



На рынке первичного долга сохраняется повышенная активность. На текущей неделе технические размещения облигаций проведут ИНГ банк (Евразия), РЖД, РусГидро и Сбербанк, формировать книги заявок будут ЕвроХим, О'КЕЙ, ТМК и Автобан Финанс.

Параметры выпуска

Комментарий к размещению

Оценка РЕГИОНа

05.04.2016

Эмитент	ИНГ банк (Евразия)
Выпуск	БО-01
Рейтинг (S&P/M/F)	-/Ba2/BBB-
Объем выпуска	5 млрд руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	2 года
Купонный период	6 мес.
Ломбардный список	соотв.
Ставка купона	10,45%
Доходность	10,87%
Дата book-building	31.03.2016

Эмитент является крупным банком, входящим в голландскую Группу ING Group (одна из крупнейших финансовых групп в мире), занимает 32-ое место по размеру активов в российской банковской системе. Основное направление деятельности - обслуживание крупного корпоративного бизнеса. Финансовый профиль устойчивый, кредитный портфель почти полностью сформирован кредитами юрлицам, что обеспечивает ему высокое качество, просроченная задолженность практически отсутствует. Нормативы по капиталу высокие - на 01.03.2016г. Н1 – 23,32%, Н1.1 – 12,6%, ROA и NIM – скромные, 1,41% и 1,45% соответственно. Результаты 4 кв. 2015 г. слабые, получен убыток 1,98 млрд руб.

Эмитент установил ставку купона ниже минимальной границы ориентира 10,45% (УТР -10,87%).

Ожидаем движения котировок вместе с рынком. Выпуск интересен длинной дюрацией.

06.04.2016

Эмитент	РЖД
Выпуск	БО-07
Рейтинг (S&P/M/F)	BB+/Ba1/BBB-
Объем выпуска	20 млрд руб.
Срок обращения	10 лет
Оферта	4 года
Купонный период	6 мес
Ломбардный список	соотв.
Ставка купона	10,30%
Доходность	10,57%
Дата book-building	31.03.2016

РЖД – первоклассный заемщик, имеющий квазигосударственный статус, является одним из крупнейших компаний РФ с рейтингом на уровне суверенного.

Динамика основных показателей за 1П2015г. позитивная: показатель EBITDA (+12,5% г-к-г), маржа EBITDA увеличилась с 21,7% до 22,4%, чистая прибыль составила 26 млрд руб. по сравнению с 0,7 млрд руб. годом ранее. Кредитные метрики улучшились: объем финансового долга сократился, ND/ EBITDA на 30.06.2015 снизилось до 2,19х против 2,37х на 31.12. 2014.

У РЖД высока доля валютного долга – почти 40% портфеля при одновременном преобладании рублевой выручки. Компания предпринимает шаги по его сокращению: в феврале 2016 г. в рамках досрочной оферты были выкуплены евробонды с погашением в 2021 г. на 98,5 млн евро.

Размещение прошло с переподпиской и ставкой купона 10,3% (УТР – 10,57%). Доходность нового выпуска предполагает премию к собственной кривой РЖД порядка 15-20 б.п. п.

Ожидаем снижение доходности после выхода облигаций на вторичный рынок. Длинная дюрация делает его интересным в расчете на снижение ключевой ставки ЦБ РФ.

Параметры выпуска

Комментарий к размещению

Оценка РЕГИОНа

08.04.2016

Эмитент	РусГидро
Выпуск	
Рейтинг (S&P/M/F)	BB/Ba2/BB+
Объем выпуска	15 млрд руб.
Срок обращения	3 года
Купонный период	6 мес.
Ломбардный список	соотв.
Ставка купона	10,35%
Доходность погашению	10,62%
Дата book-building	31.03.2016

Сильными сторонами эмитента являются акционер в лице государства (66,8%), комфортная долговая нагрузка комфортна (ND/EBITDA = 2,0x), устойчивая ликвидная позиция (ликвидные средства 1,4 раза превышают короткий долг) и низкие риски кредитного портфеля (на конец февраля 2016г. доля рублевых заимствований - 89%, доля с фикс. ставкой - 70%). Риски связаны с сохраняющейся неопределенностью касательно докапитализации со стороны государства, а также слабые результаты 2015г. (рост выручки на 5,4% при опережающем росте операционных расходов (+8,3%), близкая к нулевой динамика EBITDA (+0,2%), снижение маржи по EBITDA (-1,1 п.п.), отрицательный свободный денежный поток.

Выпуск разместился без премии к собственным облигациям с доходностью к погашению 10,62% (спред к ОФЗ - 130 б.п.), что, на наш взгляд, выглядит дорогим.

Потенциал снижения доходности ограничен. Ожидаем движение в бумаге вместе с рынком.

Эмитент	Сбербанк России
Выпуск	БО-17
Рейтинг (S&P/M/F)	-/Ba1/BBB-
Объем выпуска	10 млрд руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	2 года
Купонный период	6 мес.
Ломбардный список	соотв.
Ставка купона	10,00%
Доходность	10,25%
Дата book-building	01.04.2016

Фактически это дебютный рублевый выпуск Сбербанка. В декабре 2015 г. банк привлек 18,5 млрд руб., выпустив суборд Сбербанк, 01, в пользу своего НПФ. Публичные заимствования традиционно банк проводил через размещение евробондов. Сбербанк – 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). Рыночная капитализация Сбербанка – \$28,3 млрд.

Предлагаемая Сбербанк, БО-17 премия к кривой ОФЗ составила 100 б.п.

Параметры выпуска

Комментарий к размещению

Оценка РЕГИОНа

12.04.2016

Эмитент	О'КЕЙ
Выпуск	БО-06
Рейтинг (S&P/M/F)	-/-/В+
Объем выпуска	5 млрд руб.
Срок обращения	5 лет
Оферта	2,5 г.
Купонный период	6 мес.
Ломбардный список	соотв.
Индикативная ставка купона	11,6-11,8%
Индикативная доходность	11,94-12,15%
Дата book-building	05.04.2016

В последний раз эмитент выходил на публичный рынок в апреле 2015 года с выпуском БО-05, по которому в конце месяца О'КЕЙ предстоит оферта. Результаты 2015 года слабее, чем у другим эмитентов сектора ритейла (Магнит, Х5, Лента): темпы роста выручки минимальные (+7% г-г), а долга – максимальные (+11%). Прибыль существенно снизилась - EBITDA (- 10,3%), чистая прибыль (-60%). Долговая нагрузка самая высокая среди аналогов и имеет тенденцию к увеличению: ND/EBITDA на 31.12.2015 вырос до 2,6х против 2,3х годом ранее. Тем не менее, рост долга произошел в основном за счет долгосрочных займов, а ND немного сократился. Ликвидная позиция улучшилась. В конце января Fitch подтвердило рейтинг материнской O'key Group S.A. со «стабильным» прогнозом. По выпуску предусмотрены поручительство от ЗАО «ДОРИНДА» и оферта о предоставлении обеспечения от O'KEY Group S.A.

Полагаем, новый бонд О'КЕЙ будет интересен рынку в ситуации отсутствия большого выбора эмитентов в секторе продуктового ритейла, который выглядит привлекательно для инвесторов. Мы оцениваем справедливую доходность нового выпуска О'КЕЙ, БО-06 в 11,8-12,0% исходя из премии к облигациям Магнита в размере 110-130 б.п., которую мы считаем адекватной с учетом разницы в рейтингах и масштабах бизнеса.
Участие интересно по ставке купона от 11,5%.

Эмитент	Магнит
Выпуск	001P-03
Рейтинг (S&P/M/F)	BB+/-/-
Объем выпуска	10 млрд руб.
Срок обращения	2 года
Купонный период	6 мес.
Ломбардный список	соотв.
Ставка купона	10,60%
Доходность	10,88%
Дата book-building	29.03.2016

У Магнита самый сильный кредитный профиль среди публичных ритейлеров. По объему выручки в 2015 г. (951 млрд руб.) компания сохранила лидерство, рыночная капитализация Магнита – \$17,5 млрд. В абсолютной сумме долг в 2015 г. вырос всего на 2%, а метрика ND/EBITDA осталась на уровне 0,9х – минимальном по сравнению с Х5 (2,3х), Лентой (1,9х) и О'КЕЙ (2,6х), рентабельность по чистой прибыли максимальная среди конкурентов 6,2%, по EBITDA снизилась на 0,4 п.п. до 10,9%. Риски рефинансирования низкие. Эмитенту удастся привлечь деньги с публичного рынка по минимальным ставкам.

Эмитент установил ставку купона по нижней границе ориентира, что транслируется в доходность 10,88% годовых (спред к ОФЗ в 150 б.п.) к погашению. Собственная кривая Магнита расположена сейчас на отметках 10,8-10,9%.

После выхода на вторичный рынок ожидаем движение вместе с рынком.

Параметры выпуска

Комментарий к размещению

Оценка РЕГИОНа

13.04.2016

Эмитент	ТМК
Выпуск	БО-05
Рейтинг (S&P/M/F)	В+/В1/-
Объем выпуска	5 млрд руб.
Срок обращения	10 лет
Оферта	3 года
Купонный период	6 мес.
Ломбардный список	соотв.
Индикативная ставка купона	12,75-13,00%
Индикативная доходность	13,16-13,42%
Дата book-building	06.04.2016

В последний раз на рынок публичного долга с рублевым бондом эмитент выходил в 2006 г. На данный момент на вторичном рынке обращаются два долларовых евробонда с погашением в 2018 г. и 2020 г. общим объемом \$1 млрд.

Бизнес компании зависит от конъюнктуры на нефтяном рынке. На фоне падения спроса на продукцию ТМК (объемы поставок сократились на 12% г-к-г) выручка снизилась на 31%, EBITDA – на 21%. Второй год подряд ТМК убыточна по чистому результату. Долговая нагрузка по-прежнему высокая: ND/EBITDA на 31.12.2015 г. – 3,9x. Запас ликвидности (с учетом невыбранных кредитных линий и денежных средств) достаточный для погашения краткосрочного долга. В декабре 2015 г. ТМК заключила сделку с ВТБ по продаже своих акций на 10 млрд руб., полученные денежные средства по ней планируется использовать для снижения долговой нагрузки.

Недавно размещенный ЕвразХолдинг Финанс, 001P-01R с погашением в 2021 г., предлагает на данный момент доходность 13%. С учетом разницы в рейтингах Евраза и ТМК в одну ступень, более сильного кредитного профиля Евраза, но меньшую дюрацию ТМК, БО-05 считаем справедливой премию в размере 30-40 б.п.

Участие в размещении нового выпуска ТМК, БО-05 считаем интересным по верхней границе ориентира.

Эмитент	Автобан-Финанс
Выпуск	01
Рейтинг выпуска (S&P/M/F)	-/В1/-
Объем выпуска	3 млрд руб.
Срок обращения	10 лет
Оферта	2 лет
Купонный период	6 мес.
Ломбардный список	соотв.
Индикативная ставка купона	14,00-14,25%
Индикативная доходность	14,49-14,76%
Дата book-building	08.04.2016

Это дебютный выпуск. Эмитент проводил премаркетинг в декабре 2015 г., однако в последующем размещение было перенесено. Материнская компания ДСК «АВТОБАН» (владельцем является гендиректор г-н Андреев А.В.) выступает поручителем. АВТОБАН специализируется на выполнении госзаказов (87% в выручке) в дорожном и мостовом строительстве.

Итоги 2015г. (из презентации эмитента, отчетности нет): рост выручки на 6% (г-к-г), снижение EBITDA на 4,7%, маржи с 12,1% до 11,0%. Портфель генподряда сократился на 24%. Ситуация с долговой нагрузкой не выглядит критичной. Весь долг (4 млрд руб.) на конец 2015 г. – рублевый и краткосрочный, однако компания располагала денежными средствами и эквивалентами в размере 3,1 млрд рублей. ND/EBITDA = 0.3x.

Мы не ожидаем ажиотажного спроса на предлагаемый выпуск. Полагаем, размещение пройдет в рамках озвученного эмитентом ориентира. Облигации компаний третьего эшелона с рейтингом В+ предлагают доходность 13,6-14,0%.

Вложения подходят для инвесторов с высоким уровнем толерантности к риску.

Параметры выпуска

Комментарий к размещению

Оценка РЕГИОНа

19.04.2016

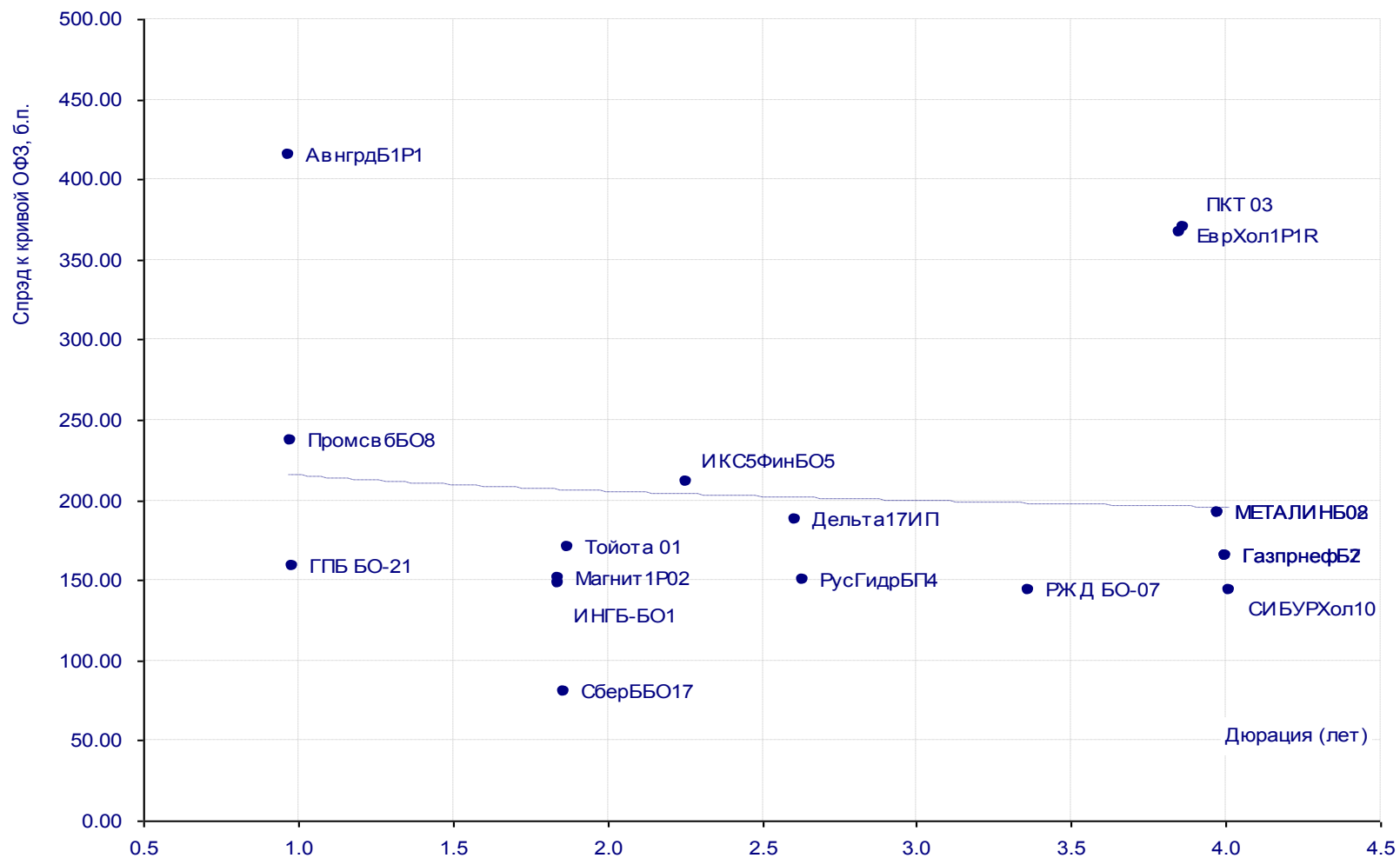
Эмитент	ЕвроХим
Выпуск	001P-01R
Рейтинг (S&P/M/F)	BB-/BB 15 млрд руб.
Объем выпуска	руб.
Срок обращения	3 года
Купонный период	6 мес.
Ломбардный список	соотв.
Индикативная ставка купона	10,60-10,85%
Индикативная доходность	10,88-11,14%
Дата book-building	07.04.2016

Для ЕвроХима характерны лидерские позиции на мировом рынке удобрений, низкие риски рефинансирования, в том числе благодаря поддержке материнской структуры (EuroChem Group SE) в части доступа к ликвидности и готовности западных банков кредитовать компанию. В 2015 г. ЕвроХим значительно нарастил прибыльность (за счет девальвации рубля): показатель EBITDA вырос на 4,6% (год-к-году), EBITDA маржа с 30% в 2014 г. до 35% в 2015 г., чистая прибыль составила \$764 млн против \$578 млн убытка годом ранее. Долговая нагрузка растет: общий долг на 14,6% за 2015 год, ND/EBITDA - с 1,8х до 2,0х. Из-за масштабных CAPEX в калийный проект рост долговой нагрузки продолжится. Слабая конъюнктура на рынке минудобрений в краткосрочной перспективе сохранится.

Справедливыми нам видятся дисконт к Металлоинвест, БО-02 и БО-08 в размере 15-25 б.п. (с учетом более короткой дюрации нового бонда ЕвроХима и лучшей рыночной конъюнктуры в отрасли при схожих рейтингах и масштабах бизнеса обеих компаний) и премия к Сибур, 10 за разницу в рейтингах.

Справедливая доходность нового выпуска 10,8-10,9%. Участие интересно на всем маркетизируемом диапазоне купона.

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



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

Владислав Владимирский (доб. 268, vlad@region.ru)

Дарья Грищенко (доб.185, grischenko@region.ru)

Екатерина Шиляева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)

Татьяна Тетеркина (доб. 112 , Teterkina@region.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ОБЛИГАЦИОННЫХ ЗАЙМОВ

Александр Гуня (доб. 389, gunya@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)

Юлия Гапон (доб. 294, 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

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.