

ОБЛИГАЦИИ БАНКОВ СНГ С КОЛЛ-ОПЦИОНОМ

Нам нравится PSB 18, а KKB 17 и BoM 17 вызывают осторожный интерес

Волатильность и неопределенность на рынках инструментов с фиксированной доходностью остаются по-прежнему высокими - похоже, что рынки достигли определенной точки разворота (и это впечатление разделяют многие наши клиенты). В подобные периоды инвесторы начинают искать интересные идеи в бондах, которые могли бы послужить защитой против нестабильности на рынке. На наш взгляд, одной из таких идей, способных удовлетворить пожелания инвесторов, могут быть бонды с колл-опционом.

На облигационном рынке СНГ облигации с колл-опционом представлены преимущественно субординированными евробондами, выпущенными банками СНГ. На рынке есть пять выпусков банковских еврооблигаций, даты исполнения колл-опционов по которым приходятся на ближайшие 12 месяцев. Следуя подходу, который мы использовали в предыдущем обзоре по данной теме ([“Облигации банков СНГ с колл-опционом: погашать или не погашать”](#), опубликован 23 мая 2011 г.), мы попытались оценить возможность исполнения колл-опционов по этим пяти облигациям.

Таблица 1. Облигации банков СНГ с колл-опционом: возможность исполнения

Выпуск	Размер	Дата опциона	Ставка купона (%)		Формула нового купона		Доходность рефинансирования (%)	Исполнение опциона
			Текущая	Новая	База	Спред (б.п.)		
PSB 18	\$100 млн	31 янв. 2013	12,50	12,20	UST 5	1 119*	9,44	Да
KKB 17	\$250 млн	13 июн. 2012	8,50	6,26	UST 5	525	13,91	Нет
BoM 17	\$400 млн	10 мая 2012	6,81	6,26	UST 5	525	6,65	Нет
BSPB 17	\$100 млн	25 июл. 2012	10,50	8,03	UST 5	702	9,52	Нет
TRACAP 17	\$100 млн	18 сен. 2012	10,51	8,11	UST 5	710	10,35	Нет

*Спред, который должен быть прибавлен к UST 5, чтобы цена была равна 100 (за вычетом фиксированной маржи повышения ставки купона, 150 б.п.), в соответствии с условиями выпуска облигаций

Источники: Bloomberg, условия выпуска облигаций, оценка Атона

Используя текущую ставку по 5-летним бумагам Казначейства США (UST 5, 1,01%), мы рассчитали новые ставки купона (после даты исполнения опциона) и сравнили их с доходностью рефинансирования (требуемая доходность новых субординированных евробондов с аналогичным сроком до погашения, т.е. “справедливая доходность к погашению”). Сравнение показывает, что только Промсвязьбанк сочтет выгодным погасить обращающийся выпуск евробондов и выпустить новый с аналогичным сроком до погашения, так как новая ставка купона по PSB 18 (12,20%) будет значительно выше, чем доходность рефинансирования для нового бонда (9,44%), даже учитывая все сопутствующие транзакционные издержки. Помимо этого, капитализация банка (коэффициент достаточности капитала 1 уровня на конец 2011 г. составлял 10,0%, первого и второго уровней – 13,9%) позволяет погасить PSB 18 без значительного влияния на показатели капитализации и потенциал роста активов. В свою очередь, ставки купона по субординированным облигациям остальных четырех банков упадут весьма значительно – гораздо ниже доходности рефинансирования. Это предполагает крайне низкую вероятность исполнения колл-опционов.

Дисконтируя соответствующие денежные потоки по “справедливой доходности к погашению”, мы получили “справедливые” цены для пяти облигаций.

Таблица 2. Потенциал роста и понижения цены

Выпуск	Цена		Потенциал роста / понижения	
	Текущая	“Справедливая”	Пунктов	%
PSB 18	104,75	105,70	1,0	0,9%
ККВ 17	73,97	76,59	2,6	3,5%
BoM 17	98,50	101,49	3,0	3,0%
BSPB 17	97,31	97,37	0,1	0,1%
TRACAP 17	97,41	93,43	-4,0	-4,1%

Среднерыночные цены по состоянию на закрытие торгов 29 марта 2012 г.

Источники: Bloomberg, оценка Атона

Мы определили три выпуска с потенциалом роста – PSB 18, ККВ 17 и BoM 17.

Из них мы отдаем предпочтение PSB 18, несмотря на достаточно скромный потенциал роста цены (0,9% к среднерыночной цене и практически нулевой к цене предложения). Это обусловлено **крайне привлекательной ставкой купона** (12,50%, текущая доходность 11,9%) и **низкой чувствительностью к рыночным колебаниям** (исполнение колл-опциона, которое мы считаем весьма вероятным, снижает эффективную модифицированную дюрацию до 0,77 года). В случае ККВ нам не нравится негативное отношение рынка к банковскому сектору Казахстана и повторной реструктуризации долга БТА Банка: мы полагаем, что эти факторы могут негативно отразиться на цене ККВ 17 в дальнейшем. Что касается BoM 17, то мы считаем кредитное положение материнского банка (ВТБ) куда более слабым, чем отражено в текущих рыночных котировках. Мы также ожидаем от ВТБ новых негативных сюрпризов в будущем, что окажет давление на цену BoM 17. К тому же, похоже, что рынок старается держаться в стороне от облигаций Банка Москвы, так как достаточно хорошо помнит историю его покупки ВТБ.

Субординированный евробонд Банка “Санкт-Петербург” представляется нам оцененным справедливо, а облигации Транскапиталбанка – перекупленными. Тем не менее, мы не ожидаем быстрой коррекции ввиду крайне низкой ликвидности TRACAP 17.

Подытоживая вышесказанное: мы считаем самым привлекательным бонд PSB 18 ввиду его высокой текущей доходности и слабой чувствительности к нестабильности на рынке. Следующий в списке фаворитов – выпуск BoM 17, располагающий значительным потенциалом роста цены, который, впрочем, отходит несколько на второй план ввиду высокой вероятности негативных сюрпризов и подмоченной репутации. У ККВ 17 наибольший потенциал роста, но также и наибольшие риски появления неблагоприятных новостей, связанных с банковским сектором или реструктуризацией БТА. Мы считаем BSPB 17 справедливо оцененным и видим потенциал снижения в TRACAP 17.

Раскрытие информации

Настоящий отчет (далее по тексту – «Отчет») подготовлен аналитиком (-ами) ООО «АТОН», чье имя (чьи имена) указано(-ы) на титульном листе Отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем Отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или компании, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любой анализируемой компании/ценной бумаги. Каждый аналитик и (или) лица, связанные с любым аналитиком, могли взаимодействовать с трейдерами и другими сотрудниками для сбора, формирования и толкования рыночной информации.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем Отчете, являются суждением на момент публикации настоящего Отчета. Если дата настоящего Отчета неактуальна, взгляды и содержание могут не отражать текущее мнение аналитика. Настоящий Отчет был подготовлен независимо от компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем Отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего Отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего Отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем Отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни один из аналитиков, ни компания, ни ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего Отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим Отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ним лица мог (могли) предпринять действия в соответствии с настоящим Отчетом либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем Отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий Отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг. Настоящий Отчет не является оценкой стоимости бизнеса компании, ее активов либо ценных бумаг.

Никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией(-ями) или мнением(-ями), представленными в данном Отчете. Вознаграждение аналитиков определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами ООО «АТОН». Как и все сотрудники ООО «АТОН», аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности ООО «АТОН», которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Компании.

Аналитики, либо их аффилированные компании, либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг компании. Аналитики имеют право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг компании.

Выпуск и распространение аналитического Отчета и иной информации в отношении ценных бумаг в определенных юрисдикциях может ограничиваться законом. Если прямо не указано обратное, настоящий Отчет предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного Отчета в той юрисдикции, в которой находится или принадлежит получатель настоящего Отчета. Несоблюдение подобных ограничений может представлять собой нарушение законодательства такой юрисдикции о ценных бумагах. Настоящий Отчет не предназначен для доступа к нему с территории Соединенных Штатов Америки (включая зависимые территории и Округ Колумбия), Австралии, Канады и Японии.

Инвестиционная рекомендация

Инвестиционная рекомендация представляет прогноз ООО «АТОН» по совокупной доходности (прогнозное повышение стоимости и дивидендная доходность на следующие 12 месяцев, если в отчете прямо не указано иное).

Инвестиционные рекомендации могут быть:

Покупка (ожидаемая совокупная доходность 15% и более);

Держать (ожидаемая совокупная доходность 0-15%);

Продажа (отрицательная ожидаемая совокупная доходность).

В отдельных случаях стандартные диапазоны доходности не применимы к ценным бумагам компаний, представляющих развивающиеся рынки, и рекомендации могут быть присвоены на основании суждения аналитика о ценных бумагах. Инвестиционные рекомендации присваиваются в момент начала аналитического освещения деятельности долевого ценного бумага либо в момент изменения теоретической цены по тем или иным долевым ценным бумагам компании. За исключением указанных случаев ожидаемая совокупная доходность может в результате изменения курсовой стоимости выходить за рамки диапазонов, актуальных в момент присвоения рекомендации и предусмотренных соответствующей рекомендацией. Такие временные отклонения допустимы, но подлежат рассмотрению руководством Аналитического управления. Может возникнуть необходимость временно присвоить рейтинг «рекомендация пересматривается», и в этот период ранее присвоенная рекомендация может не отражать актуальное суждение аналитиков. Применительно к компаниям, в отношении которых ООО «АТОН» не выразило прямо намерение освещать деятельность на регулярной основе, в целях информирования аналитики могут подготовить отчеты, освещающие значимые события или содержащие информацию общего характера, без присвоения инвестиционной рекомендации. Решение о покупке или продаже ценных бумаг должно основываться на собственных инвестиционных целях инвестора и должно приниматься после оценки ожидаемого изменения стоимости ценных бумаг и риска.

© ООО «АТОН», 2010. Все права защищены.

Данный Отчет служит только информационным целям и не представляет собой фидуциарных отношений или совета, его не следует рассматривать в качестве предложения или предложения оферты, или приглашения или побуждения причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по оговоренной цене. Данный документ не является рекламой ценных бумаг. Выражаемые в нем мнения могут отличаться или противоречить мнениям, выражаемым другими подразделениями бизнеса или группами ООО «АТОН» в результате использования других предположений и критериев. Вся такая информация и мнения подлежат изменению без уведомления, и ни ООО «АТОН», ни какое-либо из его дочерних предприятий или филиалов не несут никакой ответственности за обновление информации, содержащейся здесь или в любом ином источнике.

Описания любой упоминаемой здесь компании или компаний или их ценных бумаг, или рынков, или событий не претендуют на полноту. Настоящий документ и/или информация не должны расцениваться получателями в качестве замены их собственного суждения, поскольку данная информация не имеет отношения к конкретным инвестиционным целям, финансовому положению или определенным потребностям какого-либо конкретного получателя. Применение законов о налогообложении зависит от отдельных обстоятельств инвестора и, соответственно, до принятия инвестиционного решения каждый инвестор должен обратиться к услугам независимых профессиональных консультантов. Содержащиеся здесь информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, как мы полагаем, являются надежными и достоверными. Такая информация не была независимо проверена и предоставляется на основании «как есть», и не предоставляется никаких представлений или гарантий, явно выраженных или подразумеваемых, относительно точности, полноты, достоверности или пригодности такой информации и мнений, кроме случаев, когда такая информация имеет отношение к ООО «АТОН», его дочерним предприятиям и филиалам. Все изложения мнений и все предполагаемые показатели, прогнозы или утверждения, касающиеся ожиданий относительно будущих событий или возможных будущих показателей инвестиций, представляют собой собственную оценку и интерпретацию доступной в настоящее время ООО «АТОН» информации.

Описываемые ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или определенным категориям инвесторов. Опционы, производные продукты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Прошлые показатели не являются гарантией будущих результатов. Стоимость инвестиций может упасть или вырасти, при этом инвестор может не вернуть себе сумму первоначальных инвестиций. Некоторые инвестиции могут стать неосуществимыми в связи с неликвидностью рынка ценных бумаг или отсутствием вторичного рынка интереса инвестора, и поэтому оценка инвестиций и определение рисков инвестора могут не поддаваться количественной оценке. Инвестиции в неликвидные ценные бумаги подразумевают высокую степень риска и приемлемы только для опытных инвесторов, нечувствительных к таким рискам и не требующих легкого и быстрого преобразования инвестиций в наличные средства. Деноминированные в иностранной валюте ценные бумаги подвержены колебаниям в зависимости от обменных курсов, что может негативно сказаться на стоимости или цене инвестиций, а также получаемых от инвестиций доходов. Иные факторы риска, влияющие на цену, стоимость или доходы от инвестиций, включают, но не обязательно ограничиваются политическими рисками, экономическими рисками, кредитными рисками, а также рыночными рисками. Инвестиции в такие развивающиеся рынки, как Россия, другие страны СНГ, африканские или азиатские страны и ценные бумаги развивающихся рынков имеют высокую степень риска, и инвесторы перед осуществлением инвестиций должны предпринять тщательное предварительное обследование.

Исключая существенное доверительное управление ценными бумагами, где ООО «АТОН» взяло на себя обязательство обеспечить непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы, их директора, представители, сотрудники (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) или клиенты могут иметь или имели интересы в ценных бумагах компаний, описанных в Анализе Капиталовложений, или длинные или короткие позиции в каких-либо ценных бумагах, упоминаемых в Анализе Капиталовложений или иных связанных финансовых инструментах в любое время, и могут осуществить покупку и/или продажу, или предложить осуществить покупку и/или продажу любых таких ценных бумаг или иных финансовых инструментов время от времени на открытом рынке или иным образом, в каждом случае в качестве принципалов или агентов. В случаях, когда ООО «АТОН» не принимало на себя обязательство обеспечивать непрерывное покрытие какой-либо компании или ее ценных бумаг, ООО «АТОН» и его филиалы (исключая брокера-дилера в США, если иное не оговаривается отдельно) может действовать или действует как маркет-мейкер по ценным бумагам или другим финансовым инструментам, описываемым в Анализе Капиталовложений, или по связанным с такими ценными бумагами ценным бумагам. Сотрудники ООО «АТОН» или его филиалов могут являться официальными лицами или директорами соответствующих компаний. Приведенная здесь информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или издана, полностью или частично, для какой-либо цели без письменного разрешения ООО «АТОН», и ни ООО «АТОН», ни какой-либо из его филиалов не принимают на себя какой-либо ответственности за действия третьих лиц в этом отношении. Данная информация не может использоваться для создания каких-либо финансовых инструментов или продуктов, или каких-либо индексов. ООО «АТОН» и его филиалы, ни их директора, представители, или сотрудники не несут никакой ответственности за какие-либо прямые или косвенные убытки или ущерб в связи с использованием всей содержащейся здесь информации или любой ее части.