



# ДОЛГОВОЙ РЫНОК

## Календарь первичного рынка

### 26 сентября 2016 г.

Негатив от жесткой риторики ЦБ касательно дальнейшего смягчения денежно-кредитной политики был отыгран рынком достаточно быстро. Позитивные настроения игрокам добавили решение рейтингового агентства S&P изменить прогноз по суверенному рейтингу России с «негативного» на «стабильный», а также вернувшаяся на заявлениях президента Венесуэлы о возможном скором урезании квот свои позиции нефть. Мощными драйверами для долгового рынка стали также итоги заседания ФРС США и последовавшее за этим успешное доразмещение Министерством Финансов 10-летних суверенных еврооблигаций.

#### Параметры выпуска

#### Комментарий к размещению

#### Оценка РЕГИОНа

**26.09.2016**

Эмитент	<b>Сил. машины</b>	<b>Силовые машины</b> - одна из ведущих (4-е место в мире по объему установленного оборудования, доля на рынке РФ и СНГ – 70%) энергомашиностроительных компаний мира, осуществляющая проектирование, изготовление и комплектную поставку оборудования для атомных, тепловых и гидроэлектростанций, электросетевого, судостроительного и транспортного комплексов. Контролирующий акционер – А. Мордашев. Портфель заказов сформирован до 2021 г. В 2013-2015 гг. финансовый профиль компаний был слабым. Однако в 1 полугодии 2016 г. ситуация существенно улучшилась: выручка выросла на 22% (г-к-г) до 38 млрд руб., показатель EBITDA – на 21,2% до 63 млрд руб., получено 4,8 млрд руб. чистой прибыли против 13 млрд убытка годом ранее. Долговая нагрузка в терминах ND/EBITDA сократилась с 4,6х на 31.12.2015 до 3,6х на 30.06.2016.	Во время премаркетинга эмитент ориентировал на ставку 1-го купона в размере 10,25-10,5% годовых. В ходе сбора книги ориентир четырежды снижался, составив в финале 9,95% (УТР – 10,2%).
Рейтинг (S&P/M/F)	-/Ba2/-		
Выпуски	БО-03, БО-04		
Объем выпусков	10 млрд руб.		
Срок обращения	10 лет		
Оферта	3 года		
Купонный период	6 мес.		
Ломбардный список	соотв.		
Ставка купона	9,95%		
Доходность	10,20%		
Дата book-building	21.09.2016		

**28.09.2016**

Эмитент	<b>Группа ЛСР</b>	<b>Группа ЛСР</b> - один из ведущих девелоперов и производителей стройматериалов в РФ. Первое полугодие 2016 г. было достаточно успешным для компании: выросло количество заключенных новых контрактов до 366 тыс. кв. м. (+60% г-к-г), реализация площадей увеличилась на 69% до 228 тыс. кв. м., выручка составила 31,6 млрд руб. (+10% г-к-г), поток от операционной деятельности положительный (3,0 млрд против (-3,6) млрд руб. годом ранее). Кредитный профиль ЛСР по-прежнему является сильным. В долговом портфеле преобладают долгосрочные займы (61%), основную часть составляли банковские кредиты и займы (99%), на облигации приходилось менее 1%. Запас ликвидности достаточный: денежные средства на балансе в 1,5 раза превышали краткосрочную задолженность по займам. Метрика ND/EBITDA составила 1,09х против 0,68х на 31.12.2015 г. Более подробно в нашем специальном комментарии к размещению <a href="#">«Облигации группы ЛСР: начинаем строить заново»</a> .	<b>Выпуск предлагает премию к суверенной кривой 300-360 б.п., а к облигациям ЛенспецСМУ порядка 75-110 б.п., что в обоих случаях, на наш взгляд, выглядит завышено. Принимая во внимание схожие кредитные профили этих двух эмитентов при значительно большем масштабе бизнеса ЛСР, считаем, что наличие премии неоправданно. Спред нового выпуска ЛСР к ОФЗ в 230 б.п. полагаем достаточным, что на данный момент соответствует доходности 10,7% годовых (купон – 10,3%).</b>
Рейтинг (S&P/M/F)	-/B1/B		
Выпуск	001P-01		
Объем выпуска	5 млрд руб.		
Срок обращения	5 лет		
Амортизация	20% в даты предумс.		
Дюрация	3,27-3,24 г.		
Купонный период	3 мес.		
Ломбардный список	соотв.		
Индикативная ставка купона	11,0-11,5%		
Индикативная доходность	11,46-12,01%		
Дата book-building	26.09.2016		

**Параметры выпуска**

**Комментарий к размещению**

**Оценка РЕГИОНа**

**29.09.2016**

Эмитент	<b>Икс 5 Финанс</b>	<p><b>X5 Retail Group</b> - одна из ведущих российских продуктовых розничных компаний с рыночной долей 6,2%, что соответствует второму месту после Магнита с долей 6,9%. Основными инвестиционными преимуществами компании являются сильные позиции на рынке; влиятельный состав акционеров в лице Альфа-групп (47,86%); темпы роста, опережающие рынок и конкурентов; сильные операционные результаты по итогам 1П2016, позитивный прогноз по рейтингам. Метрика ND/EBITDA сократилась до 2,3х против 2,5х в 1кв.2016 (пороговое значение ковенанта - 4х). Ликвидная позиция устойчивая. Это первый выпуск, размещаемый эмитентом в рамках программы общим объемом 50 млрд руб. По выпуску предусмотрены традиционная для облигаций ИКС5 гарантия от материнской X5 Retail Group N.V. и новая от ЗАО «ТД «Перекресток» дополнительно.</p>	<p>В прошлый раз X5 выходила на рынок с выпуском БО-07 (купон 9,75% и оферта 2,5 года). Эмитент широко представлен на публичном рынке, однако большинство выпусков не обладают ликвидностью. ИКС5, БО-07 (дюрация-2,15 г., УТР-9,8%) предлагает премию к суверенной кривой в размере 140 б.п. что, на наш взгляд, выглядит справедливо и соответствует кредитному качеству X5. <b>Участие в размещении нового выпуска интересно, начиная от середины индикативного диапазона купона.</b></p>
Рейтинг (S&P/M/F)	BB-/B-		
Выпуски	001P-01		
Объем выпусков	15 млрд руб.		
Срок обращения	15 лет		
Оферта	3 года		
Купонный период	6 мес.		
Ломбардный список	соотв.		
Индикативная ставка купона	9,45-9,70%		
Индикативная доходность	9,67-9,94%		
Дата book-building	27.09.2016		

**30.09.2016**

Эмитент	<b>Сбербанк</b>	<p><b>Сбербанк России</b> – крупнейший банк РФ, на его долю приходится 29% совокупных банковских активов страны и 46% вкладов населения. Основным акционером и учредителем Сбербанка является ЦБ РФ (50% УК +1 акция). В 2016 г. банк демонстрирует улучшение финансовых показателей: чистая прибыль по МСФО за 1П2016 г. выросла г-г в 3,1 р., составив 263,1 млрд руб., чистый процентный доход - в 1,6 р. до 664,8 млрд руб., рентабельность капитала достигла 21,1% против 8,1% годом ранее. Позитивная динамика стала следствием роста процентных доходов (вследствие снижения стоимости фондирования) и сокращения расходов на резервирование.</p>	<p>Выпуск размещен по верхней границе диапазона купона. Изначально эмитент ориентировал рынок на ставку 9,15-9,25% (УТМ-9,36-9,46%). Для эмитента первого эшелона премия к кривой ОФЗ порядка 110 б.п. выглядит завышенной. Ожидаем снижения доходности после выхода на вторичный рынок.</p>
Рейтинг (S&P/M/F)	-/Ba1/BBB		
Выпуски	БО-37		
Объем выпусков	10 млрд руб.		
Срок обращения	5 лет		
Оферта	не предусм.		
Купонный период	6 мес.		
Ломбардный список	соотв.		
Ставка купона	9,25%		
Доходность	9,46%		
Дата book-building	23.03.2016		

**Параметры выпуска**

**Комментарий к размещению**

**Оценка РЕГИОНа**

**03.10.2016**

Эмитент	<b>РСХБ</b>	<b>РСХБ</b> – один из крупнейших банков РФ, специализирующийся на финансировании предприятий АПК. Банк на 100% принадлежит государству. На 01.09.2016 активы РСХБ составляли 2,8 трлн руб. (6 место в банковской системе РФ). В 1П2016 финансовые результаты (МСФО) банка выглядят намного устойчивее, чем годом ранее. Однако из-за сохранения высоких расходов на резервирование потерь, РСХБ все еще убыточен. Первое полугодие 2016г. банк завершил с убытком в размере 25,3 млрд руб. (в 1П2015 он составлял 45,4 млрд руб.), в том числе во 2 кв. 2016г. убыток составил всего 3,4 млрд руб. Показатели достаточности капитала существенно превышают установление нормативы: Н1.0 составил 16,67% при минимально допустимом уровне 8,0%, Н1.1- 9,68% (минимум 4,5%), Н1.2. – 9,68% (минимум 6%). В июле РСХБ увеличил капитал 1-го уровня на 10 млрд руб. за счет размещения бессрочных облигаций серий 06Т1 и 07Т1, что позволило повысить показатели достаточности основного капитала и собственных средств банка.	Это младший бессрочный субординированный заем. Ставка купона фиксируется на срок до даты первого колл-опциона, через каждые 10 лет предусмотрен ее пересмотр по формуле, привязанной к 10 летним ОФЗ и премии. Предлагаемая выпуском доходность к возможному call опциону 14,76-15,03% выглядит интересно для институциональных инвесторов, располагающих «длинными» деньгами.
Рейтинг (S&P/M/F)	-/Ba2/BV+		
Выпуски	08Т1		
Объем выпусков	5 млрд руб.		
Срок обращения	бессрочный		
Опцион call	10 лет		
Купонный период	6 мес.		
Индикативная ставка купона	14,25-14,50%		
Индикативная доходность	14,76-15,03%		
Дата book-building	28.09.2016		

**06.10.2016**

Эмитент	<b>Транснефть</b>	<b>Транснефть</b> - российская государственная транспортная монополия, оператор магистральных нефтепроводов России, крупнейшая трубопроводная компания в мире. 100% голосующих акций компании находятся в федеральной собственности. В 1П2016 выручка компании выросла на 2,5% до 417 млрд руб. (г-к-г) вследствие роста доходов от оказания услуг по транспортировке нефти и нефтепродуктов, показатель EBITDA поднялся на 5,8% до 207,8 млрд руб., рентабельность EBITDA сократилась на 0,6 п.п. до 58,4%, чистая прибыль – на 12,3% до 134,5 млрд руб. Долговой портфель Транснефти, несмотря на рост капитальных расходов, сократился на 10,5% до 774 млрд руб. Долговая нагрузка стабильна. Метрика Чистый долг/EBITDA осталась на уровне 1кв. 2016, составив 1,9х (на 31.12.2015 - 2,1х).	Размещенный в начале августа выпуск серии БО-01Р-03 со схожими параметрами на данный момент предлагает доходность 9,4-9,5% годовых и спред к ОФЗ в размере 100 б.п. <b>Индикатив по ставке нового выпуска содержит премию к суверенной кривой 105-120 б.п., что выглядит привлекательно на всем маркетируемом диапазоне. Рекомендуем участвовать в размещении.</b>
Рейтинг (S&P/M/F)	BB+/Ba1/-		
Выпуски	БО-001Р-04		
Объем выпусков	15 млрд руб.		
Срок обращения	6 лет		
Купонный период	6 мес.		
Ломбардный список	соотв.		
Индикативная ставка купона	9,25-9,40%		
Индикативная доходность	9,46-9,62%		
Дата book-building	27.09.2016		

**Параметры выпуска**

**Комментарий к размещению**

**Оценка РЕГИОНа**

**06.10.2016**

Эмитент	<b>Акрон</b>
Рейтинг (S&P/M/F)	-/Ba3/BB-
Выпуски	BO-001P-01
Объем выпусков	5 млрд руб.
Срок обращения	10 лет
Оферта	4 года
Купонный период	6 мес.
Ломбардный список	соотв.
Индикативная ставка купона	9,60-9,80%
Индикативная доходность	9,83-10,04%
Дата book-building	29.09.2016

**Акрон** – один из ведущих вертикально интегрированных производителей минеральных удобрений в России и мире, объединяет два химических завода ГОК по добыче фосфатного сырья, осваивает калийные месторождения в России и Канаде. В 1П2016 выручка компании сократилась на 2% (г-г), составив 51,2 млрд руб., что стало следствием падения мировых цен на удобрения. Показатель EBITDA снизился на 9% до 18,4 млрд руб. при сокращении EBITDA margin с 39% до 36%, чистая прибыль выросла 6% до 12,9 млрд руб. Общая сумма долга выросла на 1% до 82,7 млрд руб., при этом его временная структура ухудшилась – доля краткосрочных кредитов и займов выросла за 1п2016 с 16% до 48%. График погашений долга неравномерный с пиком в 2017 г., тем не менее, ликвидная позиция Акрона устойчивая – денежных средств на счетах и невыбранных кредитных линий достаточно для погашения краткосрочных займов. Метрика ND/EBITDA составила 1,5x против 1,2x на конец 2015 г. В июле Fitch изменило прогноз по со «стабильного» на «позитивный», рейтинги подтверждены на уровне "BB-".

**Собственная вторичная кривая Акрона неинформативна в силу низкой ликвидности выпусков. Более короткий Еврохим, Б1Р1 (дюрация – 2,2 г.) предлагает доходность 9,7-9,8%. На прошлой неделе книга по новому выпуску Силовых машин (-/Ba2/-) была сформирована с купоном 9,95% (УТР-10,2% к оферте через 3 года). Однако у Акрона более сильный кредитный профиль по сравнению с Силовыми машинами, поэтому дисконт в этом случае нам кажется уместным. Участие в размещении нового выпуска Акрона интересно при премии к ОФЗ 130-140 б.п.**

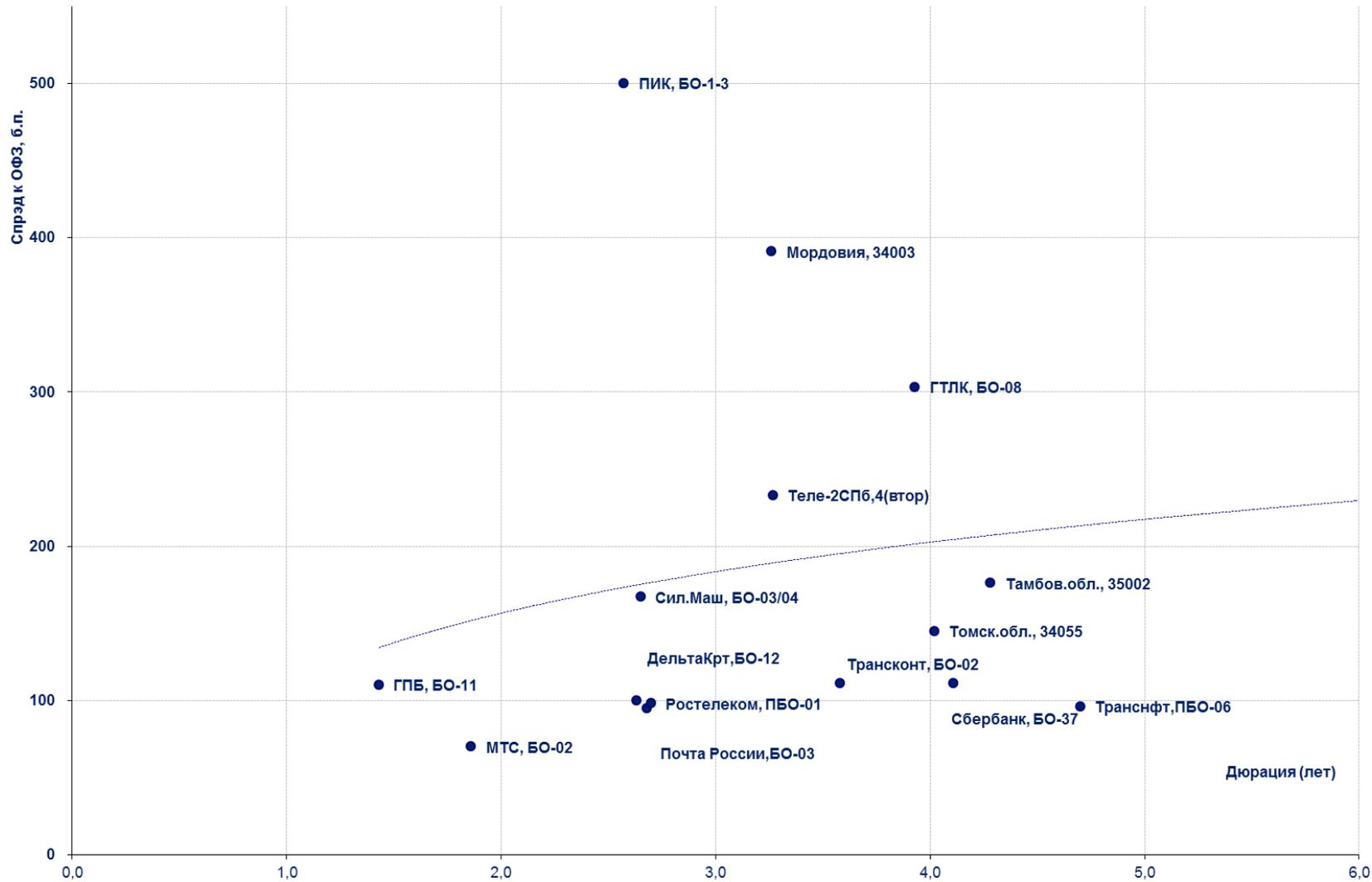
**11.10.2016**

Эмитент	<b>Европлан</b>
Рейтинг (S&P/M/F)	-/-/BB-
Выпуски	BO-07
Объем выпусков	5 млрд руб.
Срок обращения	10 лет
Купонный период	2 года
Ломбардный список	соотв.
Индикативная ставка купона	12,00-12,50%
Индикативная доходность	12,36-12,89%
Дата book-building	06.10.2016

**Европлан** – лизинговая компания, специализирующаяся на автомобильном сегменте (89% лизингового портфеля). По объему автолизинга (22,7 млрд руб. в 2015 г.) занимает 2 место на рынке после «ВЭБ лизинг» (36,3 млрд руб.). По итогам 1П2016 объем нового бизнеса вырос на 49% (г-г), капитал - на 12% до 12,0 млрд руб., чистая прибыль увеличилась на 64% до 1,3 млрд руб. Показатели эффективности выглядят достаточно высоко: доходность лизингового портфеля составляет 24%, процентная маржа стабильно 10-13%. Порядка 75% долгового портфеля приходится на облигационные займы, весь долг – рублевый. В середине сентября ГЛОБЭКС открыл компании кредитную линию в объеме 2 млрд. рублей, что снижает риски рефинансирования.

На рынке локального долга Европлан представлен 5-ю выпусками облигаций, которые традиционно низколиквидны. По выпуску Европлан, BO-01 компания на днях установила ставку 7-10 купонов в размере 12,5%. **Участие в размещении нового выпуска считаем интересным по верхней границе озвученного ориентира.**

Карта первичного рынка (спрэды к кривой ОФЗ, б. п.), сентябрь 2016г.



## **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](http://www.region.ru)

REUTERS: REGION

BLOOMBERG: RGNM

## **ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ**

### **РУБЛЕВЫЙ ОБЛИГАЦИОННЫЙ РЫНОК**

Владислав Владимировский ( доб. 268, [vlad@region.ru](mailto:vlad@region.ru) )

Дарья Грищенко (доб.185, [grischenko@region.ru](mailto:grischenko@region.ru) )

Екатерина Шиляева (доб. 253, [shilyaeva@region.ru](mailto:shilyaeva@region.ru) )

Татьяна Тетеркина (доб. 112 , [Teterkina@region.ru](mailto:Teterkina@region.ru) )

### **АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ**

Александр Ермак (доб. 405, [aermak@region.ru](mailto:aermak@region.ru))

Юлия Гапон (доб. 294, [garon@region.ru](mailto:garon@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](http://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.