



21 марта 2019 г.
Юлия Гапон gaпон@region.ru
Александр Ермак aermak@region.ru

Первичные размещения ОФЗ в последнее время проходят с высоким спросом со стороны как российских, так и иностранных инвесторов. Вчера на аукционах наиболее востребованным стал среднесрочный выпуск 26226, спрос на который составил порядка 73,3 млрд рублей. Столь высокий интерес к ОФЗ, на наш взгляд, обусловлен, прежде всего, укреплением курса рубля на фоне дорожающей нефти, а также благодаря ряду других позитивных факторов, среди которых, например, относительно низкие темпы инфляции по сравнению с прогнозами, возможность смягчения ДКП Банком России в конце текущего или в начале следующего года. В результате Минфин вчера досрочно выполнил план 1 квартала по объему заимствования на рынке ОФЗ, разместив государственных облигаций на общую сумму 456,657 млрд руб. по номинальной стоимости (+1,4%) при плане 450 млрд руб. *(Более подробно об итогах вчерашних аукционов в нашем комментарии «[Заметки на полях. Минфин перевыполнил квартальный план по ОФЗ досрочно](#)».)*

При этом в корпоративном сегменте яркой реакции на успешные размещения госбумаг не последовало. На первичном рынке корпоративного долга состоялось размещение более 60 выпуска на общую сумму порядка 300 млрд руб. Характерной чертой текущего года стало осторожное отношение инвесторов к новым более длинным размещениям, несмотря на высокий спрос на среднесрочные ОФЗ, с предпочтением более коротких сроков инвестиций порядка 2-3 лет даже для эмитентов с высоким кредитным качеством.

Мы ожидаем, что на фоне решений ФРС США и после заседания Банка России первичный рынок будет набирать обороты. В ближайшие дни проведут book-building новых выпусков Славнефть, АВТОБАН–Финанс, КАМАЗ, на следующей неделе – Сбербанк и Тинькофф Банк. На следующей неделе также пройдет техническое размещение 10-летнего выпуска с 3-летней офертой Ленты, книга заявок по которому была закрыта 15 марта 2019г.: объем 10 млрд руб., ставка купона 8,65% (доходность к оферте 8,84%).

Параметры выпуска

Комментарий к размещению

Оценка РЕГИОНа

26.03.2019

Эмитент	АВТОБАН-Финанс	АВТОБАН-Финанс – SPV- компания ДСК «Автобан», который является крупным подрядчиком в сфере дорожного строительства с портфелем проектов общей протяженностью порядка 370 км. Основным акционером ДСК с долей 99,9% УК выступает Союздорстрой (ГК Автобан, рейтинги -/B1-/BBB+(RU)/-), который принадлежит Андрееву А.В. Группа осуществляет преимущественно строительство и реконструкцию автомобильных дорог федерального и регионального значения. Основные контракты в бэклоге - концессионные соглашения в рамках ГЧП на строительство ЦКАД. Бэклог на конец 2018г. составил 194,4 млрд руб. против 171,6 млрд руб. на конец 2017г. Исходя из отчетности по МСФО, выручка за 2017г. составила 40,1 млрд руб. (+18,3% к 2016г.), показатель EBITDA – 4,4 млрд руб. (+44% к 2016г.), рентабельность выросла до 11,1% (против 9,1% в 2016г.). Долговая нагрузка высокая и имеет тенденцию к росту. В 2017г. долговой портфель вырос в 1,98 раза до 13,3 млрд руб., метрика ND/EBITDA поднялась до 2,8х против 1,7х годом ранее.	В ноябре 2016г. зарегистрирована программа биржевых облигаций общим объемом до 50 млрд руб. На вторичном рынке обращаются 2 собственных коротких выпуска эмитента с офертами в мае и июле 2019 г. Новый выпуск предлагает спрэд над суверенной кривой 345-395 б.п., что выглядит справедливо для эмитента третьего эшелона с высокой долговой нагрузкой. Участие может быть интересно инвесторам с высокой толерантностью к риску со ставкой купона ближе к середине предлагаемого эмитентом диапазона.
Выпуск	БО-П02		
Поручитель	ДСК АВТОБАН		
Рейтинг эмитента (S&P/M/F/ АКРА/Эксперт)	-/-/-/ruA-		
Объем размещения	3 млрд руб.		
Срок обращения	5 лет		
Оферта	2 года		
Купонные периоды	6 мес.		
Индикативная ставка купона	10,75 – 11,25%		
Индикативная доходность	11,04 – 11,57%		
Дата book-building	21.03.2019г.		

Параметры выпуска

Комментарий к размещению

Оценка РЕГИОНа

28.03.2019

Эмитент	Славнефть	Славнефть - вертикально интегрированный холдинг, специализирующийся на добыче нефти и попутного газа. Занимает 8 место в РФ по уровню нефтедобычи и 3 место по объему переработки углеводородного сырья. Контроль и операционное управление осуществляют Роснефть (BBB-/Ваа3/-/-/ruAAA) и Газпром нефть (BBB-/Ваа3/BBB-/AAA(RU)/-). В 2018г. выручка компании выросла до 314,3 млрд руб. (+30% к 2017г.), показатель EBITDA увеличился на 27%, до 88,8 млрд руб., рентабельность по EBITDA находится на высоком уровне – 28,2%. Долговая нагрузка комфортная, риски ликвидности отсутствуют. Долговой портфель на 31.12.2018г. составил 128,1 млрд. рублей (+30% за 2018 г.), ND/EBITDA на 31.12.2018г. осталось на уровне 2017г., составив 1,4х. На горизонте 2019-2023гг. менеджмент компании не ожидает роста метрики выше 1,6х, существенную долю капитальных затрат предполагается финансировать из операционных денежных потоков. Пик погашения кредитов и займов приходится на 2020-2021гг. (114,8 млрд руб.). Более подробно в нашем комментарии «Славнефть: возвращение на публичный рынок» . На долговом рынке Славнефть не представлена. Два выпуска общим номинальным объемом 3 млрд руб. были погашены в 2002 и 2004гг.	На вторичном рынке облигации с аналогичными сроками обращения компаний: Роснефть, Газпром нефть и Башнефть - торгуются с доходностью 8,82-9,06% годовых. Последние размещения эмитентов с рейтингом, близким к Славнефти (РЖД (AAA(RU), ruAAA), МОЭК (ruAA-), НПК (ruAA), Мегафон (AA(RU)), Икс 5 (ruAA), Магнит (ruAA-)) проходили со спрэдом к G-кривой в диапазоне 85-110 б.п. Новый выпуск Славнефти предлагает доходность 8,99 – 9,15% годовых к оферте через 4 года (дюрация – 3,4 г.), что соответствует спрэду к G-кривой доходности ОФЗ на уровне 111-127 б.п.
Выпуск	001P-02*		
Рейтинг (S&P/Moody's/ Fitch/АКРА/Эксперт)	-/-/-/ ruAA		
Объем размещения	10 млрд руб.		
Срок обращения	10 лет		
Оферта	4 года		
Купонные периоды	91 день		
Индикативная ставка купона	8,70 – 8,85%		
Индикативная доходность	8,99 – 9,15%		
Дата book-building	21.03.2019г.		
* БК «РЕГИОН» выступает организатором размещения			

29.03.2019

Эмитент	Сбербанк	По состоянию на 01.02.2019 г. активы Сбербанка составили 28,0 трлн руб. (1 место по размеру активов в банковской системе России, доля 30%). Согласно отчетности по МСФО, операционные доходы банка за 9 мес. 2018г. выросли до 1,4 трлн руб. (+5,9% год- году), чистая прибыль составила 655,5 млрд руб. (+13,7%). С начала года кредитный портфель увеличился на 11,3% до 20,1 трлн руб., при этом рост корпоративного составил 8,1%, розничного портфеля – 18,9%. Доля неработающих активов постоянно снижается: с 4,5% на 01.01.2018г. до 4,1% на 30.09.2018г. Рентабельность активов выросла с 3,0% за 9 мес.2017г. до 3,4% за 9 мес.2018г., рентабельность собственных средств немного снизилась с 25,5% до 24,7%. Значения нормативов на 01.01.2019г. (РСБУ) составили: Н1.1 – 11,1% (10,7% годом ранее, при min значении, установленном Банком России, 5%); Н1.2 – 11,1% (10,7% годом ранее, min значение - 6,0%); Н1.0 – 14,9% (14,9% годом ранее, min значение - 8,0%).	Собственная вторичная кривая Сбербанка информативна, выпуски на дюрации 1,6-2,0 года торгуются с доходностью 8,2 – 8,3% (65 б.п. к ОФЗ). Новый выпуск Сбербанка подразумевает спред к гособлигациям в размере 77 б.п., что, на наш взгляд, <u>не выглядит агрессивно</u> для первоклассного эмитента, и при этом содержит премию к вторичной кривой банка. Последние размещения облигаций эмитента прошли в июле прошлого года со спрэдами к G-кривой в диапазоне 25-40 б.п.
Выпуск	001P-78R*		
Рейтинг (S&P/Moody's/ Fitch/АКРА/Эксперт)	-/Ваа3/BBB-/ AAA(RU)/-		
Объем размещения	от 15 млрд руб.		
Срок обращения	2 года		
Оферта	не предусм.		
Купонные периоды	6 мес.		
Индикативная ставка купона	8,20%		
Индикативная доходность	8,37%		
Дата book-building	25-28.03.2019г.		
* БК «РЕГИОН» выступает организатором размещения			

Параметры выпуска

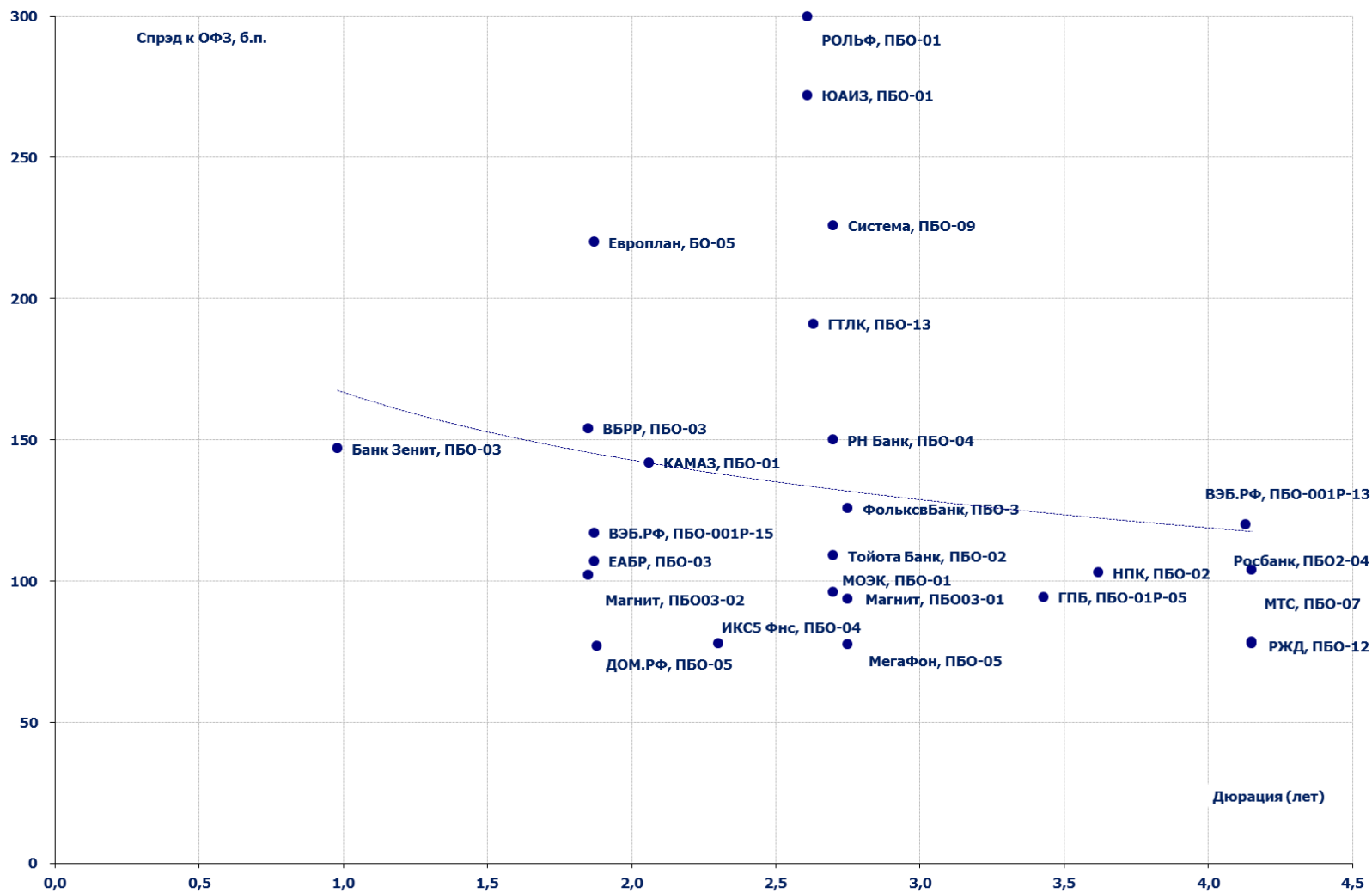
Комментарий к размещению

Оценка РЕГИОНа

03.04.2019

Эмитент	Тинькофф Банк	Тинькофф Банк – единственный полностью он-лайн банк РФ, входящий в группу TCS Group Holding (Группа). Мажоритарным владельцем Группы является Олег Тиньков (47,3%), менеджменту принадлежат 6,07%, free float - 43,6%. По объему активов, которые на 01.03.2019г. составили 407,1 млрд руб. (РСБУ) банк занимает 25 место в банковской системе России. Отчетность за 2018г. сильная, демонстрирующая рост основных показателей. Исходя из групповой отчетности по МСФО за 2018г., кредитный портфель вырос за год на 40,8% до 234,7 млрд руб., чистая прибыль увеличилась на 43% до 27,1 млрд руб. При этом рентабельность активов составила 9,0%, рентабельность капитала 74,7% против 8,9% и 52,8% годом ранее. В 2018 году банк привлек более 2,7 млн новых активных клиентов - держателей кредитных карт, что обеспечило рост кредитного портфеля за вычетом резервов на 53%. Достаточность капитала Тинькофф Банка традиционно находится на комфортном уровне: норматив N1.0 на 31.12.2018г. составил 12,7%, N1.1 – 9,4%, N1.2 – 13,2%. В феврале 2019г. Moody's повысило Тинькофф банку рейтинги до Ba3.	На долгом рублевом рынке банк представлен двумя выпусками облигаций, по которым в мае и декабре 2019г. предстоят оферты. На данный момент установленный эмитентом индикатив по ставке купона нового выпуска предусматривает спрэд над G- кривой 195 – 240 б.п. Принимая во внимание кредитный профиль Тинькофф Банка, соответствующий эмитенту третьего эшелона, участие в размещении нового выпуска на предложенных уровнях интересно на всем маркируемом диапазоне купона.
Выпуск	001P-02R		
Рейтинг (S&P/Moody's/Fitch/АКРА/Эксперт)	-/Ba3/BB-/A(RU)/ruA		
Объем размещения	5-7 млрд руб.		
Срок обращения	10 лет		
Оферта	2-3 года		
Купонные периоды	6 мес.		
Индикативная ставка купона	9,50 - 9,75%		
Индикативная доходность	9,73 – 9,99%		
Дата book-building	26.03.2019г.		

Карта первичного рынка облигаций (спреды к кривой ОФЗ, б.п.) корпоративных эмитентов, январь - март 2019г.



БК «РЕГИОН»

Адрес: Москва, Зубовский бульвар, д.11А
Многоканальный телефон: (495) 777 29 64
Факс: (495) 777-29-64 доб. 234
www.region.ru

REUTERS: REGION
BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Екатерина Шиляева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)
Татьяна Тетеркина (доб. 112 , Teterkina@region.ru)

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

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.