

7 сентября 2012 г.

На текущей неделе в первичных размещениях преобладают корпоративные заемщики. Прежде всего, мы выделяем book-building по выпуску МОЭСК, который мы считаем довольно щедрым предложением на локальном рынке. НЛМК предлагает инвесторам новый выпуск с опцией оферты через 2 или 2,5 года. Мы рекомендуем участие в более длинном выпуске поскольку здесь формируется достаточная премия ко вторичному рынку. Евробонд по ЕАБР мы видим на уровне между бумагами РСХБ и ВТБ.

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	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW МОЭСК БО-01	Ba2/BB-/	да	5 000	7 сен	12 сен	9,0-9,50% / 9,20-9,73%	-	- / 3	от 9,4%
NEW НЛМК 07	Baa3/BBB-/BBB-	да	10 000	11 сен	17 сен	8,25% / 8,42% 8,5-8,6% / 8,68-8,78%	-	2 / 10 2,5 / 10	- от 8,75%
NEW ЛСР 02 (досрочн. выкуп)	B2-/B	да	до 1 млрд руб.	12 сен	13 сен	цена досрочного выкупа не выше 100,6%	-	-	от 100,6% (цена)
NEW Первобанк	B3-/	да	2 000	20 сен	25 сен	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	-	1 / 3	n/a
Евроблигации, ЕСП, аукционы, book building									
NEW ЕАБР	A3/BBB/BBB	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	см. комментарий
Прошедшие размещения									
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									
Росбанк БО-04	Baa3-/BBB+	да	10 000	7 сен	12 сен	9,05-9,30% / 9,25-9,52%	-	n/a	2 / 3
НЛМК БО-04	Baa3/BBB-/BBB-	да	5 000	4 сен	10 сен	8,30-8,50% / 8,47-8,68%	-	8,25% / 8,4%	2 / 3
Пробизнесбанк 07	B2-/B-	Да	2 000*	31 авг	4 сен	11,25-11,75% / 11,57-12,10%	-	11,75% / 11,57%	1 / 3
Промсвязьбанк БО-07	Ba2-/BB-	Да	5 000	31 авг	6 сен	10,0-10,5% / 10,25-10,78%	-	10,15% / 10,41%	2 / 3
Новосибирск 34005	-/BB-/	Да	2 000	31 авг	7 сен	8,3-8,5% / 9,27-9,65%	-	8,44% / 9,42%	аморт. / 2,43

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

Комментарии к размещениям

NEW МОЭСК (Ba2/BB-/)

Мы считаем выпуск одним из наиболее интересных на первичном рынке. Рекомендуем участие, начиная от доходности в 9,4%.

NEW НЛМК (Baa3/BBB-/BBB-)

Учитывая, что НЛМК предлагает участие либо в 2-летнем, либо 2,5-летнем выпуске, мы рекомендуем участие в бонде с последней срочностью ближе к верхней границе, поскольку только здесь обеспечивается премия ко вторичному рынку.

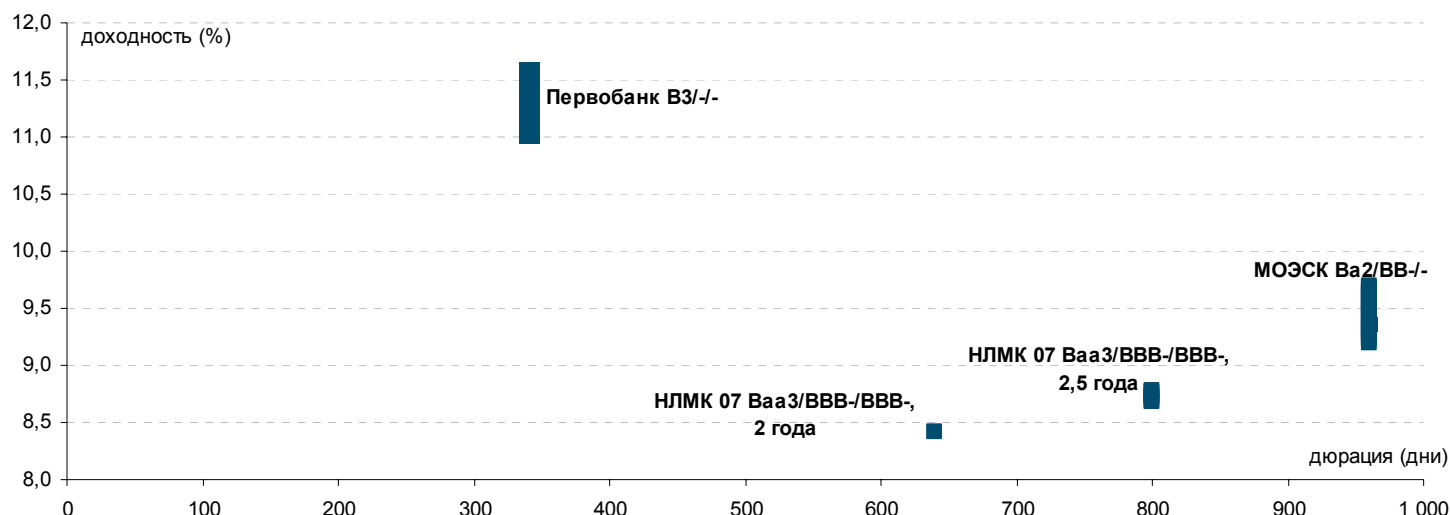
NEW ЛСР (B2/B/-)

Предложение по досрочному выкупу бумаги серии 02 при цене в 100,6% от номинала мы считаем вполне интересным предложением.

NEW ЕАБР (A3/BBB/BBB)

Вероятно, размещение будет проходить на срок 3-5 лет. Доходность, по нашему мнению, интересна между уровнями РСХБ и ВТБ, ближе к РСХБ.

Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг



Итоги последних размещений:

Безусловно, самым успешным размещением прошлой недели стало НЛМК БО-4. Эмитенту удалось закрыть книгу чуть ниже заявленных ориентиров. Вместе с тем, пока на форвардах бумага сохраняет номинальные значения. Остальным выпускам не удалось столь успешно разместиться.

Стоит отметить, что на рынок вышел бонд Банка Связной, который в первый день торгов показал весомую положительную переоценку и закончил четверг с ценой в 100,4% от номинала. По состоянию на сегодняшний день бонд также сохраняет уровень выше номинала, что по нашему мнению может дать «зеленый свет» для размещений заемщиков третьего эшелона.

Комментарии:

NEW МОЭСК (Ва2/ВВ-/)

Событие. 6 сентября МОЭСК открыла книгу на размещение облигаций серии БО-1 общим объемом в 5 млрд руб., сроком обращения в три года и диапазоном ставки купона в 9,0-9,50%, что формирует доходность 9,20-9,73%.

Комментарий.

Прежде всего отметим, что компании из сектора электроэнергетики за исключением ФСК довольно редко радуют инвесторов своими размещениями. У МОЭСК на сегодняшний день нет выпусков в обращении, а история на долговом рынке насчитывает один выпуск бондов, погашенный в конце 2011 года. В связи с этим напомним, что МОЭСК является крупнейшей сетевой компанией в структуре МРСК по размеру выручки, которая, в свою очередь, владеет 50,9% акционерного капитала сетевой компании. Так же собственниками МОЭСК выступают структуры Газпрома, которым принадлежит около 27% капитала компании. В свободном обращении находятся порядка 16% акций компании. Эмитент работает на территории Москвы и Московской области.

Среди последних новостей в отношении компании, прежде всего, стоит отметить смену руководства в текущем году, а также недавние заявления господина Шойгу с требованием вернуть средства за недостроенные в регионе объекты электроэнергетики, планами по строительству которых объяснялось необходимость повышения тарифов на электроэнергию в регионе. Однако стоит сказать, что, конечно, ключевым моментом в отношении МОЭСК, МРСК да и всего сектора является принявший крутой оборот ход реформы в сетевом комплексе. Напомним, в мае было сделано заявление об объединении МРСК и ФСК, что, конечно же, вызывает довольно настороженные настроения у инвесторов. Ведь на текущий момент конечный формат объединения двух структур пока не известен, что, по нашему мнению, несет в себе некоторые риски. Так, речь шла о создании Единой национальной сетевой компании, которая будет подконтрольна РосТЭК. Однако пока конечный формат сделки не известен. Вместе с тем, однозначно можно сказать, что перспектива приватизации переносится на неопределенный срок. Но здесь стоит отметить, что акционер в лице государства — значительно более привлекательная структура для инвесторов в бонды, в отличие от частных собственников. Да и в целом возможное объединение с ФСК скорее «на руку» держателям бондов, поскольку в этом случае спред между бумагами должен значительно сократиться. Еще один момент, который может интересовать инвесторов, это ожидание возникновения оферты в случае перехода на единую акцию МРСК с ФСК. Здесь стоит вспомнить опыт

реорганизации МРК Связьинвеста. Так, присоединение к Ростелекому проходило без оферты по многочисленным выпускам компаний связи. Мы считаем, что вряд ли стоит ждать оферту в случае реорганизации МРСК путем присоединения к ФСК.

Выход на долговой рынок компании проходит перед довольно важными событиями для МОЭСК. Во-первых, компания не представила отчетность за первое полугодие, во-вторых, на текущий момент не известны тарифные решения для МОЭСК. Последнее является довольно важным моментом, учитывая, что в последнее время в энергетике правительство старается сгладить рост тарифов.

Отметим, что, согласно отчетности по МСФО, особых нареканий в отношении кредитного профиля компании нет. По итогам прошлого года соотношение Debt/EBITDA было на вполне комфортном уровне – 1,03x. Конечные параметры инвестиционной программы компании будут озвучены в ноябре. До этого инвестиционная программа компании озвучивалась в 220 млрд руб. (без НДС) до 2017 года. Понятно, что дальнейший кредитный профиль будет зависеть от параметров RAB регулирования, которые в ближайшее время должны появиться. В связи с этим делать на текущий момент какие-либо прогнозы довольно сложно. Вместе с тем, с уверенностью можно сказать, что долг компании будет расти, однако останется в разумных рамках. По нашим прогнозам, в текущем году соотношение Debt/EBITDA составит 1,7x, что, конечно выше уровня прошлого года, но вполне комфортно для инвесторов. Напомним, что для сетевых компаний, перешедших на RAB регулирование, существует требование сохранять соотношения долга к EBITDA ниже трех.

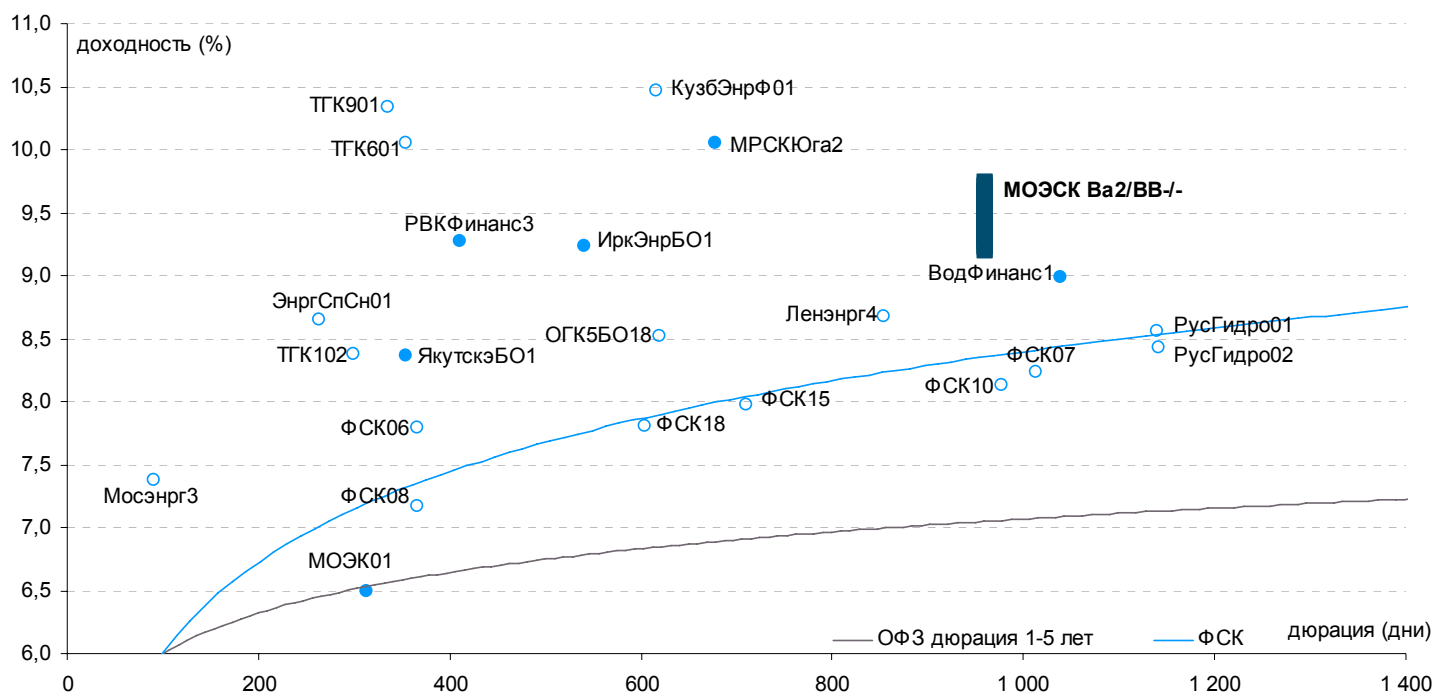
Одним из последних размещений среди сетевых компаний было Ленэнерго-4 (Ba2/-/-), по выпуску которого при оферте через три года был установлен купон 8,5% (УТР 8,68%). Как мы и отмечали, размещение прошло на довольно агрессивных уровнях, что сказалось на минимальной ликвидности бумаги при дальнейшем обращении на вторичке. На размещение последнего бонда ФСК-22 с 10 летней офертой и купоном с привязкой инфляции вряд ли можно опираться как ориентир. Последний обычный бонд ФСК в апреле текущего года был размещен со ставкой в 8,1% (УТР 8.26%) и офертой через 4 года. Новый бонд МРСК предлагает премию к кривой ФСК в 90-140 б.п. Учитывая суверенный рейтинг ФСК и принимая во внимание возможное сужение спреда между компаниями в случае их объединения, мы считаем, что участие в выпуске от 9,4% выглядит вполне интересно. Однако не стоит забывать, что сектор, за исключением бумаг ФСК, является довольно низколиквидным. Отметим также, что в рейтинговой группа Ba2/BB- также довольно сложно найти альтернативы выпуску МОЭСК.

Финансовые показатели МОЭСК по МСФО:

млн руб.	МОЭСК		
	2010	2011	Изм., +/-,%
Выручка	111 732	129 366	16
Операционный денежный поток	35 466	33 816	-5
Свободный денежный поток	16 426	4 040	-75
EBITDA	37 435	45 286	21
Чистая прибыль	17 163	18 043	5
% расходы	2 490	1 789	-28
Активы	233 829	249 559	7
Денежные средства и их эквиваленты	2 931	3 945	35
Финансовый долг, в т.ч.:	40 104	46 476	16
долгосрочный	29 472	39 967	36
краткосрочный	10 631	6 509	-39
Чистый долг	37 173	42 531	14
Рентабельность EBITDA	33,5%	35,0%	1,5 п.п
Рентабельность по чистой прибыли	15,4%	13,9%	-1,4 п.п
Фин.долг/EBITDA	1,07	1,03	3,78
Чистый долг/EBITDA	0,99	0,94	4,19
EBITDA/% расходы	15,03	25,31	-9,88
Фин. долг/Активы	17,2%	18,6%	1,5 п.п

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей бумаг сектор электроэнергетики



Игорь Голубев

НЛМК (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-)

Событие. Компания расширила свое предложение еще одним выпуском.

Комментарий. После успешного размещения серии БО-4 под ставку купона 8,25% (УТМ 8,42%), что было несколько ниже заявленных ориентиров в 8,30-8,50% компания решила расширить свое предложение новым выпуском. В бонде серии 07 компания предлагает инвесторам две опции – аналогичную оферту через два года и купон соответствующий выпуску серии БО-4, то есть 8,25%, или оферту через 2,5 года и диапазон ставки купона 8,50-8,60% (УТР 8,68-8,78%). Прежде всего, стоит отметить, что пока на форвардах БО-4 сохраняет свои номинальные значения. Это все же говорит о том, что отсутствие премии при размещении сдерживает движение на вторичном рынке. Вследствие этого мы рекомендуем участвовать в выпуске с дюрацией в 2,5 года и доходностью ближе к верхней границе, поскольку только здесь есть достаточная премия ко вторичному рынку. Вместе с тем, поддержку участие в выпуске может оказать сложившееся временное потепление.

Финансовые показатели металлургических компаний по МСФО:

млн долл.	1 полугодие 2012 года			
	Evraz	Северсталь	НЛМК	ММК
	Ва3/В+/ВВ-	Ва1/ВВ+/ВВ-	Ваа3/ВВВ-/ВВВ-	Ва3/-/ВВ+
Выручка	7 619	7397	6 351	4 941
Операционный денежный поток*	818	821	807	867
Свободный денежный поток	348	521	-43	484
ЕБИТДА	1 175	1 283	1 028	662
Чистая прибыль	-38	582	449	-35
% расходы	317	221	14	119
Активы	17 432	15 321	17 103	15 551
Денежные средства и их эквиваленты	1 763	1 960	780	243
Финансовый долг, в т.ч.:	7 833	5 692	4 343	3 681
долгосрочный	6 300	4 116	2 373	2 418
краткосрочный	1 533	1 576	1 971	1 263
Чистый долг	6 070	3 732	3 564	3 438
Рентабельность ЕБИТДА, %	15,1	17,3	16,2	13,4
Рентабельность по чистой прибыли, %	отриц.	7,9	7,1	отриц.
Фин.долг/ЕБИТДА LTM	3,2	1,9	2,3	3,0
Чистый долг/ЕБИТДА	2,5	1,2	1,9	2,8
ЕБИТДА/% расходы	3,7	5,8	71,9	5,6
Фин. долг/Активы	0,45	0,37	0,25	0,24

* - операционный денежный поток за вычетом процентных расходов

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Финансовые результаты Группы ЛСР за 2011 год, МСФО

млн руб.	ЛСР		
	2010	2011	Изм., %
Выручка	49,950	51,910	3,9
Операционный денежный поток	-2,375	7,738	-
ЕБИТДА	8,687	10,135	16,7
<i>ЕБИТДА margin</i>	<i>17.4%</i>	<i>19.5%</i>	<i>2.1 п.п.</i>
Чистая прибыль	1,742	2,432	39,6
<i>margin</i>	<i>3.5%</i>	<i>4.7%</i>	<i>1.2 п.п.</i>
% расходы	3,899	3,781	-3,0
Активы	106,220	126,862	19,4
Денежные средства и их эквиваленты	1,327	5,195	291,5
Краткосрочные депозиты	-	-	-
Долг	31,703	38,922	22,8
<i>краткосрочный</i>	<i>3,989</i>	<i>2,788</i>	<i>-30,2</i>
<i>долгосрочный</i>	<i>27,714</i>	<i>36,134</i>	<i>30,4</i>
Чистый долг	30,376	33,728	-
Долг/ЕБИТДА	3,7	3,8	
Чистый долг/ЕБИТДА	3,5	3,3	
ЕБИТДА/% расходы	2,2	2,7	

Игорь Голубев

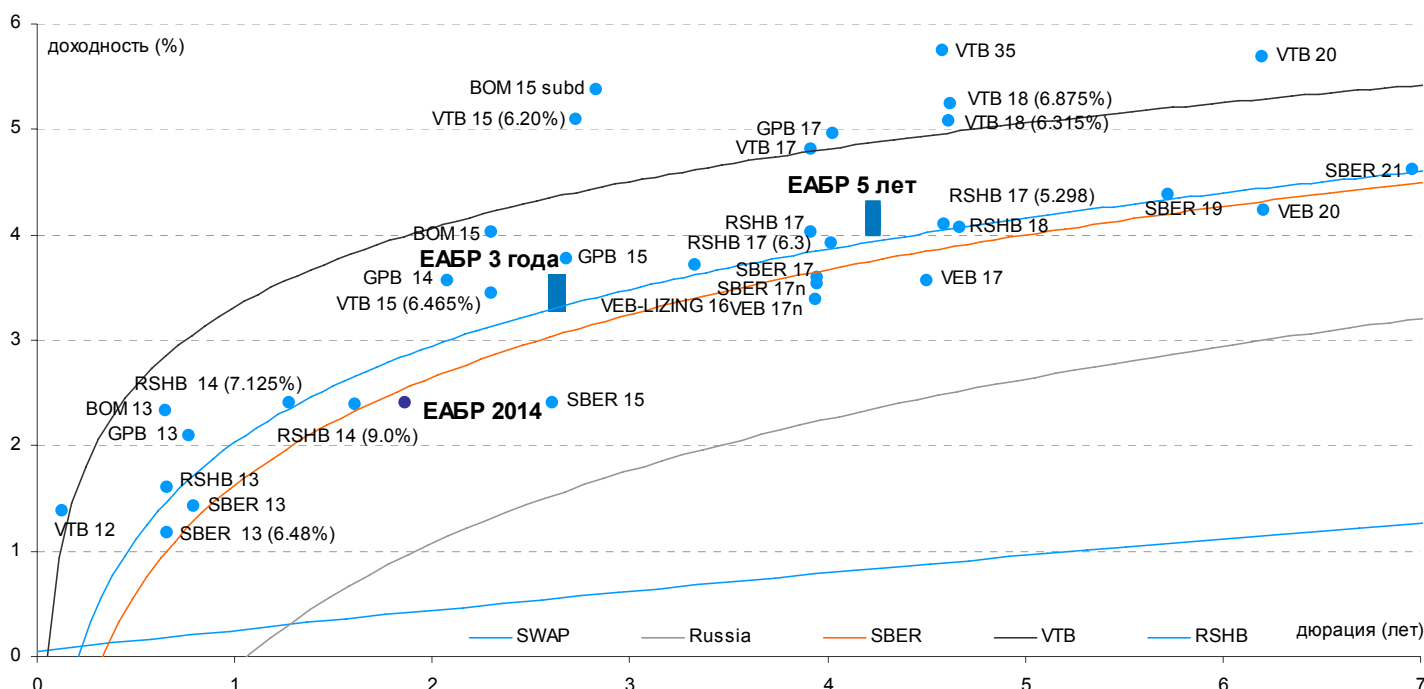
ЕАБР (А3/ВВВ/ВВВ).

Событие. ЕАБР проведет 10-12 сентября road-show еврооблигаций в Лондоне.

Комментарий. В настоящее время на рынке обращается единственный выпуск еврооблигаций банка с погашением в августе 2014 года с YTM 2,402%. На рублевом рынке банк более активен, однако судя по разбросу в доходностях (см. график рублевых облигаций), оценка рисков в сделках с бумагами банка неоднозначна. Наиболее ликвидны бумаги выпусков 01 и 04, однако разница между ними около 50 б.п. В целом, можно сказать, что бумаги торгуются на уровне госбанков – например, около кривой ВТБ или немного выше ее.

Возвращаясь к еврооблигациям, отметим, что доходность единственного займа ЕАБР сейчас близка к уровням Сбербанка. Однако котировки bid/ask заметно разнятся: разброс в переводе в доходность составляет 2,343-3,179%. И хотя международные рейтинги у ЕАБР выше, чем суверенные («А3» от Moody's), тем не менее, мы не видим причин для более агрессивного, чем торгуются российские госбанки, размещения. Напомним, что 65,97% в капитале банка принадлежит Российской Федерации, второй по величине акционер – Республика Казахстан – 32,99%. На наш взгляд, размещение нового выпуска пройдет между кривыми ВТБ и Россельхозбанка, ближе к РСХБ. При этом, скорее всего, банк будет ориентироваться на среднесрочный диапазон 3 или 5 лет, соответственно доходность составит 3,3-3,6% или 4,0-4,3%.

Доходности еврооблигаций финансового сектора (06.09.2012)



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 Полюттов

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.