



22 июня 2017 г.

СИНХ: РЕДКАЯ ВОЗМОЖНОСТЬ КУПИТЬ РИСК ТАТАРСТАНА

Параметры выпуска Связьинвестнефтехим-Финанс, БО-001Р-01

Эмитент	Связьинвестнефтехим-Финанс
Поручитель	Связьинвестнефтехим
Рейтинг поручителя (S&P/M/F)	(-/Ba2/BB+)
Рейтинг выпуска (ожд.)	Fitch BB+
Размещение	29.06.2017 г.
Объем выпуска	15 млрд руб.
Номинал	1000 руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	не предусмотрена
Купонный период	6 месяцев
Ориентир ставки купона	8,80-9,05%
Ориентир доходности	8,99-9,26%
Ломбардный список ЦБ	соответствует требованиям включения

Сегодня ООО «Связьинвестнефтехим-Финанс» (-/-) будет проводить сбор заявок инвесторов на 5-летние облигации серии БО-001Р-01 объемом 15 млрд руб. По выпуску предусмотрено поручительство АО «Связьинвестнефтехим» (-/Ba2/BB+). Индикативная ставка купона установлена в диапазоне 8,80-9,05% годовых, что соответствует индикативной доходности 8,99-9,26% годовых. Принимая во внимание сильный кредитный профиль СИНХ, квазигосударственный республиканский риск, отсутствие новых имен на рынке, повышенную ликвидность банковской системы, полагаем, выпуск будет интересен рынку при спреде к ОФЗ порядка 70 б.п. Рекомендуем выставлять заявки с купоном не ниже 8,55% (УТМ – 8,73%).

АО «Связьинвестнефтехим» (СИНХ) учрежден в 2003 году Республикой Татарстан путем передачи государственных долей 18 ключевых компаний республики. Сейчас в портфель входят 25 компаний, из них ключевые активы: Татнефть (доля владения вместе с дочерними компаниями СИНХ – 29,3%), Татэнерго (100%), Казаньоргсинтез (10,6%, в т.ч. «золотая акция»), Таттелеком (87,2%), Татспиртпром (100%), Татэнергосбыт (100%), АК Барс Банк (21,3%). Бизнес СИНХ сконцентрирован на управлении портфельными компаниями.

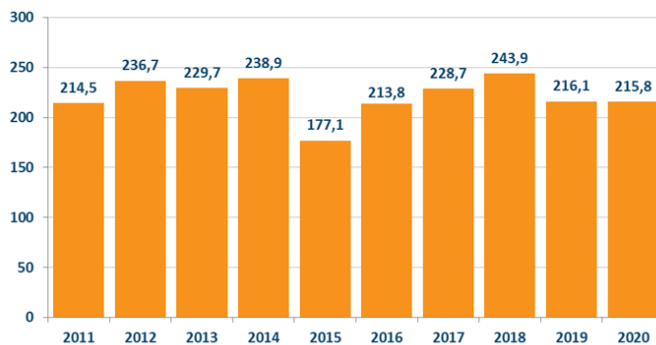
Близость государству. Стратегическая значимость. 100% доля СИНХ принадлежит Республике Татарстан (-/Ba2/BBB-). Президент Татарстана является Председателем Совета Директоров СИНХ, представители Республики Татарстан входят в Совет директоров СИНХ и его портфельных компаний. Стратегические планы и решения по заимствованиям СИНХ подлежат одобрению государством. Республика Татарстан также назначает топ-менеджмент, формирует комитет по аудиту и назначает внешнего аудитора СИНХ. Компания выступает агентом региона в управлении долями государства в ведущих предприятиях республики и играет тем самым важную роль в развитии местной экономики.

Высокие рейтинги со «стабильными» прогнозами. Кредитные рейтинговые агентства оценивают как «высокую» вероятность своевременной поддержки компании государством в случае финансового стресса. Рейтинг от Moody's присвоен на уровне «Ba2» (пересмотрен 24.10.2016 г.), от Fitch на уровне «BB+» (пересмотрен 21.02.2017 г.), оба прогноза - «стабильные». Также ожидается рейтинг выпуска и поручителя от «Эксперт РА».

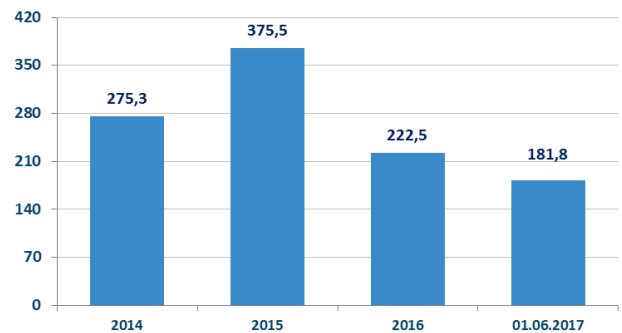
Финансовый профиль устойчивый. Согласно отчетности по US GAAP на 31.12.2016 г., инвестиционный портфель составил \$5,9 млрд. (+25% к 31.12.2015 г.), что соответствует 94% активов СИНХ, обязательства – \$1,1 млрд., в том числе долговой портфель – \$222,5 млн. (-41% к 31.12.2015 г.). Денежные потоки компании формируются преимущественно из дивидендов портфельных компаний, которые исторически (за исключением 2015 года) превышают \$200 млн в год и на 54% в 2016 году были представлены дивидендами Татнефти. В ближайшее время СИНХ намерен перевести все портфельные

компания, во-первых, на 50% уровень дивидендных выплат и, во - вторых, ввести практику выплаты промежуточных дивидендов. Долговая нагрузка в разрезе сроков погашения и обеспеченности платежей по кредитам денежным потоком, выглядит комфортно. На 01.06.2017 г. долговой портфель СИНХ составил \$182 млн (снижение с начала 2017 г. на 18%) и представлен двумя кредитами: на \$164,1 млн от Sinek Investments&Development (связанная сторона) и на \$17,7 млн от Министерства земельных и имущественных отношений. Кредит Министерству предстоит погасить в 2017 году, следующая крупная выплата в 2019 году - \$164,1 млн. в пользу Sinek Investments&Development. Запас ликвидности высокий: остатки денежных средств и эквивалентов на 31.12.2016 г. составили \$186,1 млн (при общем объеме кредитов и займов на эту дату в размере \$222,5 млн.).

Дивиденды от портфельных компаний, \$ млн.



Долговой портфель, \$ млн.



Источник: данные компании

Риски. Основные риски мы связываем с отсутствием предсказуемости в действиях акционера (Республики Татарстан) в части изъятия денежных средств СИНХ, а также с низкой информационной открытостью самого СИНХ. Полагаем также, что дополнительные опасения у инвесторов вызывают история банкротства Татфондбанка, а также отсутствие четкого понимания целей эмиссии данного выпуска облигаций.

Поручительство. Публичной безотзывной офертой на приобретение облигаций от 19.06.2017 предусмотрен в том числе ковенант, связанный с отчуждением акций Татнефти (основного портфельного актива СИНХ), что снижает риски сокращения стоимости активов поручителя и поступлений дивидендов.

Позиционирование займа. Планируемый заем будет дебютным локальным выпуском СИНХ. В 2005 году был выпущен и в 2015 году погашен евробонд на \$250 млн. (под гарантию Республики Татарстан и через SPV - Edel Capital S.A.). На внутреннем долговом рынке схожие по бизнесу с СИНХ эмитенты отсутствуют. Индикативная ставка купона по планируемому выпуску СИНХ-Финанс, БО-001P-01 находится в диапазоне 8,80-9,05%, что соответствует доходности к погашению 8,99-9,26% и спреда над суверенной кривой 93 – 120 б.п. На наш взгляд, такая премия выглядит завышенной для эмитента с квазигосударственным статусом и рейтингом «BB+». В последние дни долговые рынки находились под давлением ряда негативных факторов, связанных с ужесточением санкций к России, снижением нефтяных котировок и ростом геополитической напряженности, в результате чего суверенная кривая вернулась на уровни трехмесячной давности. Мы ожидаем восстановление рынка в краткосрочной перспективе. Принимая во внимание сильный кредитный профиль СИНХ, квазигосударственный республиканский риск, отсутствие новых имен на рынке, повышенную ликвидность банковской системы, полагаем, выпуск будет интересен рынку при спреде к ОФЗ порядка 70 б.п. Рекомендуем выставлять заявки с купоном не ниже 8,55% (YTM – 8,73%).

БК «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр "Конкорд"
Многоканальный телефон: (495) 777 29 64
Факс: (495) 7772964 доб. 234
www.region.ru

REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК
Игорь Панков (доб. 138, pankov@region.ru)
Екатерина Шильева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)
Татьяна Тетеркина (доб. 112, Teterkina@region.ru)
Марина Хрулева (доб.187 khruleva@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ
Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)
Юлия Гапон (доб. 294, gaпон@region.ru)

Группа компаний «РЕГИОН»

Адрес: ул. Шаболовка, д.10, корпус 2, бизнес-центр «Конкорд»
Многоканальный телефон: (+7 495) 777 29 64 Факс: (+7 495) 7772964 доб. 234
www.region.ru REUTERS: REGION BLOOMBERG: RGNM

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.