



Утренний Express-O



Технический монитор

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ


МегаФон (Ba1/BV+/-): первичное предложение.

Кредит Европа Банк (B1-/BV-): первичное размещение.

МегаФон (Ba1/BV+/-): первичное предложение.

МегаФон решил воспользоваться открывшимся окном возможностей и предложит на внутреннем рынке новые облигации серии БО-05 на 15 млрд руб. Так, сегодня будет открыта книга заявок, размещение намечено на 23 октября. Индикатив ставки купона – 11,65-11,85%, доходность к 2-летней оферте – 11,99-12,2% годовых. Кредитный профиль МегаФона хорошо известен рынку и отличается высоким качеством – метрика Чистый долг/OIBDA меньше 1,0x. Ориентиром для новых бумаг МегаФон могут стать итоги book-building выпусков ВымпелКом серий БО-02 и БО-03 – доходность была определена на уровне 12,25% к 2-летней оферте. Учитывая итоги размещения ВымпелКом и принимая во внимание разницу в рейтингах и кредитных профилях компаний, выпуск МегаФон интересен уже по нижней границе индикатива доходности – 11,99%. Нельзя исключать, что в условиях дефицита предложения и вернувшихся ожиданий по смягчению ДКП ЦБ, размещение может пройти и ниже ориентира.

МегаФон открыл книгу заявок на бонды серии БО-05 на 15 млрд руб...

**Индикатив купона – 11,65-11,85%,
УТР – 11,99-12,2%
к 2-летней оферте...**

МегаФон располагает надежным кредитным качеством, устойчивым к ухудшению операционной среды в кризисных экономических условиях...

Метрика Чистый долг/OIBDA – 0,7-0,8x...

Комментарий. МегаФон, очевидно, также решил воспользоваться открывшимся окном возможностей и предложит на внутреннем рынке новые облигации серии БО-05 на 15 млрд руб. Так, сегодня будет открыта книга заявок, размещение намечено на 23 октября. Индикатив ставки купона – 11,65-11,85%, доходность к 2-летней оферте – 11,99-12,2% годовых.

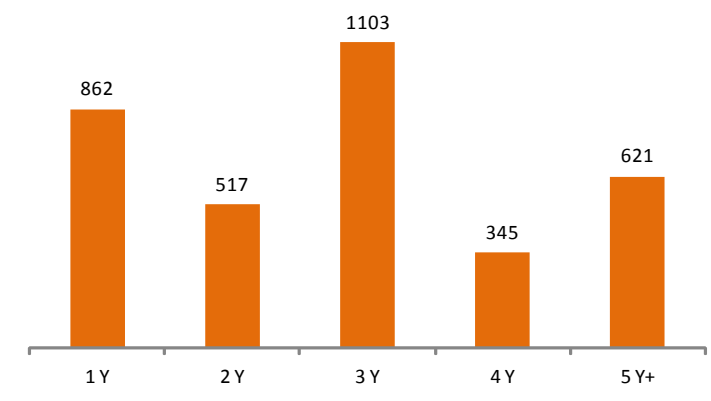
В целом, кредитный профиль МегаФона хорошо известен рынку, поскольку в обращении у оператора три выпуска серий 05, 06 и 07. Стоит отметить, что кредитное качество МегаФона довольно надежное, в том числе в кризисных условиях российской экономики, где сосредоточен основной бизнес.

Компания располагает существенным запасом прочности по марже и предпринимает попытки контроля над издержками, что позволяет удерживать и даже повышать, несмотря на ухудшение операционной среды, прибыльность бизнеса, как это было по итогам 1 пол. 2015 г. – OIBDA margin подросла на 0,3 п.п. г/г до 44,4%. При этом уровень долга МегаФона довольно низкий – метрика Чистый долг/EBITDA ниже 1,0x, находится у отметки 0,7-0,8x. Короткий долг в размере 883 млн долл. по итогам 1 пол. 2015 г. полностью покрывался запасом денежных средств на счетах и депозитах на сумму 1,4 млрд долл.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	МегаФон (Ва1/ВВ+/-)			VimpelCom (Ва3/ВВ/-)		
	1 пол. 2014	1 пол. 2015	Изм. %	1 пол. 2014	1 пол. 2015	Изм. %
Абонентская база, млн	70,2	73,8	5,1	215,2	213,4	-0,8
Выручка	4 320	2 601	-39,8	10 091	7 274	-27,9
Операционный денежный поток	1 360	785	-42,3	2 270	37	-98,4
ЕБИТДА	1 904	1 156	-39,3	4 164	2 907	-30,2
ЕБИТДА margin	44,1%	44,4%	0,3 п.п.	41,3%	40,0%	-1,3 п.п.
Чистая прибыль	604	352	-41,8	139	292	110,1
margin	14,0%	13,5%	-0,5 п.п.	1,4%	4,0%	2,6 п.п.
	2014	1 пол. 15	Изм. %	2014	1 пол. 15	Изм. %
Активы	8 136	8 247	1,4	41 042	36 687	-10,6
Денежные средства и их эквиваленты	1 240	1 386	11,8	6 342	4 445	-29,9
Долг	3 688	3 448	-6,5	26 443	22 349	-15,5
краткосрочный	909	883	-2,9	2 789	2 801	0,4
долгосрочный	2 779	2 565	-7,7	23 654	19 548	-17,4
Чистый долг	2 448	2 062	-15,8	20 101	17 904	-10,9
Долг/ЕБИТДА	1,0	1,2		3,3	3,3	
Чистый долг/ЕБИТДА	0,7	0,7		2,5	2,7	

Источники: данные компаний, PSB Research

График погашения долга МегаФон (30.06.2015 г.), млн долл.



Источники: данные компании, PSB Research

Ориентиром для новых бумаг МегаФон могут стать итоги book-building выпусков ВымпелКом серий БО-02 и БО-03 – доходность была определена на уровне 12,25% к 2-летней оферте...

Учитывая итоги размещения ВымпелКом и принимая во внимание разницу в рейтингах и кредитных профилях компаний, выпуск МегаФон интересен уже по нижней границе индикатива доходности...

Напомним, что в конце минувшей недели книгу заявок собрал ВымпелКом по облигациям серии БО-03, увеличив объем предложения с 10 млрд руб. до 15 млрд руб., установив ставку купона на уровне 11,9%, что соответствует доходности 12,25% к 2-летней оферте. Причем, в ходе сбора заявок индикатив ставки неоднократно пересматривался в сторону понижения с 12,25-12,75% до 11,9%, а спрос превысил объем размещения в 2,2 раза, составив 32,8 млрд руб. Уже на этой неделе ВымпелКом разместил еще один выпуск – БО-02 на 10 млрд руб. под ту же ставку 11,9%.

Также в начале прошлой недели состоялся book-building по выпуску АФК Система (В1/ВВ/ВВ-) серии 001Р-01 на 5 млрд руб., в рамках которого была установлена ставка купона 12,5%, что соответствует доходности 12,89% к 3-летней оферте. Спрос превзошел предложение в 2 раза.

Вместе с тем, собственные выпуски МегаФон близкие по срочности – серий 06 и 07 (диапазон доходности 12,2-12,8/дюр. 2,2 г.) низколиквидные. При этом ВымпелКом, скорее, в большей степени сравним с МегаФоном при позиционировании, учитывая наличие других бизнесов у АФК помимо МТС.

Учитывая разницу в рейтингах VimpelCom и МегаФон (в 1-2 ступени), а также низкий уровень долга последнего с поправкой на масштаб бизнеса операторов, мы считаем, что выпуск МегаФон представляет интерес с дисконтом к итогам размещения ВымпелКом – вблизи нижней границе индикатива доходности 12% годовых (премия к кривой ОФЗ порядка 150-160 б.п.). Учитывая дефицит качественного предложения бумаг корпоративных эмитентов на рынке, а также улучшение настроений инвесторов в части среднесрочных ожиданий по снижению ключевой ставки, размещение может пройти ниже заявленного ориентира на 10-15 б.п.

В то же время мы обращаем внимание на значительный объем уже выпущенных рублевых облигаций Кредит Европа Банка, которые формируют 27% от общего объема обязательств, что будет ограничивать возможности открытия новых лимитов на эмитента. В обращении уже находятся 8 выпусков биржевых облигаций Банка на общую сумму 35 млрд рублей. Кроме того при прохождении Кредит Европа Банком оферты 10.09.2015 г. по выпуску серии БО-6 новая ставка купона на период до погашения займа через 1 год в размере 13,75% не заинтересовала большую часть держателей выпуска. К погашению в рамках оферты было предъявлено бумаг на 5,1 млрд руб., что составляет 85% от объема выпуска в обращении. Таким образом, озвученный эмитентом прайсинг нового займа выглядит справедливо.

Что касается кредитных метрик Банка, то значительный объем розничного бизнеса, где снижается качество обслуживания долга, оказывает давление на финансовые показатели. Так по данным МСФО-отчетности за 6м2015 г. Банк получил убыток 538 млн руб., тогда как ранее Банк традиционно генерировал стабильно высокий уровень прибыли. В 2014-2015 гг. Банк скорректировал свою стратегию и проводил сокращение портфеля розничных кредитов, замещая их менее рискованным кредитованием корпоративных клиентов. Если на начало 2014 г. портфель розничных кредитов превышал 70% в общем объеме выданных ссуд, то сейчас портфель розничных и корпоративных кредитов практически сравнимы по объему. Новый портфель более качественных ссуд должен позитивно отразиться на кредитных метриках Банка.

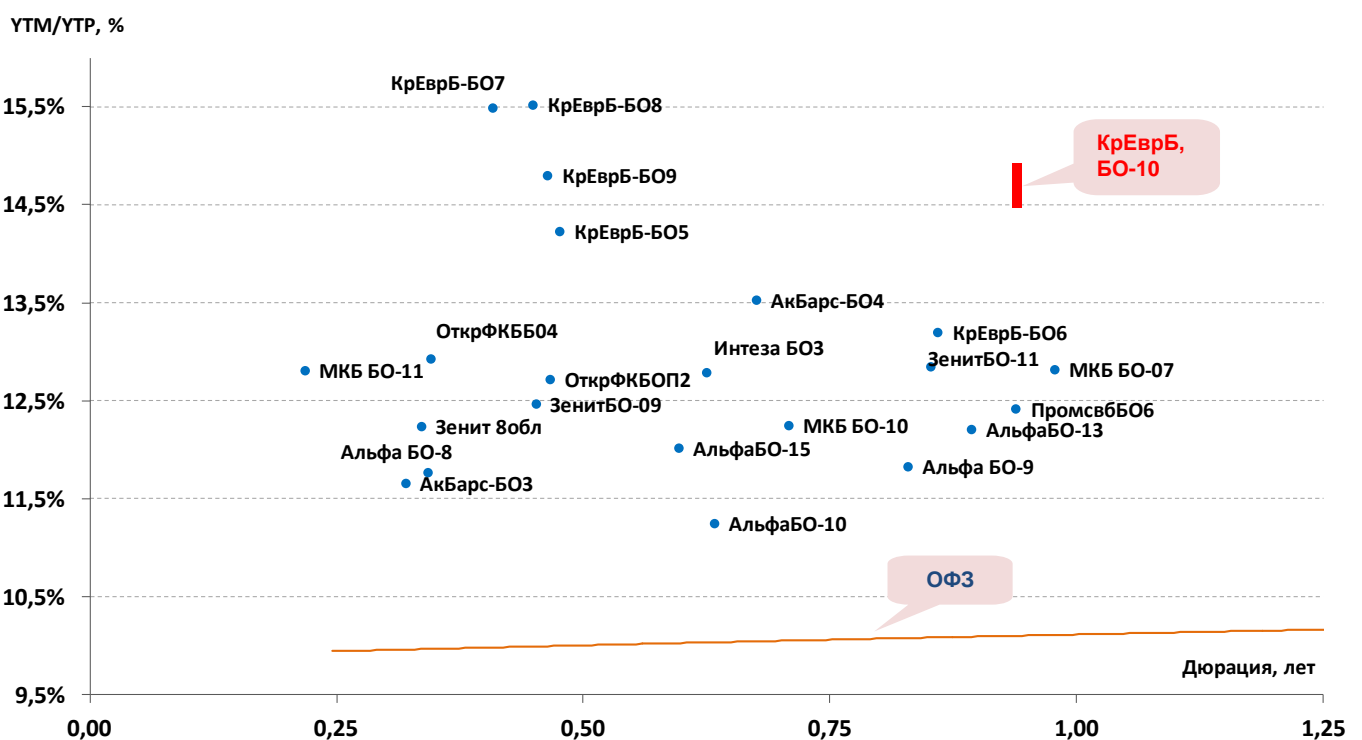
Показатели ликвидности и обеспеченности собственным капиталом Кредит Европа Банка традиционно находятся на комфортном уровне, чему способствует поддержка от материнской структуры. Собственный капитал Банка на 1 сентября (в соответствии с Базель-3) составлял 19 млрд руб., кроме того порядка 10,1 млрд руб. обязательств профинансировано материнским холдингом. В июле Банк досрочно выкупил часть собственных субордов с погашением 15.11.2019 г. номинальной стоимостью \$75,97 млн., что отражает наличие свободных запасов ликвидности и капитала.

Резюмируя вышесказанное, мы считаем, что с учетом локального улучшения рыночной конъюнктуры участие в первичном размещении займа Кредит Европа Банка серии БО-10 интересно при доходности на уровне 14,50 – 14,75% годовых.

Наличие премии обосновано зависимостью эмитента от долгового рынка, а также рисками ухудшения качества розничного кредитного портфеля.

Дмитрий Монастыршин

Карта доходности облигаций банков рейтинговой категории «ВВ»/ «В+»



Ключевые финансовые показатели Кредит Европа Банка (консолидированная МСФО-отчетность)

Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1H 2015
ASSETS	69,4	84,9	97,9	117,7	152,1	140,6	140,3
Cash and cash equivalents	0,9	1,2	2,1	2,8	2,7	11,1	12,1
% assets	1,3%	1,4%	2,1%	2,4%	1,8%	7,9%	8,6%
Loans	47,9	60,5	80,6	102,5	133,5	112,3	105,1
Loans (gross)	51,7	62,8	83,4	105,6	139,2	119,8	113,8
% assets	69,0%	71,2%	82,3%	87,1%	87,8%	79,9%	74,9%
NPL (90+)	7,0%	3,2%	3,0%	2,8%	4,1%	7,5%	н/д
allowance for loan impairment	7,3%	3,7%	3,3%	3,0%	4,1%	6,3%	7,7%
Loans / Customer accounts	2,2	1,9	2,4	2,7	2,9	2,7	2,5
Customer accounts	21,8	31,6	33,9	37,4	46,6	42,2	41,4
% assets	31,4%	37,2%	34,7%	31,8%	30,6%	30,0%	29,5%
EQUITY	12,6	14,6	16,0	17,8	20,6	19,5	18,9
% assets	18,2%	17,1%	16,3%	15,1%	13,5%	13,9%	13,4%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1H 2015
Net interest income	5,8	5,8	7,6	9,1	12,1	12,3	4,2
Fee and commission income (net)	1,2	1,3	1,5	1,6	2,2	2,4	1,1
Provisions charge for loan impairment	-3,1	-0,7	-1,2	-2,2	-4,5	-7,5	-3,8
Operating income	8,3	7,7	9,4	11,5	14,8	15,7	6,0
General Administrative expenses	-3,3	-3,7	-4,8	-5,8	-6,6	-6,6	-2,9
Profit for the period	1,5	2,6	2,8	2,8	2,9	1,2	-0,5
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	2012	2013	2014	1H 2015
RoAE	12,7%	19,2%	18,2%	16,5%	15,8%	5,8%	-0,2%
Cost / Income	40,0%	48,6%	50,5%	50,5%	44,6%	42,0%	47,8%

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

Контакты:

ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research

114115, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22
e-mail: RD@psbank.ru
Bloomberg: PSBF <GO>

<http://www.psbank.ru>
<http://www.psbinvest.ru>

PSB RESEARCH

Николай Кашеев

Директор по исследованиям и аналитике

KNI@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39

ОТДЕЛ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов

Илья Фролов

Екатерина Крылова

Игорь Нуждин

LoktyukhovEA@psbank.ru

FrolovIG@psbank.ru

KrylovaEA@psbank.ru

NuzhdinIA@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ГРУППА АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Дмитрий Монастыршин

Дмитрий Грицкевич

Алексей Егоров

Александр Полютов

Monastyrshin@psbank.ru

Gritskevich@psbank.ru

EgorovAV@psbank.ru

PolyutovAV@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-14

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-48

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВЫХ И ВАЛЮТНЫХ РЫНКАХ

Пётр Федосенко

Ольга Целинина

Дмитрий Иванов

Константин Квашнин

Собаев Руслан

Евгений Жариков

Борис Холжигитов

Устинов Максим

FedosenkoPN@psbank.ru

TselininaOI@psbank.ru

Ivanovdv@psbank.ru

Kvashninkd@psbank.ru

sibaevrd@psbank.ru

Zharikov@psbank.ru

KholzigitovBS@psbank.ru

ustinovmm@psbank.ru

+7 (495) 228-33-86

+7 (495) 228-33-12

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-35

+7 (495) 705-90-69

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-18

+7 (495) 705-90-96

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-34

+7 (495) 411-5130

ПРОДАЖИ ДЕРИВАТИВНЫХ ИНСТРУМЕНТОВ

Андрей Скабелин

Александр Сурпин

Виктория Давитиашвили

Skabelin@psbank.ru

SurpinAM@psbank.ru

DavitashviliVM@psbank.ru

+7(495) 411-51-34

+7 (495) 228-39-24

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-71-18

ТОРГОВЛЯ ДЕРИВАТИВНЫМИ ИНСТРУМЕНТАМИ

Алексей Кулаков

Михаил Маркин

KulakovAD@psbank.ru

MarkinMA@psbank.ru

+7 (495) 411-51-33

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-07

ДЕПАРТАМЕНТ БРОКЕРСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Павел Науменко

Сергей Устиков

Александр Орехов

Игорь Федосенко

Виталий Туруло

NaumenkoPA@psbank.ru

UstikovSV@psbank.ru

OrekhovAA@psbank.ru

FedosenkoIY@psbank.ru

TuruloVM@psbank.ru

+7 (495) 777-10-20, доб. 70-47-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-74-17

+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

+7 (495) 705-97-69

+7 (495) 411-51-39

© 2015 ПАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ПАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако ПАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ПАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ПАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.