

4 марта 2013 г.

На этой неделе в условиях ухудшения конъюнктуры рынков свои бонды на первичном рынке решили предложить эмитенты лишь с инвестиционным уровнем рейтинга. Мы рекомендуем обратить внимание на размещения Ростелекома и МегаФона.

Календарь событий первичного рынка

Текущие предложения

Облигации, аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Планируемая дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Морской Банк 01	B2/-/-	да	1 500	4 мар	6 мар	12,50-13,00% / 12,89-13,42%	-	1 / 3	см. комментарий
NEW Ростелеком 19	-/BB+/BBB-	да	10 000	5 мар	12 мар	7,90-8,10% / 8,06-8,26%	-	3 / 5	от 8,1%
NEW МегаФон Финанс 06	Baa3/BBB-/BB+	да	10 000	6 мар	13 мар	8,00-8,25% / 8,16-8,42%	-	5 / 10	от 8,3%
NEW МегаФон Финанс 07			10 000						

Выпуск	Рейтинг, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
--------	----------------------	------------------------------------	-----------------	-----------------------	---------------------------	------------------------------	---	--	---------------------

Завершенные размещения

ХКФ Банк БО-02	Baa3-/BB-	да	3 000	25 фев	27 фев	9,5-10,0% / 9,84-10,38%	9,40-9,50% / 9,74-9,84%	9,4% / 9,74%	- / 3
МКБ 12 (суборд.)	B1/B+/BB-	да	2 000	25 фев	27 фев	12,0-12,75% / 12,36-13,16%	-	12,25% / 12,63%	- / 5,5
Европлан 04	-/-/BB-	да	1 500	25 фев	27 фев	n/a	n/a	10,42% / 10,69%	3 / 6
Норникель БО-01			10 000						
Норникель БО-02	Baa2/BBB-/BB+	да	10 000	26 фев	28 фев	7,75-7,95% / 7,90-8,11%	-	7,9% / 8,06%	- / 3
Норникель БО-04			10 000						
ЧТПЗ, БО-02			2 000			6,0% / 6,14%	-	6,0% / 6,14%	амортиз. / 1
ЧТПЗ, БО-03	-/-/-	нет	5 000	-	26 фев	8,0% / 8,24%	-	8,0% / 8,24%	амортиз. / 2
ЧТПЗ, БО-04			1 225			10,0% / 10,38%	-	10,0% / 10,38%	- / 2,5
СУ-155 Капитал, 05			1 000						
СУ-155 Капитал, 06	-/-/-	нет	1 000	-	26 фев	n/a	-	13,25% / 13,69%	- / 3
СУ-155 Капитал, 07			1 000						
Запсибкомбанк БО-03	-/B+/-	да	2 000	26 фев	28 фев	11,9-12,5% / 12,25-12,89%	11,50 - 11,70% / 11,83 - 12,04%	11,5% / 11,83%	2 / 3
СДМ-Банк 01	-/-/B	да	1 500	27 фев	1 мар	12,25-12,75% / 12,63-13,16%	-	12,40% / 12,79%	1 / 3
Лента 03	B1/B+/-	да	4 000	1 мар	5 мар	10,00-10,50% / 10,25-10,78%	-	10,0% / 10,25%	3 / 7

Еврооблигации

Sberbank 2017 (доразм.)	Baa1-/BBB	-	50 CHF (всего 250 CHF)	-	28 фев	2,065%	-	2,065%	- / 4
Sberbank 2018	Baa1-/BBB	-	550 TRY	-	28 фев	7,40%	-	7,40%	- / 5

Комментарии к размещениям

NEW Ростелеком (-/BB+/BBB-)

Кредитный профиль компании не уступает «большой тройке» сотовых операторов, а участие государства в капитале обеспечивает высокие рейтинговые оценки эмитенту. Новый выпуск на фоне собственных бумаг и облигаций других операторов выглядит интересным ближе к нижней границе индикатива – с доходностью от 8,1% годовых.

NEW МегаФон (Baa3/BBB-/BB+)

Оператор в преддверии размещения новых бондов представил сильные финансовые результаты за 2012 г., в частности по прибыльности бизнеса, кроме того, произошло небольшое снижение долговой нагрузки. Тем не менее, бумаги оператора смотрятся интересными, скорее, ближе к верхней границе индикатива, с доходностью от 8,3% годовых.

Морской Банк (B2/-/-)

Высокая доходность, бумаги могут быть интересными инвесторам, готовым к данному уровню риска.

Итоги последних размещений:

Среди ярких размещений прошедшей недели можно отметить банковские выпуски ХКФ–Банка и Запсибкомбанка, которые разместились ниже заявленных индикативов. Также, на наш взгляд, довольно успешно, по нижней границе, закрылась книга заявок по дебютным бондам сети Лента. Масштабными заимствованиями отметился Норильский никель, который привлек с рынка 30 млрд руб. с доходностью на вполне ожидаемых уровнях.

Отдельно отметим второе в истории российских эмитентов размещение евробондов в турецких лирах, которое осуществил Сбербанк (первое было от ВТБ).

Комментарии:

NEW Ростелеком (-/BB+/BBB-)

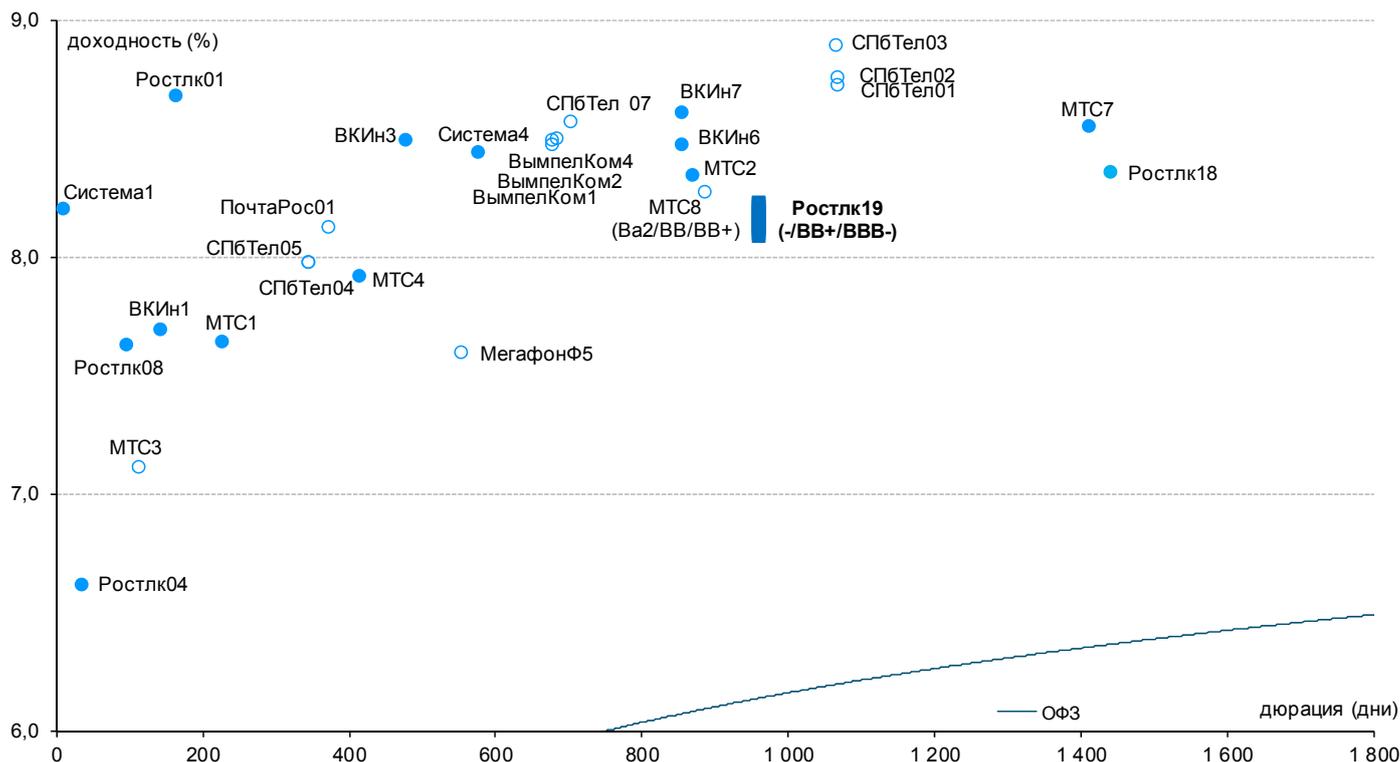
Кредитный профиль компании не уступает «большой тройке» сотовых операторов, а участие государства в капитале обеспечивает высокие рейтинговые оценки эмитенту. Новый выпуск на фоне собственных бумаг и облигаций других операторов выглядит интересным ближе к нижней границе индикатива – с доходностью от 8,1% годовых.

Событие. На прошлой неделе Ростелеком обозначил предварительные параметры нового выпуска облигаций серии 19 объемом 10 млрд руб. Срок обращения – 5 лет, оферта – 3 года. Индикатив ставки купона – 7,90-8,10% годовых, что формирует доходность 8,06-8,26% годовых к оферте. Книга на бонды будет открыта с 4 по 5 марта, размещение намечено на 12 марта.

Комментарий. Напомним, в самом начале года, в январе, Ростелеком уже выходил на первичный рынок, предложив инвесторам амортизируемый выпуск серии 18 аналогичным объемом 10 млрд руб. Ставка 1 купона была установлена эмитентом чуть ниже обозначенного индикатива на уровне 8,2% годовых (ориентир 8,25-8,50% годовых), что соответствует доходности 8,37% годовых при дюрации около 4 лет, при этом спрэд к кривой ОФЗ составил порядка 200 б.п. В настоящее время выпуск пока еще не попал в Ломбард ЦБ и торгуется на тех же уровнях по цене 100% номинала, YTM 8,36% годовых (спрэд 200 б.п.). Новые бонды Ростелекома серии 19, исходя из индикатива, формируют спрэд к кривой госбумаг около 190-210 б.п., что на фоне вторичного рынка смотрится приемлемым, но все-таки от середины диапазона. Отметим, что на схожем отрезке дюрации (для новых бондов Ростелекома) обращаются облигации другого оператора – МТС (Ba2/BB/BB+) серии 08, которые торгуются с доходностью 8,26-8,29% годовых, а спрэд к кривой ОФЗ составляет порядка 215-220 б.п. Соответственно новые бумаги Ростелекома дают к выпуску МТС дисконт порядка 10-30 б.п., который вполне оправдан, учитывая, что первый располагает более высокими рейтинговыми оценками (на 1 ступень выше от S&P и Fitch). Впрочем, это, главным образом, обусловлено государственным участием в капитале Ростелекома, в то время как по эффективности (по итогам 9 мес. 2012 г. OIBDA margin 39,4% против 43,3% соответственно) и уровню долговой нагрузки (Долг/OIBDA 1,6x против 1,4x соответственно), особенно с точки зрения рефинансирования короткого долга, МТС смотрится лучше. В свою очередь, по нашим оценкам, справедливая премия бумаг МТС к выпускам Ростелекома должна составлять не более 20 б.п., что также подтверждается уровнем доходности близких по срочности бумаг Ростелеком 18 (YTM 8,36%/1440 дн.) и МТС 07 (YTM 8,55%/1412 дн.).

Учитывая все выше перечисленное, мы считаем интересным участвовать в размещении облигаций Ростелеком серии 19 ближе нижней границы индикатива – с доходностью от 8,1% годовых.

Доходности облигаций телекоммуникационного сектора



Александр Полютков

NEW МегаФон (Ваа3/ВВВ-/ВВ+)

Оператор в преддверии размещения новых бондов представил сильные финансовые результаты за 2012 г., в частности по прибыльности бизнеса, кроме того, произошло небольшое снижение долговой нагрузки. Тем не менее, бумаги оператора смотрятся интересными, скорее, ближе к верхней границе индикатива, с доходностью от 8,3% годовых.

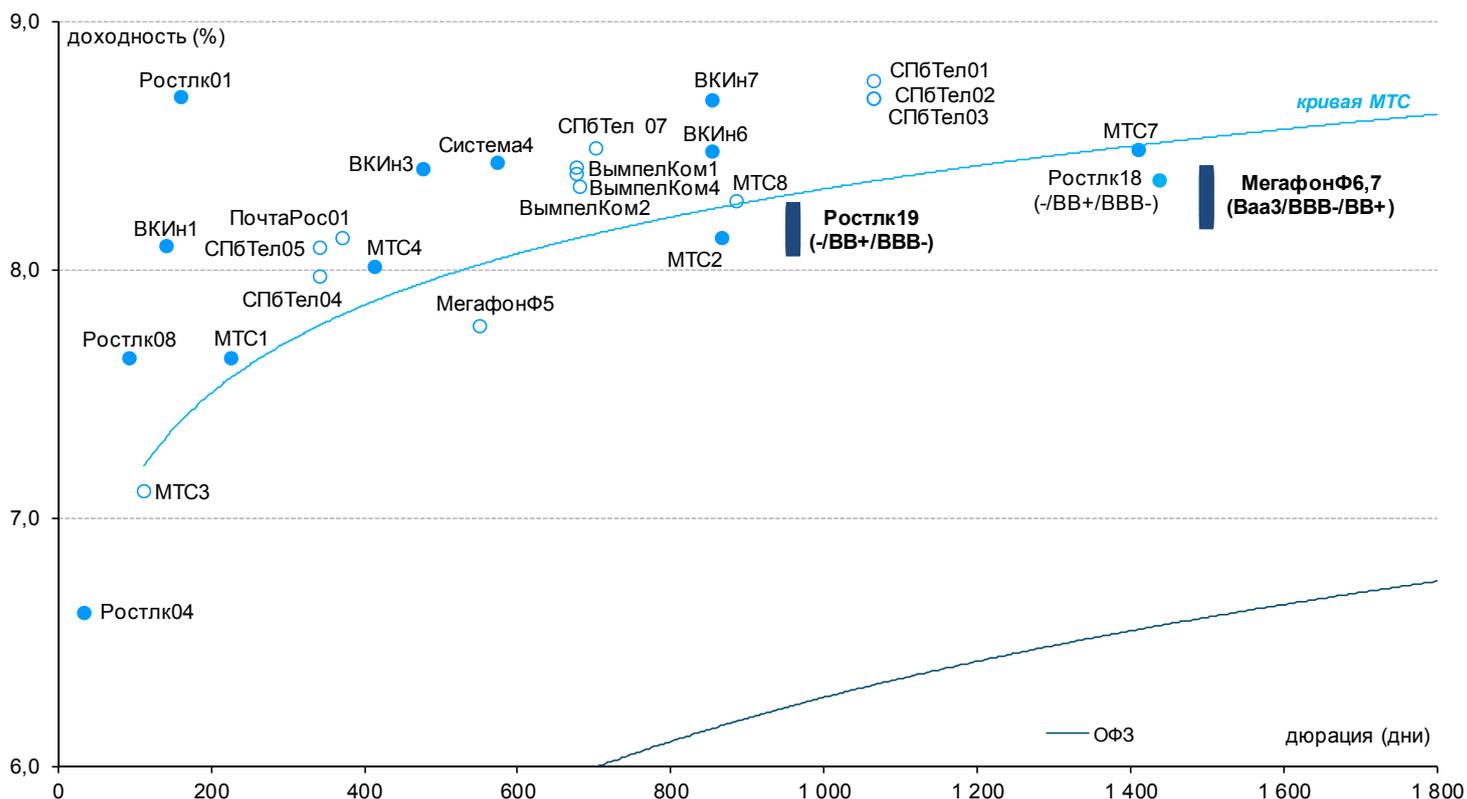
Событие. МегаФон Финанс планирует с 5 по 6 марта провести book-building по двум 10-летним выпускам облигаций серий 06 и 07 по 10 млрд руб. каждый. Индикатив ставки купона составляет 8,00-8,25% годовых, что соответствует доходности 8,16-8,42% годовых к оферте через 5 лет. Размещение бондов намечено на 13 марта 2013 г.

Комментарий. МегаФон в преддверии размещения облигаций представил сильные финансовые результаты за 2012 г., в первую очередь, это касается прибыльности бизнеса, также у компании немного снизилась долговая нагрузка, которая была на комфортном уровне Чистый долг/ОИВДА – 1,06x (см. наш комментарий: http://www.nomos.ru/upload/iblock/792/NOMOS_daily_debt_markets_01_03_2013.pdf).

Новые бонды Мегафона не совсем репрезентативно сравнивать с собственными бумагами в обращении, поскольку они в последнее время низколиквидные. Тем не менее, их спрэд к кривой ОФЗ составляет порядка 190 б.п., в то время как новые бумаги дают премию к госбумагам около 155-180 б.п. В то же время на рассматриваемом отрезке торгуются облигации другого оператора с инвестиционным уровнем рейтинга – Ростелеком (-/ВВ+/ВВВ-) серии 18 (YTM 8,36%/1438 дн.), который был размещен в конце января, его доходность формирует спрэд к кривой ОФЗ порядка 180 б.п. Вместе с тем, Ростелеком – эмитент с участием государства в капитале, хотя и чуть менее прибыльный и с несколько большей долговой нагрузкой, чем МегаФон.

В свою очередь, поддержку размещению МегаФона может оказать публикация сильных финансовых результатов за 2012 г. На этом фоне новые бумаги оператора могут представлять интерес все-таки ближе к верхней границе заявленного индикатива, с доходностью от 8,3% годовых. Отметим, что достойную конкуренцию (по доходности и срочности) на первичном рынке облигациям МегаФона может составить выпуск Ростелеком 19, который предлагает инвесторам доходность 8,06-8,26% годовых к 3-летней оферте (премия к кривой ОФЗ 180-200 б.п.).

График доходности облигаций телекоммуникационного сектора



Александр Полютков

Морской Банк (В2/-/-)

Высокая доходность, бумаги могут быть интересными инвесторам, готовым к данному уровню риска.

Событие. Ориентир ставки 1 купона облигаций «Морской Акционерный Банк» (ОАО) серии 01 объемом 1,5 млрд руб. находится в диапазоне 12,50-13,00% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 12,89-13,42% годовых. Сбор заявок продлится до 4 марта. Срок обращения выпуска составит 3 года.

Комментарий. Морской Банк – сравнительно не крупная кредитная организация, занимающая 193 место по активам на начало текущего года. По нашим подсчетам, на 1 февраля 2013 года активы банка составили 14,3 млрд руб., таким образом привлекаемый заем на 1,5 млрд руб. составляет порядка 10% валюты баланса. Последний факт, по нашему мнению, создаст некоторую концентрацию в обязательствах эмитента. Последним ярким примером с подобной долей займа в пассивах был ТКС-Банк, однако он и позиционировался как start-up, и ликвидность его активов все-таки была повыше, и темпы роста заметно агрессивнее. В свою очередь в прошлом году Морской Банк не продемонстрировал увеличения активов, в результате чего «спустился» со 167 на уже упомянутую 198 ступень в ранкинге.

Среди уязвимых мест банка мы также отмечаем низкую отраслевую диверсификацию кредитного портфеля (в основном транспорт, в том числе морской и речной – 58%), отток средств клиентов, обусловленный выходом акционера из капитала Группы Fesco и выводом средств компании со счетов банка, зависимость в фондировании от связанных сторон (около 25% по оценке Moody’s), растущий уровень просроченной задолженности (до 7,6% на конец года).

Среди «плюсов» - наличие международного рейтинга, что позволит облигациям банка войти в Ломбардный список, умеренный уровень достаточности капитала и покрытие с запасом просроченной задолженности (по РСБУ). Размещение средств собственника на счетах банка мы рассматриваем как проявление временной поддержки со стороны акционера.

Размещаемый выпуск предлагает ориентир с премией до 70 б.п. к обращающимся бумагам Татфондбанка. И в целом стоит отметить, что такого уровня доходностей на рынке сейчас нет. Однако риски банка мы рассматриваем как довольно высокие, и его облигации будут интересны для инвесторов, готовых к ним.

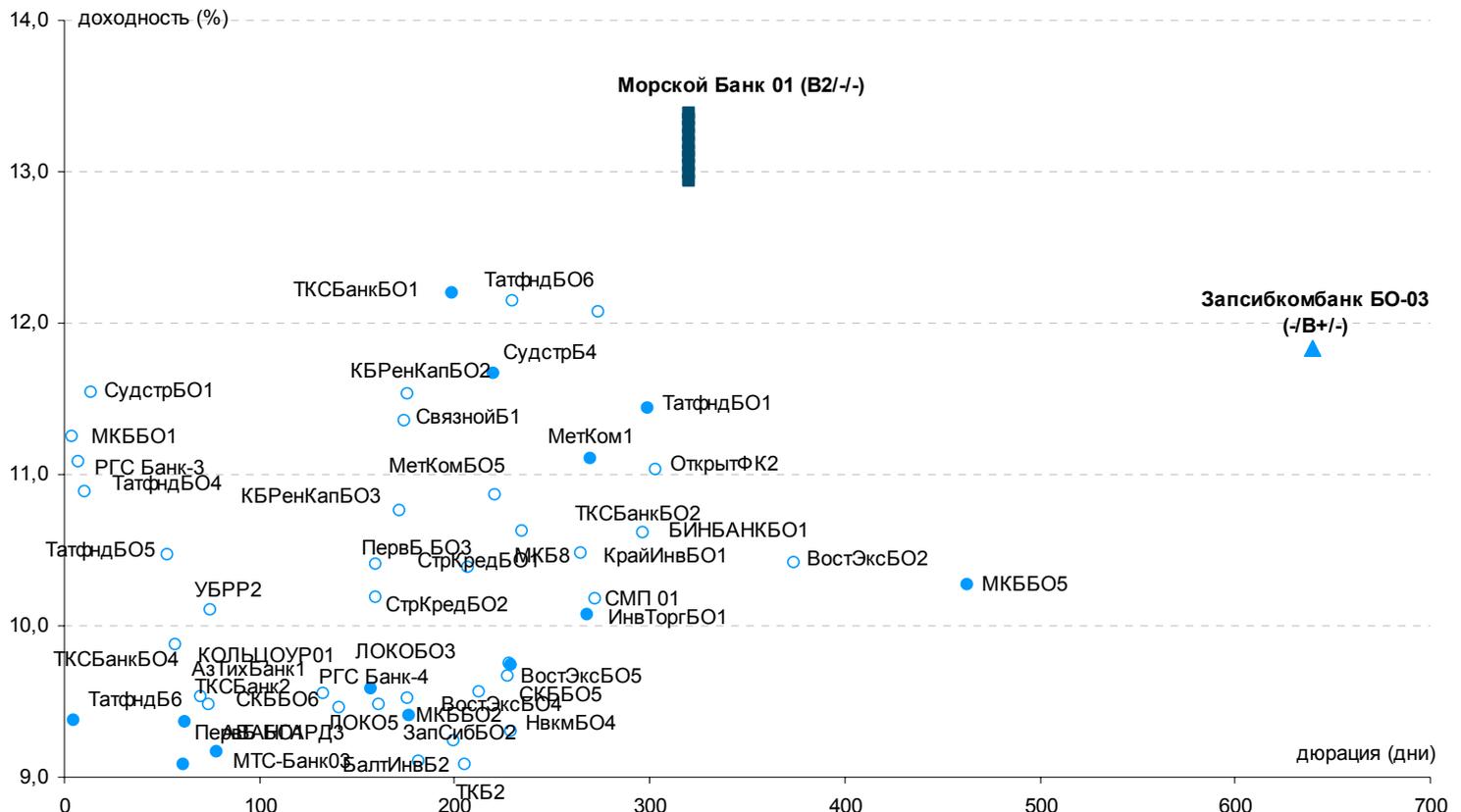
Показатели Морского Банка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 янв 12	1 апр 12	1 июл 12	1 окт 12	1 янв 13	1 фев 13
H1, %	11,90	12,53	12,65	12,26	12,37	12,18	12,40
Активы	15 007	15 612	14 154	15 131	15 196	15 135	14 313
Денежные средства и драгметаллы	151	147	164	160	177	164	178
Доля в активах	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
МБК (размещенные средства)	2 001	2 394	1 903	1 027	1 716	1 965	980
МБК в активах	13,3%	15,3%	13,4%	6,8%	11,3%	13,0%	6,8%
Кредитный портфель (gross)	8 847	10 518	10 681	11 930	11 289	11 550	11 617
Уровень просрочки	5,4%	4,9%	5,7%	5,6%	7,4%	7,6%	6,5%
Покрытие просрочки резервами	173,9%	203,0%	178,3%	172,2%	145,8%	138,1%	156,4%
Доля кредитов физлиц в портфеле	4,6%	4,5%	4,4%	4,6%	4,4%	4,0%	4,0%
Кредиты/Клиентские средства	79,4%	96,5%	114,1%	137,8%	102,3%	114,8%	121,4%
Доля в активах	53,4%	60,7%	67,7%	71,3%	66,2%	68,3%	72,9%
Операции с ценными бумагами	4 493	3 342	1 952	2 547	2 237	2 012	2 106
Доля в активах	29,9%	21,4%	13,8%	16,8%	14,7%	13,3%	14,7%
Капитал*	1 098	1 192	1 228	1 224	1 326	1 424	1 428
Доля в активах	7,3%	7,6%	8,7%	8,1%	8,7%	9,4%	10,0%
МБК (привлеченные средства)	1 665	2 287	2 453	4 094	1 844	2 917	2 595
Средства клиентов (в т.ч. депозиты)	11 150	10 898	9 361	8 657	11 037	10 063	9 569
юридических лиц	9 741	8 560	7 138	6 590	9 343	7 719	7 296
физических лиц	1 409	2 338	2 223	2 067	1 694	2 344	2 274
доля средств в пассивах	74,3%	69,8%	66,1%	57,2%	72,6%	66,5%	66,9%
Выпущенные ценные бумаги	908	826	717	644	521	521	523
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	6,0%	5,3%	5,1%	4,3%	3,4%	3,4%	3,7%
Прочие пассивы	78	67	32	104	350	49	49
Балансовая прибыль	110	342	60	106	118	161	-5

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, расчеты НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48
Факс. (495) 797-52-48
research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

ТЭК

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA
Mikhajlov_AS@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютов

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.