕБИТДА | 45 286 | 14 659 | 11 058 |
| Чистая прибыль | 18 043 | 5 534 | 4 524 |
| % расходы | 1 789 | 1 674 | 848 |
| Активы | 249 559 | 76 817 | 69 064 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 3 945 | 2 646 | 3 928 |
| Финансовый долг, в т.ч.: | 46 476 | 21 237 | 21 387 |
| долгосрочный | 39 967 | 20 070 | 21 374 |
| краткосрочный | 6 509 | 1 167 | 1 223 |
| Чистый долг | 42 531 | 18 591 | 1 776 |
| Рентабельность ЕБИТДА | 35,00% | 21% | 17% |
| Рентабельность по чистой прибыли | 13,90% | 8,02% | 7,00% |
| Фин.долг/ЕБИТДА | 1,03 | 1,45 | 1,93 |
| Чистый долг/ЕБИТДА | 0,94 | 1,27 | 0,16 |
| ЕБИТДА/% расходы | 25,31 | 8,76 | 13,03 |
| Фин. долг/Активы | 0,19 | 0,28 | 0,31 |

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности бумаг сектора электроэнергетики



Игорь Голубев

Краснодарский край (Ba1/-/BB+)

Событие. Министерство финансов Краснодарского края планирует 7 ноября начать сбор заявок на 5-летние облигации серии 34004 объемом 12 млрд руб. Закрытие книги планируется 9 ноября, размещение на ММВБ – 15 ноября. Ориентир ставки 1 купона установлен на уровне 8,65-8,95% годовых, что соответствует доходности 8,93-9,25% годовых при дюрации 2,42 года (выпуск с амортизацией).

Комментарий. В настоящее время у Краснодарского края в обращении находится два выпуска облигаций серий 34002 объемом 1,5 млрд руб. (YTM 6,89%/53 дн.) и 34003 (YTM 8,21%/498 дн.), но они неликвидные, поэтому их уровни вряд ли могут быть репрезентативными при позиционировании новых бумаг.

Вместе с тем, на рассматриваемом отрезке дюрации торгуются облигации регионов, недавно размещенных на первичном рынке, в которых еще сохраняется ликвидность, при этом близких к Краснодарскому краю по уровню рейтингов «BB-/BB+»: Самарская область (Ba1/BB+/-) серии 35008 (YTM 8,42%/636 дн.), Белгородская область (Ba1/-/-) серии 34006 (YTM 8,8%/835 дн.), Нижегородская область (Ba2/-/BB-) серии 34008 (YTM 9,42%/1233 дн.) и др. Эти выпуски формируют спред к кривой ОФЗ порядка 185-245 б.п.

В свою очередь, из представленного перечня регионов в большей степени с Краснодарским краем сопоставима Самарская область, а именно – по кредитным рейтингам, масштабу бюджета (в 2012 г. по плану 198 млрд руб. против 110 млрд руб. соответственно), уровню долговой нагрузки (Госдолг/Соб.доходы – 35,3% против 36,1%). Учитывая названные различия и сходства кредитных профилей регионов, мы считаем, что новые бонды Краснодарского края должны размещаться на уровнях, близких к облигациям Самарской области (со спредом к кривой ОФЗ около 190-200 б.п.).

Вместе с тем, на первичном рынке солидную конкуренцию Краснодарскому краю может составить выпуск Красноярского края (Ba2/BB+/BB+) серии 34006, предложивший рекордный для субъектов РФ объем в 16,91 млрд руб., размещение которого намечено на 25 октября 2012 г. Ставка 1 купона будет определяться на конкурсе, при этом эмитент ориентирует инвесторов на доходность 8,7-9,2% годовых при дюрации 2,89 года. Отметим, что Красноярский край уступает Краснодарскому по размеру бюджета (130 против 198 млрд руб. соответственно), чему во многом способствовали возросшие в последние годы трансферты федерального центра, выделяемые, в том числе для подготовки к Зимним Олимпийским играм 2014 г. в Сочи (безвозмездные перечисления занимают до 35% доходов против 17%

у Красноярского края). Поэтому, что касается собственных доходов регионов, разница выглядит уже не столь существенной (128 против 108 млрд руб. соответственно). В свою очередь, долговая нагрузка Красноярского края по итогам 8 мес. 2012 г. была ниже – соотношение Госдолг/Соб.доходы составило 14,4% против 35,3% у Краснодарского края. В целом же следует отметить невысокий уровень долговой нагрузки у обоих краев в сравнении с другими субъектами РФ, но после размещения бондов соотношение Госдолг/Соб.доходы у Краснодарского края возрастет до 49,1%, у Красноярского края – только до 29,6%, что является более комфортным уровнем. Таким образом, мы считаем, что при прочих равных условиях (масштабе бюджета, кредитных рейтингах и др.), облигации Краснодарского края должны нести премию к бумагам Красноярского края 20-30 б.п. за разницу в долговой нагрузке и большую финансовую зависимость от федерального бюджета. На наш взгляд, участие в размещении бондов как Красноярского, так и Краснодарского краев представляет интерес, причем в первом случае, с доходностью от 8,8% годовых, во втором, – от 9% годовых. В то же время обращаем внимание, что размещение облигаций Красноярского края (25 октября) станет хорошим ориентиром для нового выпуска Краснодарского края.

Напомним основные моменты кредитного профиля Краснодарского края:

- Краснодарский край входит в состав Южного федерального округа, территория которого составляет около 75,5 тыс. кв. км (или 0,4% от всей территории РФ), где проживает более 5,28 млн чел. (около 3,7% населения страны), занимая 3 место среди субъектов РФ по числу жителей после Москвы и Московской области.
- По размеру ВРП Краснодарский край в 2010 г. находился на 8 месте среди 83 субъектов РФ с 1,0 трлн руб.,
- В Краснодарском крае в силу климатических условий традиционно наиболее развит аграрный сектор, соответственно – и пищевая промышленность, которая обеспечивает около 47% обрабатывающего производства региона.
- Краснодарский край располагает одним из крупнейших среди регионов страны бюджетом (в 2012 г. запланирован в объеме 198 млрд руб.), при этом собственные доходы ожидаются в размере 128 млрд руб. (или 65%). Таким образом, у края можно отметить довольно высокую зависимость от безвозмездных перечислений из федерального бюджета, что в свете крупномасштабной подготовки региона к Зимней Олимпиаде 2014 г. в Сочи выглядит вполне логичным. Исполнение доходных статей бюджета Краснодарского края по итогам 8 мес. 2012 г. находится на хорошем уровне (66% от плана), хотя собственные доходы региона несколько отстают от безвозмездных поступлений (исполнены на 64% против 71% соответственно). Что касается исполнения расходных статей, то оно было на низком уровне (только на 54% от плана), вероятно, поэтому у края бюджет за 8 мес. 2012 г. был профицитным (3,2 млрд руб.), хотя в целом по году он утвержден со значительным дефицитом в 38,9 млрд руб. (или 19,6% доходов), источниками финансирования которого будут: выпуск облигаций (12 млрд руб.), а также банковские кредиты (5,6 млрд руб. с учетом рефинансирования) и бюджетные кредиты (14,5 млрд руб.), переходящие остатки денежных средств на счетах (6,9 млрд руб.). В результате, долговая нагрузка Краснодарского края может значительно возрасти – доля госдолга в собственных доходах, по нашим оценкам, составит порядка 50-55% против 35% на 1 сентября. 2012 г. (43,3 млрд руб.), но, в целом, останется умеренной. Вместе с тем, большая часть госдолга края – это бюджетные кредиты (37,4 млрд руб. или 86,4% долга) со сроком погашения от 1 до 4 лет, которые, вероятно, предоставляются федеральным центром для подготовки инфраструктуры региона к Зимней Олимпиаде 2014 г.

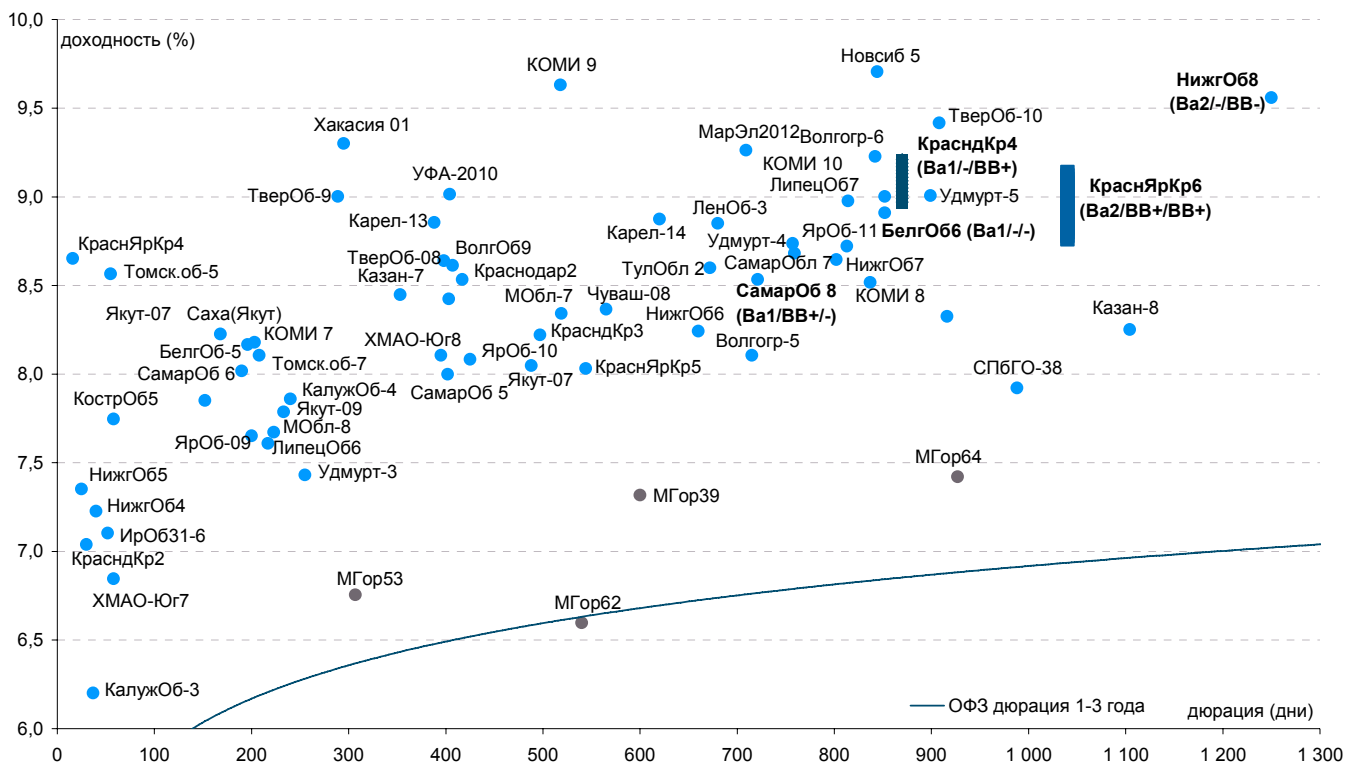
Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

| Регионы | Рейтинг | Доходы | | Соб. Доходы | | Доля соб.дох-в в дох-х | | Расходы | | Дефицит | | Госдолг | Госдолг/Соб.дох-ы |
|-----------------------|-------------|--------|-------|-------------|-------|------------------------|-------|---------|-------|---------|-------|---------|-------------------|
| | | '12П | 8М'12 | '12П | 8М'12 | '12П | 8М'12 | '12П | 8М'12 | '12П | 8М'12 | 8М'12 | 8М'12* |
| Краснодарский край | Ba1/-/BB+ | 198,1 | 131,5 | 128,4 | 81,8 | 64,8% | 62,2% | 237,0 | 128,3 | -38,9 | 3,2 | 43,3 | 35,3% |
| Красноярский край | Ba2/BB+/BB+ | 129,8 | 89,8 | 108,3 | 74,0 | 83,4% | 82,4% | 171,9 | 95,6 | -42,1 | -5,8 | 15,99 | 14,4% |
| Самарская область | Ba1/BB+/- | 109,7 | 76,1 | 95,6 | 64,9 | 87,1% | 85,3% | 121,0 | 66,9 | -11,3 | 9,2 | 35,2 | 36,1% |
| Нижегородская область | Ba2/-/BB- | 96,9 | 66,1 | 77,8 | 52,9 | 80,3% | 80,0% | 113,7 | 72,9 | -16,8 | -6,8 | 32,96 | 41,5% |
| Белгородская область | Ba1/-/- | 66,9 | 41,4 | 49,4 | 28,1 | 73,8% | 67,9% | 70,9 | 39,8 | -4,0 | 1,6 | 29,99 | 71,1% |

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

*собственные доходы приведены к году

Доходности бумаг субъектов РФ и муниципальных образований (22.10.2012 г.)



Александр Полютков

Аналитический департамент

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

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

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

Банки

Андрей Михайлов, FCCA
Mikhajlov_AS@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.