

16 ноября 2012 г.

На долговом рынке активность свелась практически к нулю. Тем не менее, ВТБ планирует выйти на рынок с новым для России продуктом с привязкой к цене на золото. Инструмент интересен в первую очередь для инвесторов с ожиданиями высоких темпом роста цены на данный металл.

Сроки размещения займа БО-01 МРСК Центра и Приволжья так и не названы. На наш взгляд, обозначенный диапазон интересен ближе к верхней границе. Пока также не известно как прошло размещение бумаг сети О'Кей.

## Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / 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 VTB Capital	Vaa1/BBB/BBB	Да	1 000	22 ноя	26 ноя	см комментарий	-	- / 1год 10 дн.	см комментарий
МРСК Центра и Приволжья БО-01	Va2/-/-	Да	4 000	вторая декада ноября		9,2-9,7% / 9,41-9,94%	-	-/3	от 9,7%
Выпуск	Рейтинг, M / 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									
Краснодарский край, 34004	Va1/-/BB+	Да	12 000	9 ноя	15 ноя	8,65-8,95% / 8,93-9,25%	-	8,95% / 9,25%	аморт/2,42
О'КЕЙ, 01	-/-/B+	Да	2 000	14 ноя	16 ноя	10,0-10,35% / 10,25-10,62%	-	n/a	3/5
О'КЕЙ, 02	-	Нет	3 000					n/a	
ЮТэйр-Финанс БО-09	-	Нет	1 500						
ЮТэйр-Финанс БО-10	-	Нет	1 500	14 ноя	16 ноя	11,25-11,75% / 11,74-12,28%	-	11,75% / 12,28%	1/3
ЮТэйр-Финанс БО-11	-	Нет	1 500						
Еврооблигации, ЕСП, аукционы, book building									
AKBARS-15	B1/-/BB-	-	\$500 млрд	n/a	9 ноя	9,0%	8,75%	8,75%	-/3

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

## Комментарии к размещениям

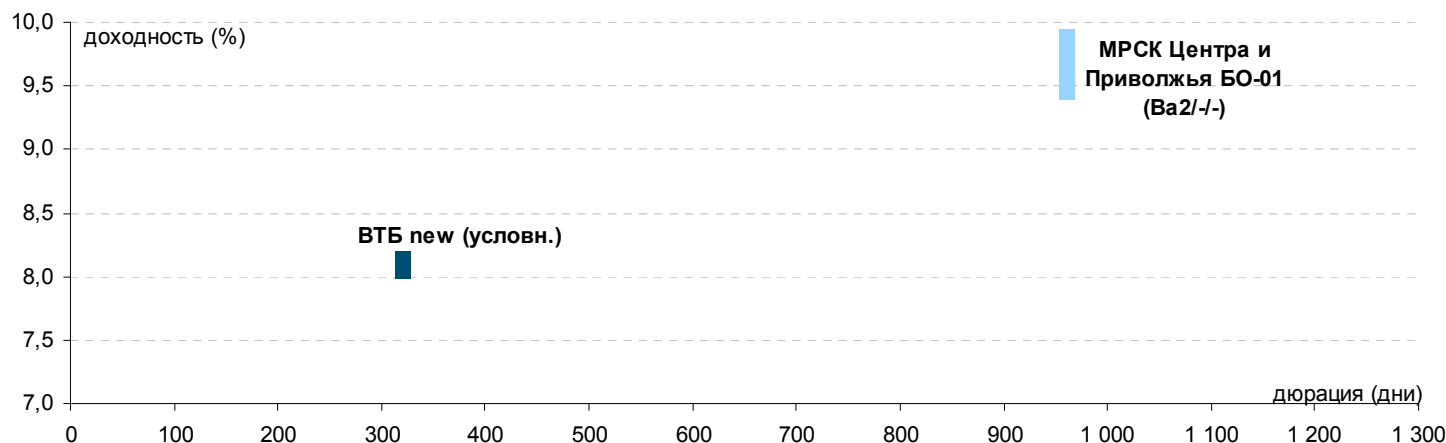
### ВТБ Капитал Финанс

ВТБ Капитал Финанс, под поручительство Банка ВТБ, выпускает облигации объемом 1 млрд руб. с купоном, привязанным к цене на золото. Заходить в бумагу стоит, если есть ожидания существенного роста стоимости унции.

### МРСК Центра и Приволжья (Va2/-/-)

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.

## Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг

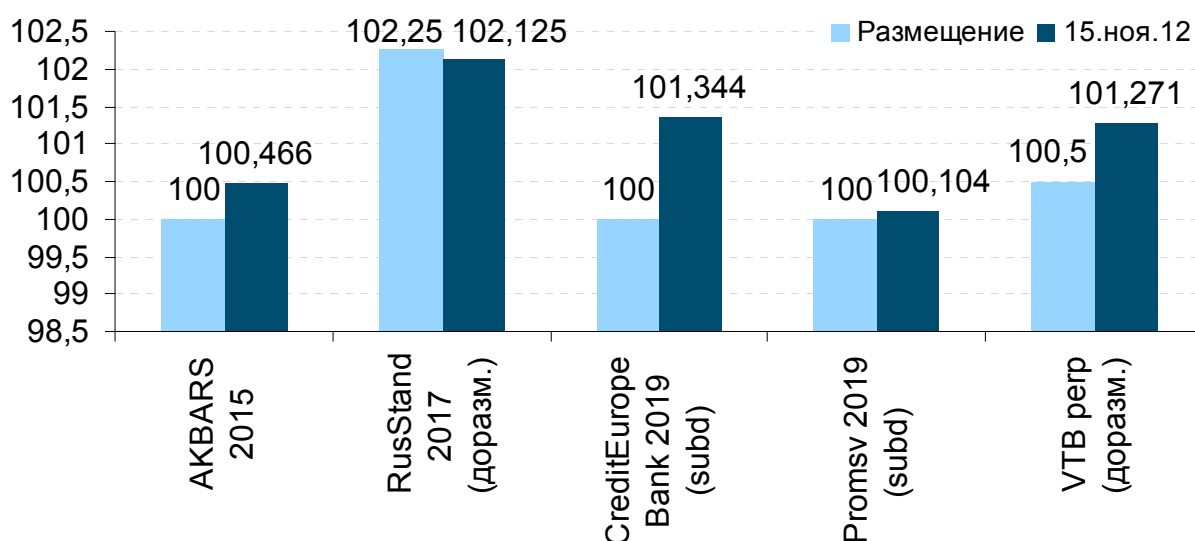


### Итоги последних размещений:

Уходящая неделя не баловала инвесторов обилием размещений. Из займов можно отметить лишь бонд Краснодарского Края, книга которого закрылась по верхней границе, не найдя активного интереса со стороны участников.

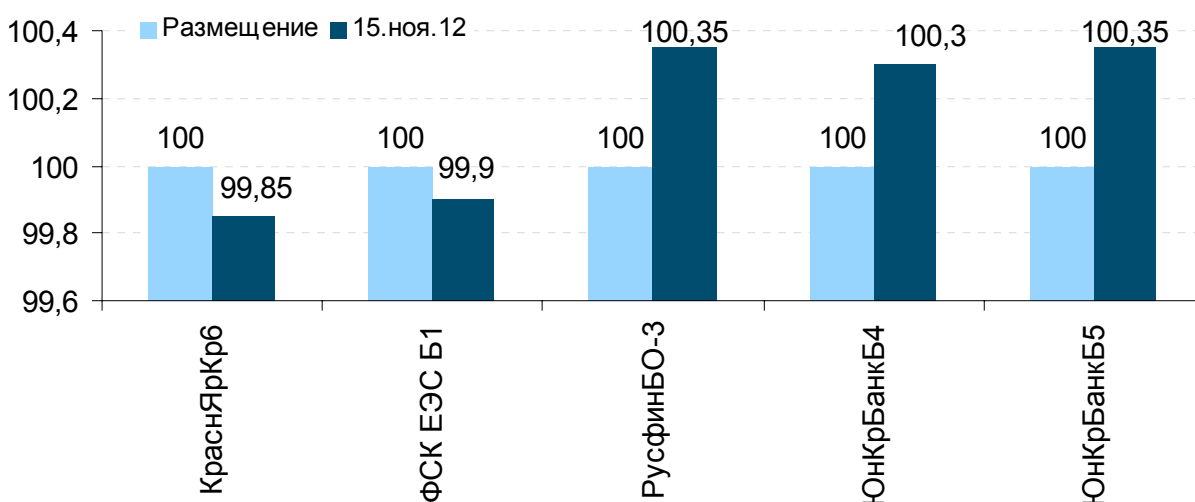
По прошедшим за последний месяц размещением евробондов не все выпуски показали существенное движение в цене, зато если оно и было, то в основном «вверх». Продолжают пользоваться повышенным спросом бессрочные еврооблигации ВТБ: если доразмещение проходило по цене 100,5%, то вчера день закрывался на 101,271%. Субординированный заем Банка КредитЕвропа в первый же день после выхода на рынок обозначил уровень 101,344, однако затем активности в бумагах не было, поэтому говорить об устоявшемся тренде пока рано. Движения в остальных бумагах были менее заметны. Отметим только, что после доразмещения по 102,25% бумаги Банка Русский Стандарт ушли ниже этой отметки, несколько выбиваясь из общей позитивной картины.

Цена по отдельным выпускам еврооблигаций, размещенным за прошедший месяц



Движений в рублевых облигациях было заметно меньше. Интересно, что выше номинала поднялись цены у бумаг банков-нерезидентов, в частности у Русфинанс банка и ЮниКредит Банка, которые при размещении предлагают, как правило, неплохую премию к рынку на фоне нестабильной ситуации в Европе. Выпуск Красноярского Края ушел ниже номинала, впрочем, учитывая рекордный для последнего времени объем прошедшего размещения – почти 17 млрд руб., возможно, именно он и стал причиной некоего «охлаждения». Цена займа ФСК ЕЭС также не может подняться выше уровня 100%, впрочем, озвученные на днях ожидаемо слабые итоги 1 полугодия 2012 года не способствуют оживлению интереса к бумагам компании.

Цена по отдельным выпускам облигаций, размещенным за прошедший месяц



**Комментарии:**

**NEW ВТБ Капитал Финанс**

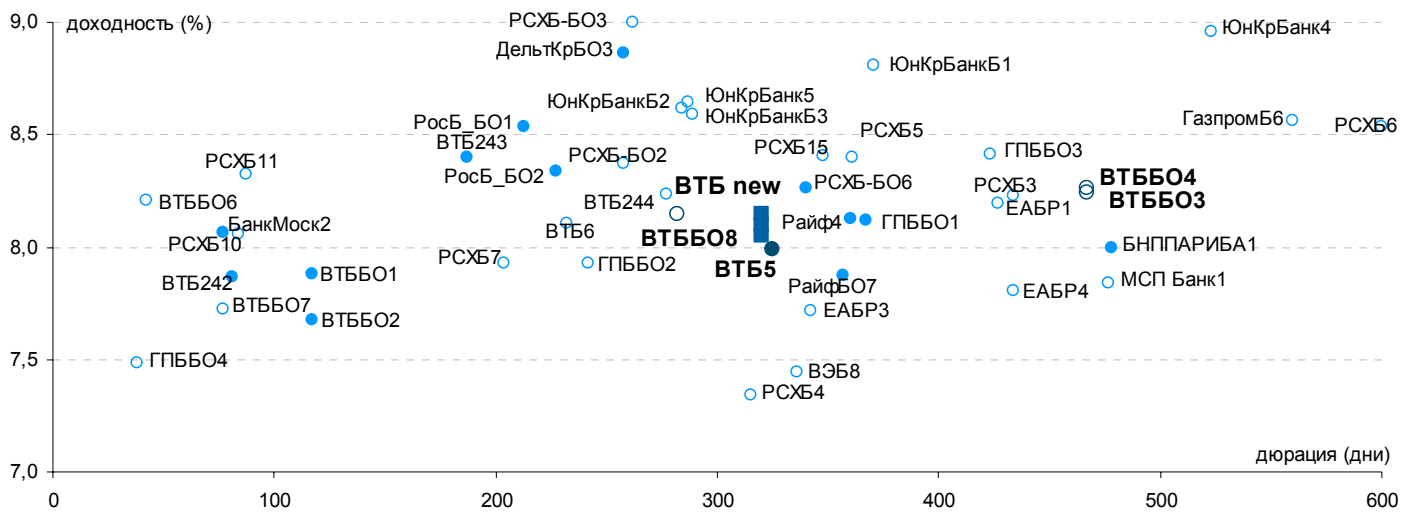
**Событие.** ВТБ Капитал Финанс, под поручительство Банка ВТБ, выпускает облигации объемом 1 млрд руб. с купоном, привязанным к цене на золото. Предварительная дата закрытия книги – 22 ноября, размещения – 26 ноября.

**Комментарий.** Величина купона состоит из фиксированной и переменной части. Размер фиксированного купона составляет 0,1% и платится каждые 182 дня плюс третий «короткий» 10-дневный купон. Переменный купон рассчитывается по формуле:  $\min [20\%; \max\{(ЗолотоТ1-ЗолотоТ0/ЗолотоТ0;0)\} * \text{Коэффициент участия} * \text{Номинал}]$ . При таком расчете переменный купон не может превышать 20%, но и не будет менее нуля. Номинал составляет 1000 руб. Торг будет происходить, как мы понимаем, по Коэффициенту участия (в росте цены золота), который может быть от 100% до 105%. Кстати, при 105% ограничение по максимальному переменному купону составит уже 21%. ЗолотоТ1 – цена на золото 26 ноября 2013 года, Т0 – цена на золото 26 ноября 2012 года. Переменный купон один, сроком на весь период обращения и выплачивается при погашении бумаги.

Инструмент новый для российского рынка. Заходить в бумагу стоит, если есть ожидания существенного роста цены на золото. На рынке сейчас довольно консервативный прогноз – в среднем цена на 2013 год составляет 1850 долл. / унция при текущей 1715 долл. / унция, то есть при коэффициенте участия 100% переменный купон составит 7,9%, при 105% - 8,3%. Плюс фиксированная часть 0,1%, соответственно диапазон купона сложится около 8-8,4% (коэффициент участия 100-105%). В настоящее время облигации ВТБ на дюрации около 1 года торгуются с доходностью 8,0-8,2%. При первом приближении предложенный уровень смотрится вполне интересно притом, что мы брали консервативный прогноз. По наиболее оптимистичным оценкам цена золота может превысить 2000 долл. за унцию, соответственно купон (фиксированный плюс переменный) составит около 16,7-17,5% и более. Впрочем, если цена не увеличится или упадет, то инвестор вне зависимости от коэффициента участия получит всего 0,1% годовых.

Важным моментом является тот факт, что ВТБ ожидает присвоения выпуску рейтинга от Moody's на уровне «Ваа1» и выпуск удовлетворяет условиям включения в Ломбардный список

**Доходности бумаг финансового сектора с условным диапазоном предложения ВТБ, исходя из консенсус-прогноза по цене золота в 2013 году**



*Елена Федоткова*

**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](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 RAB 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/EBITDA	0,67	2,09	2,13	0,04	
Чистый долг/EBITDA	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



**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.