

Мониторинг первичного рынка

Рост геополитической напряженности из-за ракетного удара США по авиабазе в Сирии и угрозы введения новых санкций против России, а также эскалация на Корейском полуострове на прошлой неделе способствовали переориентации спроса на безрисковые активы. На негативном внешнем фоне доходности ОФЗ с погашением в 2020-2033 гг. подросли в среднем на 5-7 б.п. до 7,93%-8,24% годовых, а активность первичных размещений облигаций российских эмитентов снизилась.

Разрядка геополитической напряженности по сирийскому вопросу после встречи госсекретаря США Р.Тиллерсона и главы МИД РФ С.Лаврова в Москве вновь повысили интерес к российским бондам. Поддержку российскому рынку оказывает рост цен на нефть выше 55 долл. за баррель марки Brent, а также стабильный курс рубля. Внутренние факторы (низкая инфляция, снижение стоимости фондирования банков, комфортный уровень ликвидности в банковской системе) обеспечивают фундаментальную привлекательность рублевых облигаций.

На текущей и следующей неделе планируют сбор заявок инвесторов на новые выпуски облигаций ТМК, Ростелеком, ФПК, ЛСР, ЭР-Телеком холдинг, МИБ, Тинькофф Банк. О готовности разместить новые евробонды объявили Металлоинвест и Фосагро. Подробные комментарии к размещению новых выпусков облигаций ТМК, ЭР-Телеком, МИБ приведены далее.

Облигации: аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M/S&P/F	Возможн. вкл. в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
ГТЛК, 001P-04	Ba2/BB-/BB-	да	10 000	17 апр	25 апр	9,90 - 10,10% / 10,27 - 10,49%	6 / 15	10,27%
ТМК, БО-6	B1/B+/-	да	5 000	18 апр	20 апр	10,15 - 10,40% / 10,41 - 10,67%	3 / 10	10,25%
РОСТЕЛЕКОМ, 001P-02R	-/BB+/BBB-	да	10 000	19 апр	26 апр	8,80 - 8,95% / 8,99 - 9,15%	5 / 10	
ФПК, 001P-01	Ba1/BB+/BB+	да	5 000	20 апр		9,00 - 9,25% / 9,20 - 9,46%	5,5 / 10	
Тинькофф Банк, 001P-01R	B1/-/BB-	да	5 000	21 апр	28 апр	10,0 - 10,25% / 10,25 - 10,51%	2 / 5	
ЛСР, 001P-02	B1/-/B	да	5 000	24 апр	26 апр	9,75 - 10,00% / 10,11 - 10,38%	- / 5	
МИБ, 2	Baa1/BBB/BBB	да	3 000	26 апр	27 апр	9,50 / 9,46 - 9,73%	2 / 2,5	9,46%
ЭР-Телеком Холдинг, ПБО-03	B2/B+/-	да	5 000	26 апр	4 май	10,50 - 10,75% / 10,78 - 11,04%	- / 3,5	10,60%

Еврооблигации

Металлоинвест	Ba2/BB/BB	да	\$	14 - 24 апреля road show			7	
Фосагро	Ba1/BBB-/BB+	да	-\$500 млн					

Прошедшие размещения

Выпуск	Рейтинг, M / S & P / F	Возможн. включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет	Спрэд к ОФЗ по доходн., б.п.
Бинбанк, БО-ПО2	-/B/-	нет	3 000	12 апр	14 апр	12,00 - 12,25% / 12,68 - 12,96%	12,15% / 12,83%	- / 1	373
Газпромбанк, БО-16	Ba2/BB+/BB+	да	10 000	11 апр	18 апр	9,50 - 9,70% / 9,73 - 9,93%	9,15% / 9,36%	3,5 / 7	126
ГК Пионер, 1P-02	-/B/-	нет	2 000	11 апр	13 апр	13,50 - 13,75% / 13,96 - 14,22%	13,50% / 13,96%	1,5 / 3	506
РСГ Финанс, БО-7	-/B/-	нет	3 000	5 апр	7 апр	13,50 - 13,9% / 13,96 - 14,36%	13,50% / 13,96%	2 / 5	521
РН Банк, БО-1P-01	-/BB+	да	5 000	6 апр	14 апр	9,50 - 9,70% / 9,72 - 9,93%	9,45% / 9,67%	- / 3	152
Газпром нефть, 001P-01R	Ba1/BB+/BBB-	да	15 000	5 апр	15 апр	8,80 - 8,90% / 8,99 - 9,10%	8,7% / 8,89%	- / 5	99
ВСК, 001P-01	-/BB-	да	4 000	4 апр	11 апр	11,75 - 12,25% / 12,10 - 12,63%	11,05% / 11,36%	1,5 / 5,0	266
Детский мир, БО-4	-/B+/-	да	3 000	4 апр	7 апр	9,85 - 10,10% / 10,09 - 10,36%	9,5% / 9,73%	3 / 7	153
РЖД, 1P-1R	Ba1/BB+/BBB-	да	15 000	31 мар	7 апр	8,90 - 9,10% / 9,09 - 9,30%	8,70% / 8,89%	6,2 / 15,2	99
АФК Система, 001P-06	-/BB/BB-	да	15 000	30 мар	7 апр	9,00 - 9,15% / 9,20 - 9,36%	8,9% / 9,10%	5 / 10	110
Почта России, БО-4	-/BBB-	да	5 000	30 мар	3 апр	9,15 - 9,35% / 9,36 - 9,57%	8,9% / 9,10%	4 / 10	110

Еврооблигации

X5	Ba2/BB/BB	да	20 bln rub	11 апр	18 апр	9,50%	9,25%	- / 3	
NORNICKEL	Ba1/BBB-/BBB-	да	\$ 1 000 mln	4 апр	11 апр	4,50%	4,10%	- / 6	
Sovcomflot-23, доразм.	Ba2/BB/BB	да	\$ 150 mln	3 апр	3 апр	5,375% / 5,0%	4,85%	- / 6	
Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	GBR 850 mln	29 мар	6 апр	4,375 - 4,50%	4,250%	- / 7	
МКБ	B1/BB-/BB	да	\$ 600 mln	29 мар	5 апр	8,0%	7,50%	5,5 / 10,5	
ABN Financial	-/B+/BB-	да	400 млн евро	23 мар	30 мар	2,750%	2,625%	- / 3	
Газпром	Ba1/BB+/BBB-	да	\$ 750 mln	16 мар	23 мар	5,25%	4,95%	- / 10	
Евраз	Ba2/BB-/BB-	да	\$ 750 mln	13 мар	20 мар	5,500%	5,375%	- / 6	

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Rusbonds, Интерфакс

ТМК (В1/-/В+): первичное предложение.

ТМК планирует 20 апреля сбор заявок на 10-летние облигации БО-06 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1-го купона – 10,15%-10,40%, доходность – 10,41%-10,67% годовых к 3-летней оферте. Предложенная ТМК доходность предполагает премию к ОФЗ порядка 195-220 б.п., что выглядит привлекательно на отрезке 3 года, в т.ч. учитывая премию более 45 б.п. к выпускам ЧТПЗ. Спрос инвесторов на выпуск может сформироваться в основном вблизи нижней границы индикатива, нельзя исключать, что итоговая ставка будет ниже. Финансовые показатели ТМК в 2016 г. ожидаемо снизились на фоне сокращения продаж труб и средней цены реализации. Положительный момент стало удержание маржи на уровне 2015 г. В 2017 г. ждем улучшения показателей ТМК на фоне восстановления инвестиционной активности нефтяных компаний. Долговая нагрузка ТМК в 2016 г. возросла – размер чистого долга вырос на 5,3% г/г до 2,58 млрд долл. Метрика Чистый долг/ЕВITDA достигла 4,9х против 3,8х в 2015 г., что является высоким уровнем. Короткий долг ТМК в 262 млн долл. полностью покрывался денежными средствами на счетах на 277 млн долл. Риски краткосрочного рефинансирования долга в 2017 г. были низкие.

ТМК 20 апреля планирует сбор заявок на облигации БО-06 объемом 5 млрд руб...

Ориентир 1 купона – 10,15%-10,40%, доходность – 10,41%-10,67% годовых к 3-летней оферте...

Финансовые показатели ТМК в 2016 г. ожидаемо снизились на фоне сокращения продаж труб и средней цены реализации...

Положительный момент – удержание маржи на уровне 2015 г....

В 2017 г. ждем улучшения показателей ТМК на фоне восстановления инвестиционной активности нефтяных компаний...

Комментарий. ТМК планирует 20 апреля сбор заявок на 10-летние облигации БО-06 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1-го купона – 10,15%-10,40%, доходность – 10,41%-10,67% годовых к 3-летней оферте. Размещение ТМК запланировано на 25 апреля.

У ТМК в обращении на локальном рынке облигаций находится выпуск ТМК БО-05, но он низко ликвидный, а сделки по займу проходят в широком диапазоне доходности 9,75%-10% годовых (премия к ОФЗ 115-140 б.п.), что затрудняет оценку справедливого уровня доходности новых облигаций ТМК.

Кроме того, на рынке в обращении находятся выпуски еще одного производителя труб – ЧТПЗ (Ва3/-/ВВ-) серий 1Р1, 1Р2 и 1Р3, которые торгуются с доходностью в диапазоне 9,7%-10% годовых при дюрации 2,93-4,97 лет. Причем, последний раз ЧТПЗ выходил на первичный рынок в конце марта с 7-летним выпуском 1Р3, ставка купона была установлена на уровне 9,7% годовых, что соответствует доходности 10,06% годовых к погашению. В настоящее время выпуск торгуется выше номинала с доходностью 9,94%-9,99% годовых (премия к ОФЗ порядка 195-200 б.п.). Для сравнения на рассматриваемом отрезке дюрации торгуются выпуски Evraz (Ва3/ВВ-/ВВ-): ЕвразХолдинг Финанс серий 08 и 1Р1R с доходностью в районе 9,6%-10% годовых при дюрации 1,99-3,05 года (спрэд к ОФЗ порядка 130-140 б.п.).

ТМК в большей степени сопоставима с Evraz по прибыльности бизнеса и кредитным метрикам, но уступает по масштабу бизнеса. При этом ЧТПЗ в сравнении с ТМК лучше смотрится по рентабельности бизнеса и уровню долга, а также кредитным рейтингам (на 1 ступень выше), уступая по размеру бизнеса.

Предложенная ТМК доходность новых бумаг 10,41%-10,67% годовых предполагает премию к ОФЗ порядка 195-220 б.п., что выглядит привлекательно для покупки на отрезке 3 года, в том числе с премией более 45 б.п. к ближайшим выпускам ЧТПЗ. Скорее всего, спрос инвесторов на выпуск может сформироваться в основном вблизи нижней границы индикатива, нельзя исключать, что итоговая ставка будет ниже на 10-15 б.п.

Кредитный профиль. Финансовые показатели ТМК в 2016 г. (МСФО) ожидаемо снизились на фоне сокращения продаж труб (на 10,7% г/г) и средней цены реализации. Так, выручка снизилась на 19,1% г/г до 3,34 млрд долл., показатель ЕВITDA – на 18,6% г/г до 530 млн долл., ЕВITDA margin составила 15,9% (как и в 2015 г.). Положительный момент – удержание маржи на уровне 2015 г. (см. наш кредитный комментарий отчетности ТМК от [14 марта 2016 г.](#)).

В 2017 г. мы ждем улучшения показателей ТМК на фоне восстановления инвестиционной активности нефтяных компаний, главным образом в США при одновременно стабильном спросе на трубы в РФ. При этом у ТМК одна из лидирующих позиций в поставках труб для энергетического сектора в России (доля около 38%). Все это может обеспечить рост выручки ТМК в пределах 15-20% от уровней 2016 г. В то же время в 1 пол. 2017 г. на маржу ТМК будет оказывать давление увеличение цен на сырье, которое во 2 полугодии нивелируется повышением цен на продукцию. В результате, ТМК сможет сохранить ЕВITDA margin в пределах 15-16%.

17 апреля 2017

Долговая нагрузка ТМК в 2016 г. возросла – размер чистого долга вырос на 5,3% г/г до 2,58 млрд долл...

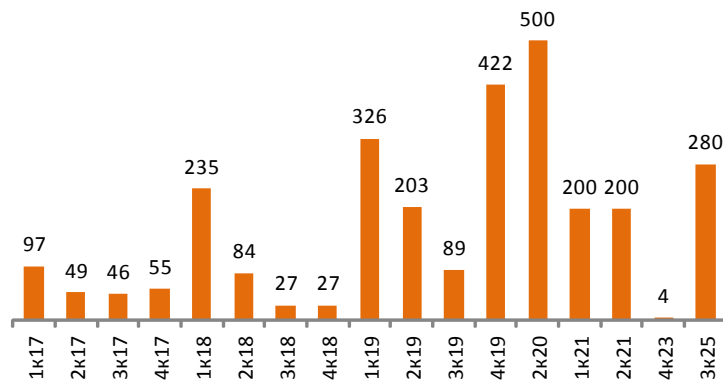
Чистый долг/EBITDA достигла 4,9х против 3,8х в 2015 г., что является высоким уровнем...

Долговая нагрузка ТМК в 2016 г. возросла – размер общего долга увеличился на 3,7% г/г до 2,86 млрд долл., Чистый долг – на 5,3% г/г до 2,58 млрд долл. Метрика Чистый долг/EBITDA достигла 4,9х против 3,8х в 2015 г., что является высоким уровнем.

Напомним, ТМК в рамках SPO в феврале 2017 г. разместила 13,44% уставного капитала по цене 75 руб. за бумагу общим объемом 10,4 млрд руб. Средства от SPO ТМК планировала использовать для выкупа аналогичного по размеру пакета у ВТБ в рамках исполнения колл-опциона, что и состоялось 1 марта, согласно данным компании.

ТМК может выплатить дивиденды за 2016 г., что не исключил менеджмент компании, хотя основной целью ТМК в ближайшее время остается снижение долга.

График погашения долга ТМК (31.12.2016 г.), млн долл.



Источники: данные компании, PSB Research

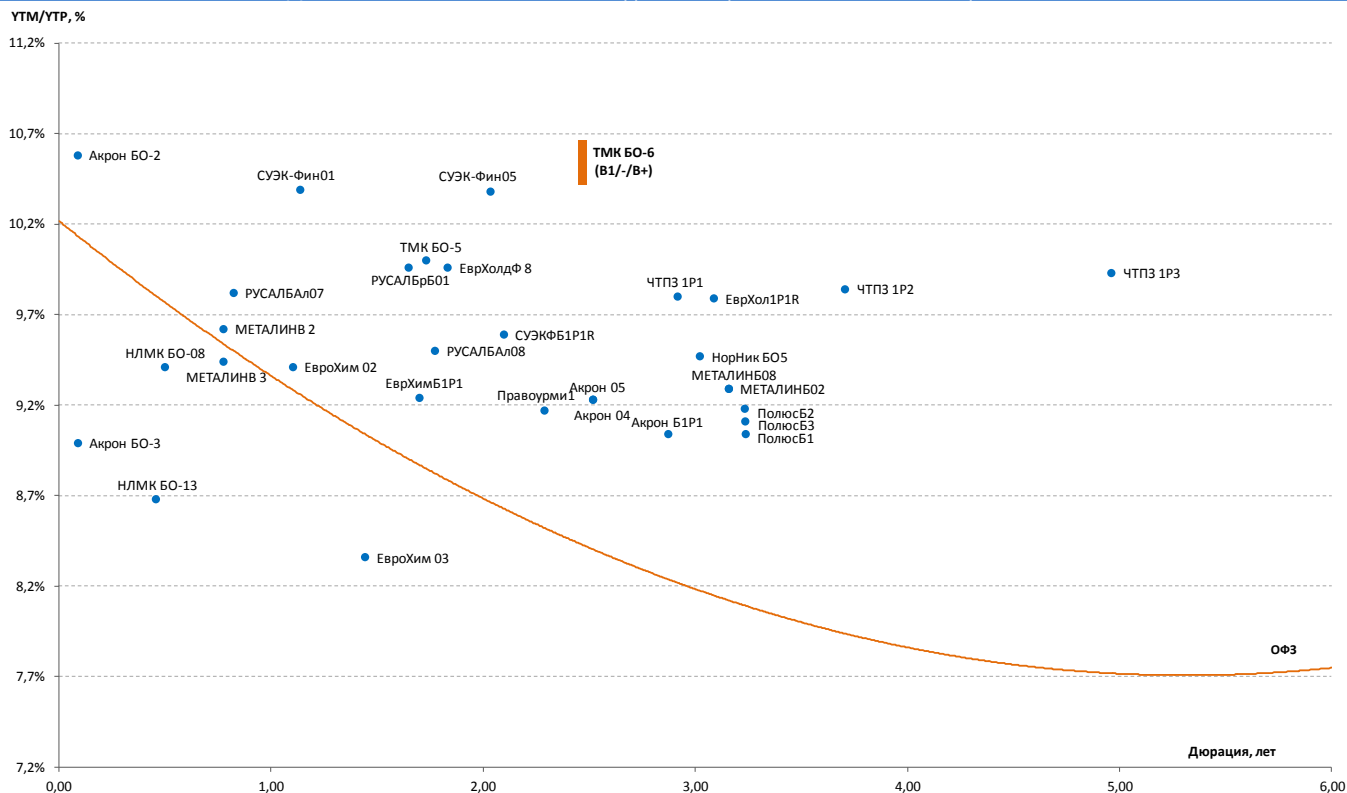
Короткий долг ТМК полностью покрывался денежными средствами, риски краткосрочного рефинансирования низкие...

Короткий долг ТМК на сумму 262 млн долл. полностью покрывался денежными средствами на счетах в 277 млн долл. К тому же у компании имелись невыбранные кредитные линии общим объемом 724 млн долл. Риски краткосрочного рефинансирования долга были низкие. При этом график выплат у ТМК сбалансированный: крупные погашения ожидаются только в 1 кв. 2018 г. (около 235 млн долл.), а затем в 1 кв. 2019 г. (326 млн долл.).

Ключевые финансовые показатели млн долл.	ТМК (МСФО)		
	2015	2016	Изм. %
Объем реализации, тыс. тонн	3 871	3 458	-10,7
Выручка	4 127	3 338	-19,1
Операционный денежный поток	684	476	-30,4
EBITDA	651	530	-18,6
EBITDA margin	15,8%	15,9%	0,1 п.п.
Чистая прибыль	-368	166	-
margin	отриц	5,0%	-
	2015	2016	Изм. %
Активы	4 412	4 736	7,4
Денежные средства и эквиваленты	305	277	-9,4
Долг	2 755	2 857	3,7
краткосрочный	591	262	-55,8
долгосрочный	2 163	2 596	20,0
Чистый долг	2 450	2 580	5,3
Долг/EBITDA	4,2	5,4	
Чистый долг/EBITDA	3,8	4,9	

Источники: данные компании, PSB Research

Доходности облигаций: Металлургия и горнодобывающий сектор, Химия



Ключевые финансовые показатели млрд руб.	ТМК (В1/-/В+)			ЧТПЗ (Ваз/-/ВВ-)			Evraz (Ваз/ВВ-/ВВ-)		
	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %	2015	2016	Изм. %
Выручка	250	223	-10,9	148	135	-8,7	538	515	-4,1
Операционный денежный поток	40	31	-23,0	12	13	11,5	99	100	1,0
ЕБИТДА	40	35	-11,3	29	28	-3,5	88	103	16,9
ЕБИТДА margin	16,0%	15,9%	-0,1 п.п.	19,5%	20,6%	1,1 п.п.	16,4%	20,0%	3,6 п.п.
Чистая прибыль	-28	11	-	6	6	5,2	-44	-13	-
margin	отриц	4,8%	-	4,1%	4,7%	0,6 п.п.	отриц	отриц	-
Активы	322	287	-10,7	137	142	3,7	665	558	-16,0
Денежные средства и эквиваленты	22	17	-24,6	8	15	84,3	100	70	-30,0
Долг	204	177	-13,3	94	91	-3,2	463	358	-22,7
краткосрочный	44	16	-62,8	18	85	380,4	36	24	-34,4
долгосрочный	160	161	0,2	76	6	-92,7	426	334	-21,7
Чистый долг	182	160	-11,9	86	76	-11,4	362	287	-20,7
Долг/ЕБИТДА	5,1	5,0		3,3	3,3		5,2	3,5	
Чистый долг/ЕБИТДА	4,6	4,5		3,0	2,7		4,1	2,8	

Источники: данные компаний, PSB Research

Александр Полютков

ЭР-Телеком (B2/B+/-): итоги 2016 г. по МСФО и первичное размещение.

ЭР-Телеком показал хороший рост выручки по итогам 2016 г.: +27% до 28,2 млрд руб. благодаря своей активности в сфере слияний и поглощений. При этом более низкая рентабельность консолидированных активов оказала давление на EBITDA margin, которая сократилась на 4,9 п.п до 29%. Менеджмент прогнозирует, что за счет реализации синергетических эффектов в 2017 г. EBITDA будет расти опережающими выручку темпами: на 20% против 15%. Существенный рост затрат на инвестиции и капитальных расходов при незначительном увеличении операционного денежного потока привел к росту метрики Чистый долг/EBITDA с 1,9х до 3,0х. В дальнейшем мы ожидаем роста показателя до 3,5-4х, что, по нашему мнению, является допустимым уровнем с учетом хороших конкурентных позиций компании и ее гибкости в отношении инвестиционных расходов.

26 апреля ЭР-Телеком планирует провести сбор заявок на 3,5-летние облигации серии ПБО-03 объемом 5 млрд руб. Их справедливый уровень доходности мы оцениваем в диапазоне 10,6%-10,7% годовых, что на 20-30 б.п. ниже предварительного ориентира 10,78%-11,04% годовых. Относительно высокая доходность бумаг и потенциал для сужения премий после размещения позволяют рекомендовать их для добавления в диверсифицированные портфели.

Слияния и поглощения в B2B сегменте обеспечили рост выручки ЭР-Телеком на 27% до 28,2 млрд руб...

EBITDA margin сократилась на 4,9 п.п до 29% из-за более низкой рентабельности консолидированных активов...

Менеджмент прогнозирует рост выручки и EBITDA в 2017 г. на 15% и 20% соответственно...

Чистый долг ЭР-Телекома вырос с 14,4 до 24,6 млрд руб., а отношение Чистый долг/EBITDA – с 1,9х до 3,0х...

Финансовые результаты.

Оператор ЭР-Телеком, предоставляющий телекоммуникационные услуги под торговой маркой «Дом.ru» на территории России (второй по количеству абонентов оператор ШПД в стране), отчитался за 2016 г. по МСФО. Выручка компании увеличилась на 27% г/г. до 28,2 млрд руб. из которых, согласно комментариям менеджмента, примерно 4% пришлось на органическое развитие и 23% – на слияния и поглощения. Более 80% прироста выручки обеспечил B2B сегмент, доходы которого возросли на 129% до 8,8 млрд руб., в первую очередь, благодаря приобретению операторов Энфорта и ВестКолл (органический прирост составил 21%). В результате, доля B2B сегмента в структуре доходов ЭР-Телеком возросла с 17% до 31%, и мы ожидаем ее дальнейшего увеличения, поскольку менеджмент компании видит существенный потенциал роста в данном направлении.

Рост EBITDA в 2016 г. оказался гораздо более скромным: показатель увеличился лишь на 9% до 8,2 млрд руб., а EBITDA margin сократилась на 4,9 п.п до 29%. Это объясняется меньшей рентабельностью консолидированных в 2016 г. активов, ростом зарплат персонала и расходов на продвижение новых продуктов. В частности, коммерческие и административные расходы компании в 2016 г. выросли на 52% до 7,4 млрд руб. Чистая прибыль упала с 1,3 до 0,3 млрд руб. на фоне увеличения процентных расходов на 0,7 млрд руб. до 2,5 млрд руб.

Согласно заявлениям президента компании А.Кузюева, рост выручки в 2016 г. полностью соответствует плановым показателям. В 2017 г. темпы роста доходов составят не менее 15%, из которых 8–10% придется на органический рост. При этом EBITDA, по прогнозам менеджмента, будет расти опережающими темпами – на 20 и более процентов, в т.ч. благодаря повышению эффективности работы приобретенных в прошлом активов.

Долговая нагрузка

Текущая стратегия компании предполагает активное использование сделок M&A для роста бизнеса. Помимо операторов Энфорта и ВестКолл, в 2016 г. ЭР-Телеком приобрел Сибирскую телефонную компанию, Деловую сеть - Иркутск и ряд других активов, потратив в общей сложности более 7 млрд руб. Растут и капитальные затраты: в 2016 г. увеличились в 1,8 раза до 7,3 млрд руб. за счет реализации инвестиционных проектов по расширению монтированной емкости в городах присутствия и собственной магистральной сети, расходов на интеграцию приобретенных активов. При этом чистый операционный денежный поток оператора увеличился лишь на 4% до 7,7 млрд руб. В результате, Чистый долг ЭР-Телекома вырос с 14,4 до 24,6 млрд руб., Чистый долг/EBITDA – с 1,9х до 3,0х.

17 апреля 2017

В дальнейшем ожидается рост показателя до 3,5-4х, что является допустимым уровнем...

Перспективы по кредитным рейтингам неоднозначны...

Ликвидные облигации ЭР-Телеком серии ПБО-01 с доходностью 10,3% не представляют большого интереса...

Новый 3,5-летний выпуск серии ПБО-01 с ориентиром по доходности 10,78-11,04% выглядит недооцененным...

Расходы на CAPEX в 2017 г. предполагается сократить с 28% до 23% от выручки, что приведет к их незначительному росту в абсолютном выражении. В то же время компания пока еще видит немало возможностей для неорганического роста: годовая выручка потенциальных для консолидации операторов составляет 35-40 млрд руб. В связи с этим долговая нагрузка ЭР-Телеком в 2017 г., скорее всего, продолжит расти. Так, после отчетной даты компания уже приобрела доли операторов в регионах своего присутствия на сумму 4,2 млрд руб.

В целом, на ближайшие несколько лет менеджмент ЭР-Телеком считает для себя комфортным отношение чистого долга к EBITDA в пределах 3,5-4х, с которым работают большинство европейских операторов. Эта оценка базируется на технологическом лидерстве компании во многих сегментах и ее гибкости в отношении капитальных расходов. По словам А.Кузьева, срочность большинства проектов относительно невелика, поэтому CAPEX может быть сокращен в несколько раз в случае необходимости. Основные риски для будущих денежных потоков менеджмент видит в возможном снижении платежеспособного спроса населения, но поскольку российская экономика выходит из рецессии (наш прогноз по росту ВВП на 2017 г. – 2%) то они пока не представляют большой угрозы. Со своей стороны мы полагаем, что важную роль для финансовой устойчивости ЭР-Телеком будет играть его способность успешно интегрировать приобретаемые активы.

В декабре 2016 г. агентство Moody's изменило прогноз по кредитному рейтингу ЭР-Телекома со Стабильного на Позитивный. Согласно комментариям аналитиков, данное решение стало реакцией на успехи компании в области диверсификации услуг и расширения присутствия в регионах при сохранении сильной рентабельности, генерации денежного потока и покрытия процентов. Отметим, что текущий кредитный рейтинг от Moody's (B2) находится на одну ступень ниже, чем рейтинг от S&P (B+), поэтому его повышение позитивно отразится и на сводном рейтинге компании. В то же время аналитики агентства S&P пока более пессимистичны: текущий рейтинг «B+» был подтвержден в августе 2016 г. в сочетании с изменением прогноза со Стабильного на Негативный. По их мнению, инвестиционная стратегия российского оператора несет существенные риски для его свободного денежного потока. Полагаем, что с учетом планов менеджмента по дальнейшему росту долговой нагрузки, риски снижения рейтинга от S&P в 2017 г. остаются повышенными.

Рекомендации по облигациям.

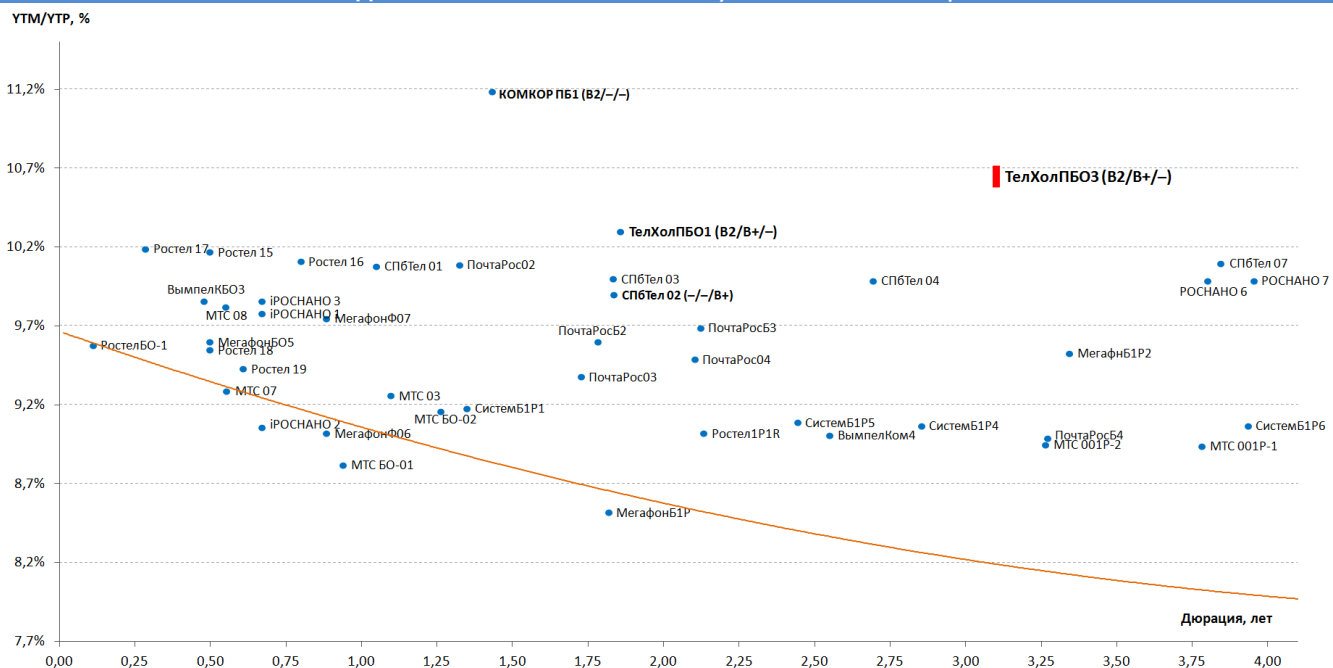
В настоящее время в обращении находятся 2 выпуска облигаций ЭР-Телеком серий ПБО-01 и ПБО-02 на общую сумму 8 млрд руб. При этом относительно ликвидными можно назвать лишь бумаги серии ПБО-01 с погашением в июле 2019 г., доходность которых, исходя из котировок на продажу, находится на уровне 10,3% годовых. На наш взгляд, успехи компании в части роста доходов и улучшение прогноза по кредитному рейтингу от Moody's уже учтены в текущих котировках ее облигаций. Так, премия их доходности к кривой ОФЗ с начала года сократилась с 300 до 180 б.п. Близкие по дюрации выпуски эмитентов с сопоставимыми рейтингами – Комкор ПБ1 (B2/-/-) и СПбТел 02 (-/-/B+) сейчас торгуются с доходностью 11,2% и 9,9% соответственно. Дисконт в доходности ЭР-Телеком ПБО-01 к Комкор ПБ1 величиной 90 б.п. закономерен с учетом больших масштабов бизнеса и информационной прозрачности ЭР-Телекома. Премия же к СПбТел 02 в размере 40 б.п. мы считаем оправданной с учетом перспектив перехода более закрепитованной Tele2 под контроль Ростелекома (-/BB+/BBB-), что снизит кредитные риски и стоимость обслуживания долга для мобильного оператора. Более того, мы видим потенциал для ее дальнейшего расширения и считаем выпуск СПбТел 02 в настоящее время наиболее привлекательным из вышеуказанных для покупки.

Интерес для добавления в диверсифицированные портфели, на наш взгляд, представляют также новые 3,5-летние бонды ЭР-Телекома серии ПБО-03, сбор заявок на которые компания планирует провести 26 апреля с 11:00 до 16:00 мск. Объем размещения – 5 млрд руб. Ориентир ставки 1-го купона составляет 10,50-10,75% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 10,78-11,04%

17 апреля 2017

годовых. Данная доходность транслируется в премию к кривой ОФЗ в районе 270-290 б.п., что, на наш взгляд, выглядит избыточным при разнице в сроке погашения в сравнении с выпуском ПБО-01 в 15 месяцев. Справедливой премией мы считаем диапазон 250-260 б.п., что соответствует доходности 10,6-10,7% годовых. Кроме того, более высокая дюрация выпуска по сравнению с уже обращающимися на бирже увеличивает потенциал для роста котировок облигаций на ближайший год в условиях возобновившегося цикла снижения ключевой ставки ЦБ.

Доходности облигаций телекоммуникационного сектора



Роман Насонов

Ключевые финансовые показатели, млн руб.	ЭР-Телеком (B2/B+/-)			
	2015	2016	Изм. %	
Выручка, в т.ч.:	22 169	28 208	27	
B2C	18 318	19 390	6	
B2B	3 851	8 818	129	
Коммерческие и административные расходы	4 901	7 437	52	
EBITDA	7 511	8 187	9	
	EBITDA margin	33,9%	29,0%	-4,9 п.п.
Чистая прибыль	1 293	258	-80	
	margin	5,8%	0,9%	-4,9 п.п.
Операционный денежный поток	7 402	7 716	4	
CAPEX	4 103	7 263	77	
	2015	2016	Изм. %	
Активы	23 721	40 014	69	
Денежные средства и эквиваленты, депозиты	1 209	5 791	379	
Долг	15 590	30 422	95	
	краткосрочный	1 296	3 662	183
	долгосрочный	14 294	26 760	87
Чистый долг	14 381	24 631	71	
Долг/EBITDA	2,1	3,7		
Чистый долг/EBITDA	1,9	3,0		

Источники: данные компании, PSB Research

МИБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ): вторичное размещение.

Международный инвестиционный банк (МИБ) 26 апреля планирует провести сбор заявок инвесторов на вторичное размещение облигаций серии 02 объемом до 3,0 млрд руб. Индикативный ориентир доходности объявлен в диапазоне 9,46-9,73% годовых. Оферта - через 2 года.

Акционерами МИБ в настоящее время являются Россия, Болгария, Венгрия, Чехия, Словакия, Румыния, Куба, Монголия, Вьетнам. Основные направления деятельности - поддержка малого и среднего бизнеса в странах-членах банка и участие в финансировании социально значимых инфраструктурных проектов. МИБ характеризуется относительно небольшими масштабами бизнеса. Активы банка по МСФО на 31.12.2016 г. составили 881,4 млн евро. Высокий уровень кредитных рейтингов банка и его инвестиционная привлекательность обусловлены следующими факторами: наднациональный статус, высокая обеспеченность собственным капиталом (44% пассивов), поддержка стран-участниц, географическая диверсификация, значительный запас ликвидности на балансе (денежные средства, депозиты и ценные бумаги составляют 46% от всех активов). Принимая во внимание высокий уровень кредитных рейтингов МИБ, заявленный уровень доходности вторичного размещения выглядит интересно. Ожидаем размещения займа ближе к нижней границе маркетируемого уровня доходности

МИБ планирует 26 апреля вторичное размещение облигаций серии 02 объемом до 3 млрд руб...

Ориентир доходности – 9,46 – 9,73% годовых содержит премию 96 – 123 б.п. к кривой ОФЗ при наличии кредитного рейтинга, превышающего рейтинг России ...

Капитал МИБ сформирован за счет взносов России, Болгарии, Венгрии, Чехии, Словакии, Румынии, Кубы, Монголии, Вьетнама...

Статус банка предполагает безналоговый режим и поддержку со стороны стран-участниц...

Кредитование осуществляется преимущественно через национальные и международные институты развития и банки партнеры, что обеспечивает высокое качество активов...

Комментарий.

Международный инвестиционный банк (МИБ) 26 апреля с 11:00 МСК до 16:00 МСК планирует провести сбор заявок инвесторов на вторичное размещение облигаций серии 02 объемом до 3,0 млрд руб. Индикативный ориентир цены вторичного размещения установлен в размере 100,00-100,45% от номинала, что при ставке купона 9,5% соответствует доходности 9,46-9,73% годовых. Оферта - через 2 года, погашение - 16.04.2025 г. Данный выпуск был размещен в апреле 2015 г. и практически полностью выкуплен по оферте 31.10.2016 г. Организаторами вторичного размещения выступают Банк Зенит, Росбанк и Совкомбанк.

Предлагаемый МИБ прайсинг содержит премию к кривой ОФЗ в размере 96 – 123 б.п. Также мы обращаем внимание, что выпуск предлагается с премией 10 – 37 б.п. к доходности недавно размещенного займа Газпромбанка (Ва2/ВВ+/ВВ+) серии БО-16. При этом МИБ имеет кредитный рейтинг выше, чем суверенный рейтинг России.

Среди выпусков рублевых облигаций, имеющих кредитный рейтинг выше суверенного, можно отметить облигации Тойота Банка (-/-/А-) и Фольксваген банка (-/ВВ+/ВВВ+). Выпуск Тойота Банка серии 01 торгуется с доходностью 9,36 – 9,65% годовых, дюрация 0,9 года, что содержит премию 61-90 б.п. к кривой ОФЗ. Выпуск Фольксваген банка серии Б1Р1 котируется с доходностью 9,7% годовых, дюрация 0,9 года, премия к ОФЗ – 95 б.п. Наличие премии в данных выпусках при наличии высоких кредитных рейтингов можно объяснить меньшей ликвидностью бумаг по сравнению с ОФЗ. Предлагаемый уровень доходности вторичного размещения МИБ соответствует диапазону, в котором торгуются облигаций Тойота Банка и Фольксваген банка. Принимая во внимание инверсию кривой ОФЗ, выпуск МИБ с 2-летней офертой смотрится интересно уже по нижней границе.

МИБ осуществляет свою деятельность на основе межправительственного Соглашения, что предусматривает безналоговый статус, специальный режим банковского регулирования, поддержку государственных органов стран-членов. Акционерами МИБ в настоящее время являются Россия, Болгария, Венгрия, Чехия, Словакия, Румыния, Куба, Монголия, Вьетнам. Основные направления деятельности - поддержка малого и среднего бизнеса в странах-членах банка и участие в финансировании социально значимых инфраструктурных проектов. Масштабы бизнеса МИБ относительно небольшие. Активы банка по МСФО на 31.12.2016 г. составили 881,4 млн евро. Банк осуществляет кредитование преимущественно через ведущие национальные финансовые институты с государственным участием, банки развития и экспортно-импортные банки и агентства, либо в партнерстве с другими международными институтами развития. Такая бизнес-модель обеспечивает высокое качество кредитного портфеля. По итогам 2016 г. объем просроченной задолженности

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

17 апреля 2017

Активы и пассивы банка имеют широкую страновую диверсификацию...

Собственный капитал МИБ составляет 44% от пассивов, что вместе с высоким запасом ликвидности обеспечивает высокую финансовую устойчивость...

Fitch в декабре 2016 г. повысило рейтинг МИБ на одну ступень – до уровня «BBB», прогноз «Стабильный»...

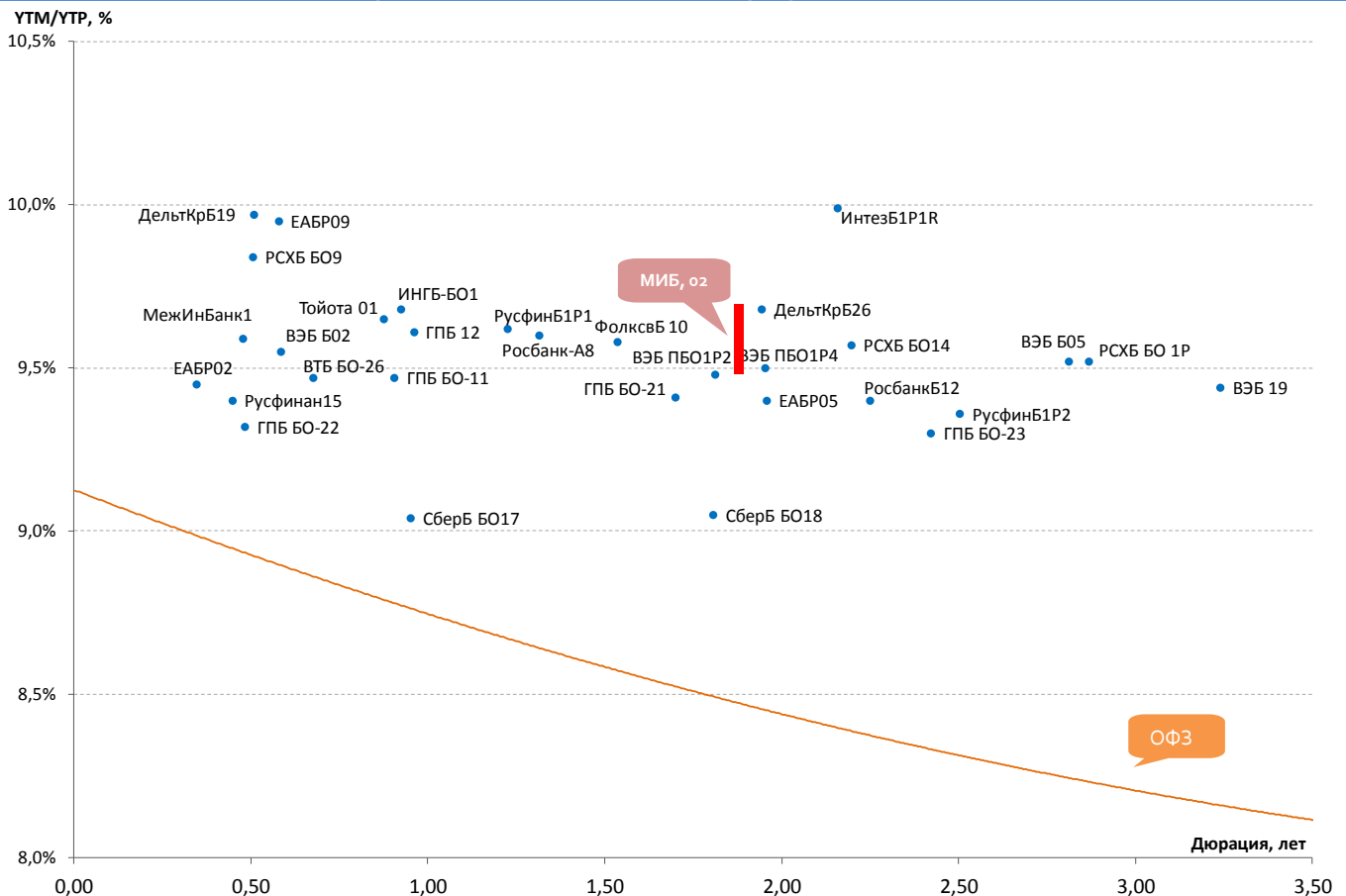
по предоставленным кредитам (включая МБК) составил 3,9% от портфеля. Объем созданных резервов в 1,15 раза покрывает необслуживаемую задолженность. Кредитный портфель МИБ имеет широкую страновую диверсификацию: Россия (23%), Болгария (17%), Монголия (14%), Румыния (11%), Чехия (6%), Вьетнам (5%).

МИБ поддерживает значительный объем высоко ликвидных активов. Денежные средства, депозиты и ценные бумаги составляли 46% от всех активов по МСФО на 31.12.2016 г. В то же время мы обращаем внимание, что часть портфеля подвержена рискам обесценения. По данным МИБ, 52% высоколиквидных активов приходится на контрагентов с инвестиционным кредитным рейтингом, 20% вложений имеют рейтинг категории «BB-»/«BB+», 29% соответствуют рейтинговой категории «B-»/«B+».

МИБ имеет высокий уровень обеспеченности собственными средствами. Капитал МИБ составлял 390,2 млн евро, что формировало 44% от всех пассивов банка на 31.12.2016 г. Вторым крупным источником фондирования является привлечение средств за счет выпуска долговых ценных бумаг (30,9% от пассивов). Также МИБ активно привлекает средства других банков и финансовых институтов (13,5% пассивов). Средства клиентов составляют незначительную часть пассивов - порядка 1%. Для своевременного обслуживания обязательств МИБ может использовать как собственные ресурсы, так и задействовать свободные кредитные линии других банков.

Последнее рейтинговое действие с отношении МИБ было предпринято агентством Fitch в декабре 2016 г. Рейтинг банка был повышен на одну ступень до уровня «BBB» со «Стабильным» прогнозом. В качестве позитивных факторов агентством Fitch был отмечен рост и географическая диверсификация операций банка в Центральной и Восточной Европе (ЦВЕ), на долю которых приходится 40% портфеля банка. Кроме того агентство отметило улучшение деловой среды в ключевых регионах бизнеса МИБ и усиление его политики управления рисками.

Карта доходности облигаций: Государственные банки



/Дмитрий Монастыршин

Ключевые финансовые показатели МИБ (МСФО)

Балансовые показатели, млн евро	2013	2014	2015	2016	2016/2015
Активы	411	612	809	881	8,9%
Денежные средства и депозиты в банках	62	66	160	138	-13,5%
Доля в активах	15,0%	10,8%	19,8%	15,7%	
Кредиты (net)	38	108	166	269	62,3%
Доля в активах	9,1%	17,7%	20,5%	30,5%	
NPL, %	0,0%	7,2%	8,5%	5,2%	-39,0%
Резервы / NPL (90+)	0,00	0,44	0,66	1,15	
Долгосрочные кредиты банкам	59	132	141	94	-32,9%
Доля в активах	14,3%	21,6%	17,4%	10,7%	
Финансовые активы	136	162	185	269	45,4%
Доля в активах	33,0%	26,6%	22,9%	30,6%	
Средства клиентов	3	5	7	9	24,1%
Доля в пассивах	0,8%	0,8%	0,9%	1,0%	
Средства, привлеченные от других банков	50	59	158	192	22,0%
Доля в пассивах	12,1%	9,6%	19,5%	21,8%	
Выпущенные долговые ценные бумаги	0	113	213	273	28,1%
Доля в пассивах	0,0%	18,4%	26,3%	30,9%	
Капитал	352	389	398	390	-1,9%
Доля в пассивах	85,7%	63,7%	49,1%	44,3%	
Total Capital Adequacy Ratio	102,3%	78,1%	57,7%	53,6%	
Показатели прибыльности, млн руб.	2013	2014	2015	2016	2016/2015
Чистые процентные доходы	12,9	12,0	9,4	4,8	-48,8%
Чистые комиссионные доходы			0,4	0,7	69,9%
Создание резервов под обесценение	-10,1	-3,6	-6,2	-7,6	22,6%
Чистые непроцентные доходы	22,2	19,2	16,6	22,2	33,5%
Операционные доходы	35,2	31,2	26,4	27,7	4,8%
Операционные расходы	-22,4	-23,4	-18,2	-19,4	6,2%
Прибыль за период	2,6	4,2	2,1	0,8	-61,0%
Качественные показатели деятельности	2013	2014	2015	2016	2016/2015
RoAA	0,7%	0,8%	0,3%	0,1%	
RoAE	0,7%	1,1%	0,5%	0,2%	
Cost / Income	63,8%	75,0%	68,9%	69,8%	
Чистая процентная маржа	4,4%	3,7%	3,1%	2,5%	

Источники: данные банка, расчеты PSB Research

**ПАО «Промсвязьбанк»
PSB Research**

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

<http://www.psbank.>
<http://www.psbinvest.>
PSB RESEARCH

Николай Кащеев Директор по исследованиям и аналитике	KNI@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-39
---	---------------	-----------------------------------

АНАЛИЗ ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Александр Полютков	PolyutovAV@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-54
Дмитрий Монастыршин	Monastyrshin@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-10
Роман Насонов	NasonovRS@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-98-33
Михаил Поддубский	PoddubskiyMM@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-78-69

АНАЛИЗ ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	LoktyukhovEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-61
Илья Фролов	FrolovIG@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	KrylovaEA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-67-31
Игорь Нуждин	NuzhdinIA@psbank.ru	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-70-11

ДЕПАРТАМЕНТ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ
СОБСТВЕННЫЕ ОПЕРАЦИИ

Дмитрий Иванов	Операции на финансовых рынках	
Руслан Сibaев	FISS	
Пётр Федосенко	Еврооблигации	+7 (495) 705-97-57
Константин Квашнин	Рублевые облигации	+7 (495) 705-90-69
Евгений Жариков	ОФЗ, длинные ставки	+7 (495) 705-90-96
Михаил Маркин	Опционы на FX, Rates, Equities, Commodities	+7 (495) 411-5133
Алексей Кулаков		
Павел Демещик	FX, короткие ставки	+7 (495) 705-9758
Евгений Ворошнин	Денежный рынок	+7 (495) 411-5132
Сергей Устиков	РЕПО	+7 (495) 411-5135
Александр Орехов	Акции	+7 (495) 777-10-20, доб. 77-73-19

КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ

Ольга Целинина	Операции с институциональными клиентами Fixed Income	+7 (495) 705-97-57
Александр Аверочкин		
Филипп Аграчев		
Александр Сурпин		
Виктория Давитиашвили	Центр экспертизы для корпоративных клиентов	
Татьяна Муллина	Конверсии, Хеджирование, РЕПО,	+7 (495) 228-39-22
Владислав Риман	Структурные продукты, DCM	
Максим Сушко		
Давид Меликян		
Александр Борисов		
Олег Рабец		
Александр Ленточников	Конверсионные и валютные форвардные операции	+7 (495) 733-96-28
Глеб Попов		
Игорь Федосенко	Брокерское обслуживание	+7 (495) 705-97-69
Виталий Туруло		+7(495) 411-51-39

17 апреля 2017

© 2017 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.