

21 апреля 2010

Рынок облигаций | ООО «ХКФ Банк» Дебют в биржевых выпусках ХКФ Банка

	ХКФ Банк БО-01	ХКФ Банк БО-03
Кредитный рейтинг	Moody's: Ba3 (stable) / S&P: B+ (stable)	
Объем эмиссии:	3 млрд. руб.	4 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4B020100316B	4B020300316B
Дата размещения:	26/04/2011	
Оферта:	1 год	2,5 года
Дата погашения:	22/04/2014	
Купон (орг-ры):	Mosprime3M+2,75-3,25% (квартальный)	8,0-8,3% (квартальный)
УТР (Dur)		8,24-8,56%(2,28)
Мин. купон (ДОФР ПКБ)	Mosprime3M+3,00%	8,0%

26 апреля ХКФ Банк осуществит первичное размещение двух выпусков биржевых облигаций, один из которых станет выпуском с плавающим купоном с базовой ставкой Mosprime3M. Мы высоко оцениваем кредитное качество ХКФ Банка. Подробнее на результатах 2010 года мы останавливались в нашем исследовании от 4 марта 2011 года «ХКФ Банк: итоги 2010 г. по МСФО». С тех пор мы не изменили свое мнение о финансовой устойчивости банка и рекомендуем участвовать в новых выпусках облигаций.

ХКФ Банк БО-03

Начнем с более длинного выпуска ХКФ Банк БО-03, по которому предусмотрены квартальные купоны и пут-опцион через 2,5 года. Организаторы ориентируют на фиксированную ставку купона в размере 8,1%-8,3%, что соответствует УТР 8,24-8,56% (спред к суверенной рублевой кривой 232-253 б.п.)

Таблица 1. Спреды к суверенной кривой в выпусках НОМОСА и ХКФ Банка.

Выпуск	Dur	УТР	Спред к ОФЗ
НОМОС12в	2.16	7.69	174
ХКФБанкБО3	2.28	8.56	253
ХКФБанкБО3	2.28	8.35	232
НОМОСБО1	0.84	6.60	200
НОМОС11	1.16	7.16	209
ХКФБанк-7	0.98	7.27	244

Источник: данные ММВБ и собственные расчеты ОАО Банк «Петрокоммерц»

Как видно из приведенной таблицы, третья серия биржевых облигаций ХКФ Банка потенциально предлагает премию в размере 58-79 б.п. над дебютным выпуском биржевых облигаций НОМОСа. Нам такой уровень премии представляется привлекательным, т.к. аналогичный показатель по уже обращающимся бондам с дюрацией около года составляет 35-44 б.п. Таким образом, в ходе вторичных торгов может реализоваться потенциал сужения спреда в размере 23-35 б.п. В то же время, относительно недавно размещенного выпуска МКББО-01 дисконт может составить 29-50 б.п., что объясняется разницей в объемах бизнеса ХКФ и МКБ.

Мы рекомендуем участвовать в третьем выпуске биржевых облигаций банка. При этом даже нижняя граница маркируемого диапазона, помимо адекватной компенсации за кредитный риск, предлагает повышенную премию относительно кривой НОМОСа.

ХКФ Банк БО-01

Первая серия биржевых облигаций ХКФ предлагает инвесторам достаточно редкую для российского облигационного рынка возможность инвестировать в инструменты с плавающей ставкой. Cash Flow по выпуску во многом будет зависеть от динамики Mosprime3M, поэтому для инвесторов, настроенных на снижение ставок, такое предложение вряд ли будет интересно. Однако для тех, кто, как и мы, ожидает роста ставок, анализ возможных УТР ХКФ Банк БО-01 несомненно представляет интерес.

В своих расчетах потенциальных УТР мы опирались на 3 базовых сценария: отсутствие изменений в базовой ставке (FR), рост ставок до оферты в соответствии с прогнозами собственной параметрической модели (RR*), рост ставок до оферты на 10 б.п. ежеквартально (RR**). Динамика ставок и купонов в различных сценариях приводится ниже.

Сценарий Flat Rates

# квартального купона	Mosprime3M, %	Диапазон купона, %	УТР
1	3,76	6,51-7,01	
2	3,76	6,51-7,01	
3	3,76	6,51-7,01	
4	3,76	6,51-7,01	6,57-7,2

В случае реализации сценария FR ХКФ Банк БО-01 оценивается на уровне выпусков банка Зенит при марже 275 б.п. и на уровне «живого» ХКФ Банк-7 при марже 325 б.п. В этом сценарии, на наш взгляд, интересен только верхний потолок диапазона – 325 б.п.

Сценарий Rising Rates*

# квартального купона	Mosprime3M, %	Диапазон купона, %	УТР
1	3,76	6,51-7,01	
2	4,30	6,61-7,11	
3	4,20	6,71-7,21	
4	4,40	6,81-7,31	7,09-7,62

В случае реализации сценария RR* ХКФ Банк БО-01 оценивается с премией в 20 б.п. к выпускам НОМОСа при марже 275 б.п. и на уровне МКБ при марже 325 б.п. При такой последовательности изменений, интересные ставки купонов начинаются от Mosprime3M+280 б.п.

Сценарий Rising Rates**

# квартального купона	Mosprime3M, %	Диапазон купона, %	УТР
1	3,76	6,51-7,01	
2	3,86	7,05-7,55	
3	3,96	6,95-6,45	
4	4,06	7,15-7,65	6,83-7,35

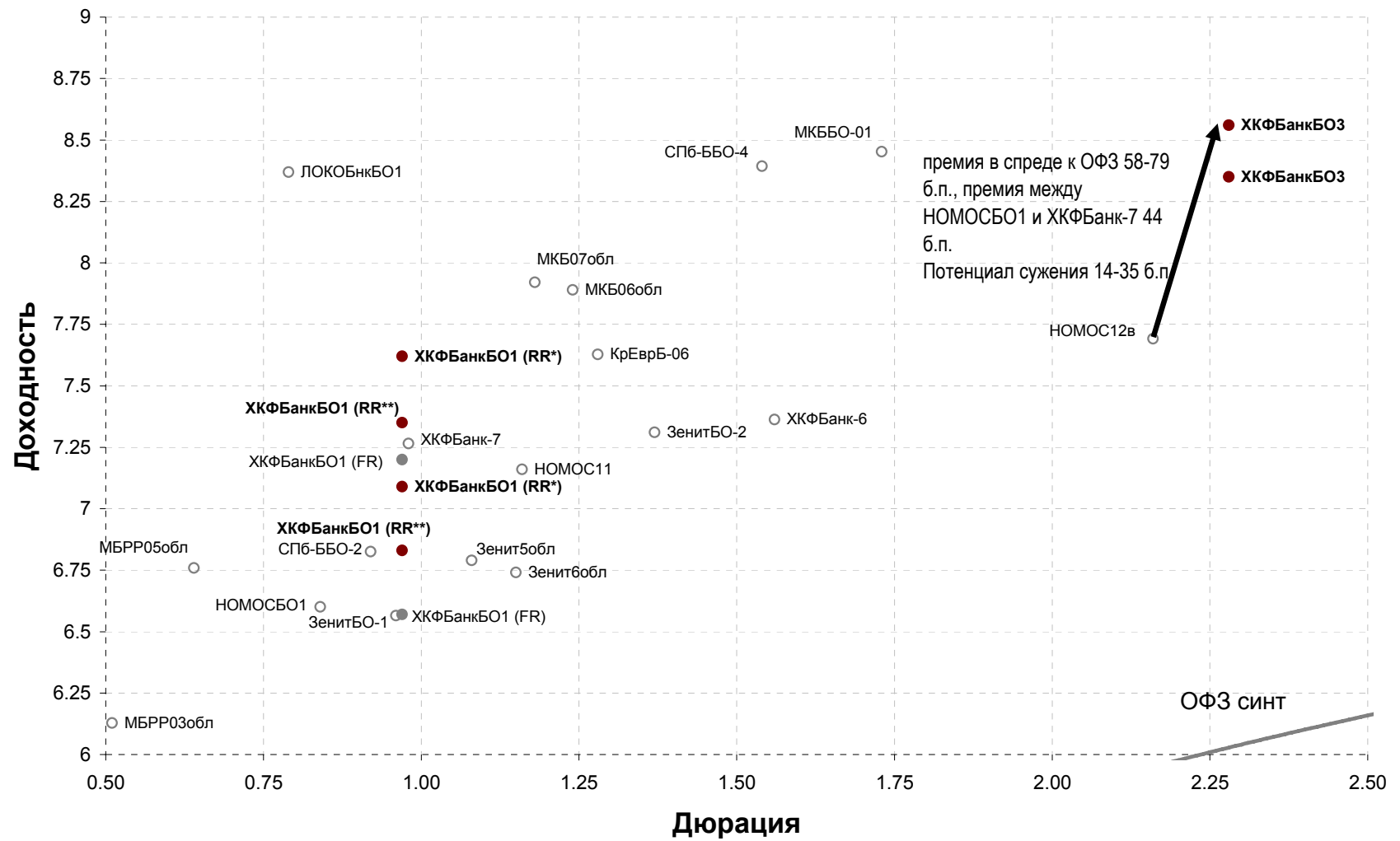
В случае реализации сценария RR** ХКФ Банк БО-01 оценивается на уровне выпусков НОМОСа при марже 275 б.п. и с премией 10 б.п. к «живому» ХКФ Банк-7 при марже 325 б.п. Адекватным уровнем к текущему рынку в данном сценарии станут премии к Mosprime3M от 315 б.п.

Для расчета привлекательной маржи над Mosprime3M по серии ХКФ Банк БО-01 мы придадим каждому сценарию вес: FR=25%, RR*=50%, RR**=25%. Таким образом, результирующая целевая маржа на аукционе складывается в районе:
 $325 \cdot 0,25 + 280 \cdot 0,5 + 315 \cdot 0,25 = 300$ б.п.

Таким образом, мы рекомендуем участвовать в размещении ХКФ БО-01 при ставках купона, начинающихся от Mosprime3M+300 б.п. (первый купон от 6,76%).

Бизин Алексей
ведущий аналитик

Карта ставок выпусков облигаций ХКФ Банка и ликвидных облигаций аналогов



Источник: данные ММВБ и собственные расчеты ОАО Банк «Петрокоммерц»

Критерии для вынесения рекомендаций по акциям

Покупать – потенциал роста бумаги выше или равен 10% от текущей цены.

Держать – потенциал роста бумаги находится в диапазоне от –10% до 10% от текущей цены.

Продавать – потенциал роста бумаги ниже –10% от текущей цены.

Критерии для вынесения рекомендаций по облигациям

Покупать – помимо получения купонного дохода вероятно сужение спреда (более 20 б.п.) за счет улучшения инвестиционного качества эмитента.

Держать – кредитное качество позволяет рассчитывать на исполнение обязательств, однако в ходе торгов на вторичном рынке возможно значительное изменение цены, не обладает существенным потенциалом сужения спреда.

Риск – выпуск низкого инвестиционного качества: вероятные трудности с исполнением обязательств.

Методологическая информация

Вероятность финансовых затруднений (ВФЗ) – агрегированный показатель кредитного качества, оценивающий вероятность возможных проблем с обслуживанием текущего долга.

Показатель рассчитывается на основе финансовых коэффициентов:

EBIT/Sales	Debt/Sales
Sales/Assets	Debt/EBIT
Debt/Assets	Interest Expenses/EBIT
Current Assets/Current Liabilities	

Таблица соответствия значения ВФЗ литерному значению кредитного качества

A	A-	B	B-	C	C-	D	D-
0-15%	15-20%	20-30%	30-35%	35-40%	40-45%	45-50%	>50%

Справедливый спред по выпуску рублевых облигаций определяется на основе регрессионной модели Аналитического управления ОАО Банк «Петрокоммерц». В отдельных случаях, оговариваемых особо, оценка справедливого спреда производится по существующим аналогам эмитента.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Головная организация:
127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24
Телефон: +7(495) 411-6411
Факс: +7(495) 623-3607
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: welcome@pkb.ru

Аналитическое управление:
191036, Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б., лит. А
Телефон: +7(812) 332-3751
Факс: +7(812) 332-3751
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: research@pkb.ru

Аналитическое управление

Потребительский сектор / Химия
Строительство
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент
dorofeev.e.a@pkb.ru

Сырьевые рынки / Экономика
Сурикова Наталья, MA in Economics
surikova.n.v@pkb.ru

Телекоммуникации / Медиа
Машиностроение
Бизин Алексей
bizin.a.v@pkb.ru

Денежный рынок / Валютный рынок
Харлампиев Дмитрий, к.э.н
kharlampiev.d.n@pkb.ru

Настоящий материал был подготовлен специалистами ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц».

Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2011 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.