

Мониторинг первичного рынка

Российские эмитенты усиливают активность по размещению новых выпусков облигаций на локальном и внешнем рынках. Интерес к размещению новых евробондов поддерживает стремление привлечь ликвидность для рефинансирования краткосрочного долга (предстоящего к погашению в 2017 – 2018 годах), а также ожидания повышения ставки ФРС. На локальном рынке появился новый фактор: изменение критериев Банка России по включению бондов в Ломбардный список. С 14 июля «ломбардными» могут стать только новые выпуски российских эмитентов с кредитным рейтингом АКРА на уровне не ниже «BBB(RU)». На сегодняшний день рейтинги АКРА имеют только 3 региона и 7 банков, представленных на рынке облигаций. Учитывая, что получение кредитного рейтинга занимает определенное время, ожидаем, что корпоративные эмитенты, планировавшие размещение во 2 пол. 2017 г. из-за отсутствия «ломбардных» рейтингов будут стремиться перенести размещения на второй квартал.

В свою очередь, приток ликвидности в банковский сектор и НПФ поддерживает высокий спрос на новые выпуски облигаций. По данным ЦБ, ПФР перечислил в конце марта на счета НПФ средства граждан в рамках переходной кампании 2016 г. (около 234 млрд руб.). Дополнительный приток рублевой ликвидности в банковскую систему в феврале-марте на сумму порядка 0,2 трлн руб. обеспечили операции Минфина по покупке валюты за счет сверхплановых нефтегазовых доходов.

На текущей и следующей неделе анонсированы размещения новых бондов на локальном рынке: ТМК, ФПК, ЛСР, ЭР-Телеком, МИБ, Тинькофф Банк. На внешних площадках помимо Металлоинвеста и Фосагро новые евробонды планируют разместить в ближайшее время ПМХ (Кокс) и МКБ. Подробные комментарии к размещению новых выпусков облигаций ФПК, ЛСР и Тинькофф Банк приведены далее.

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
ТМК, БО-6	B1/B+/-	да	5 000	20 апр	25 апр	10,15 - 10,40% / 10,41 - 10,67%	3 / 10	10,25%
ФПК, 001P-01	Ba1/BB+/BB+	да	5 000	20 апр		9,00 - 9,25% / 9,20 - 9,46%	5,5 / 10	9,20%
Тинькофф Банк, 001P-01R	B1-/BB-	да	5 000	21 апр	28 апр	10,0 - 10,25% / 10,25 - 10,51%	2 / 5	10,50%
ЛСР, 001P-02	B1-/B	да	5 000	24 апр	26 апр	9,75 - 10,00% / 10,11 - 10,38%	- / 5	10,10%
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	
ПМХ (КОКС)	B3/B-/B	нет	\$	20 - 25 апреля road show			5	
Фосагро	Ba1/BBB-/BB+	да	~\$500 млн	с 20 апреля road show			4 - 5	
МКБ, perp	B1/BB-/BB		\$	с 20 апреля road show			5,5 / бессрочн.	

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.
РОСТЕЛЕКОМ, 001P-02R	-/BB+/BBB-	да	10 000	19 апр	26 апр	8,80 - 8,95% / 8,99 - 9,15%	8,65% / 8,84%	5 / 10	84
ГТЛК, 001P-04	Ba2/BB-/BB-	да	10 000	17 апр	25 апр	9,90 - 10,10% / 10,27 - 10,49%	9,85% / 10,22%	6 / 15	222
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

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	Ba3/BB-/BB-	да	\$ 750 mln	13 мар	20 мар	5,500%	5,375%	- / 6	

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Rusbonds, Интерфакс

ФПК (Ва1/ВВ+/ВВ+): первичное предложение.

ФПК начала премаркетинг облигаций серии 001P-01 объемом 5 млрд руб. Сбор заявок ожидается не ранее 20 апреля. Ориентир 1-го купона – 9,00%-9,25%, доходность – 9,20%-9,46% годовых к оферте через 5,5 лет. У ФПК в обращении один выпуск серии 01, но его ликвидность ограниченная – сделки проходят с доходностью 9,3%-9,45%/дюр. 1,85 г. (премия к ОФЗ 80-95 б.п.). В длине также торгуются облигации «материнской» РЖД серий 28 и Б01P1R (УТР 8,85-8,93%/дюр. 2,56-4,51 г.). По выпуск Б01P1R РЖД собирали книгу в конце марта с купоном 8,7% (УТР 8,89%) и офертой 6 лет. Индикатив доходности новых бондов ФПК предполагает премию к выпускам РЖД около 35-60 б.п. Также относительно недавно book-building облигации провели Почта России (-/-/ВВВ-) и Газпром нефть (Ва1/ВВ+/ВВВ-) сроком 4 и 5 лет под ставку 8,9% и 8,7% соответственно. Учитывая уровни доходности облигаций РЖД, итоги размещений эмитентов с госучастием и рейтингом «ВВ+/ВВВ-», считаем, что ФПК может разместиться по нижней границе. Не исключено, что повышенный спрос на бонды качественных эмитентов позволит установить ставку ниже ориентира. Кредитное качество ФПК в 2016 г. оставалось на высоком уровне – компания показала рост выручки на 11,4% г/г до 202 млрд руб., EBITDA – на 21,9% г/г до 25 млрд руб., EBITDA margin составила 12,4% («+1,1 п.п.» г/г). Уровень долга ФПК по итогам 2016 г. остался неизменным – метрика Чистый долг/EBITDA составила 0,2х, что является более чем комфортным значением. Риски рефинансирования короткого долга были низкие.

ФПК начала премаркетинг облигаций серии 001P-01 объемом 5 млрд руб...

Ориентир 1-го купона – 9,00%-9,25%, доходность – 9,20%-9,46% к оферте через 5,5 лет ...

У ФПК в обращении один выпуск серии 01, но его ликвидность низкая – УТР 9,3%-9,45%, дюр. 1,85 г...

В длине также торгуются облигации «материнской» РЖД серий 28 и Б01P1R – УТР 8,85%-8,93%, дюр. 2,56-4,51 г...

Новые бонды ФПК дают премию к выпускам РЖД около 35-60 б.п...

Облигации ФПК могут найти спрос по нижней границе индикатива, возможно ниже, учитывая высокий спрос на качественные бонды...

Кредитное качество ФПК в 2016 г. оставалось на высоком уровне...

Комментарий. Федеральная пассажирская компания (ФПК) начала премаркетинг облигаций серии 001P-01 объемом 5 млрд руб. Сбор заявок ожидается не ранее 20 апреля. Ориентир ставки 1-го купона – 9,00%-9,25% годовых, что соответствует доходности к оферте через 5,5 лет на уровне 9,20%-9,46% годовых.

В настоящее время у ФПК в обращении имеется один выпуск облигаций серии 01 объемом 5 млрд руб. Ликвидность данного займа ограниченная – сделки проходят с доходностью 9,3%-9,45% годовых при дюрации 1,85 года, премия к ОФЗ 80-95 б.п.

Кроме того, на рассматриваемом участке дюрации торгуются облигации «материнской» компании – РЖД серий 28 (УТР 8,85%-8,93%/2,56 г.) и Б01P1R (УТР 8,85-8,9%/4,51 г.), премия этих бондов к кривой ОФЗ порядка 95 б.п. Причем, последний выпуск РЖД размещали в конце марта – начале апреля с купоном 8,7% годовых (УТР 8,89%) и офертой через 6 лет. Индикатив доходности новых бондов ФПК предполагает премию к выпускам РЖД около 35-60 б.п., что выглядит вполне справедливо, учитывая разницу в масштабах бизнеса и рейтингах (на 1 ступень от Fitch).

Для сравнения, в конце марта и начале апреля книги заявок на облигации также собрали: Почта России (-/-/ВВВ-) и Газпром нефть (Ва1/ВВ+/ВВВ-). Купон по выпуску Почты серии БО-4 был установлен на уровне 8,9% (УТР 9,1%) к 4-летней оферте, а по 5-летним бондам Газпром нефть серии 1P1R – 8,7% (УТМ 8,89%). Причем, выпуск Газпром нефть 1P1R в настоящее время торгуется вблизи номинала – цена 100,05%/УТМ 8,88%, облигации Почта БО-4 – выше номинала – 100,25/100,34 (УТР 9,02%/8,99%). При этом премия данных выпусков к кривой ОФЗ составляет порядка 85-90 б.п.

Учитывая уровни доходности длинных облигаций «материнской» РЖД, а также итоги последних размещений корпоративных эмитентов с госучастием и рейтингом «ВВ+/ВВВ-», считаем, что ФПК вполне может разместить новые облигации по нижней границе индикатива (купон 9%/УТР 9,2%). В то же время не исключено, что сохраняющиеся ожидания дальнейшего понижения ключевой ставки ЦБ и потенциально высокий спрос на облигации качественных корпоративных эмитентов, в том числе со стороны НПФ (ожидается поступление 234 млрд руб. из ПФР в апреле), могут позволить установить ставку купона ниже ориентира.

Кредитное качество ФПК в 2016 г. оставалось на высоком уровне. За минувший год выручка компании выросла на 11,4% г/г до 202 млрд руб. в основном за счет пассажирских перевозок по России («+15%» г/г до 164,5 млрд руб.), показатель EBITDA увеличился на 21,9% г/г до 25 млрд руб., EBITDA margin составила 12,4%

19 апреля 2017

Выручка и EBITDA показали рост, EBITDA margin достигла 12,4% («+1,1 п.п.» 2/2)...

ФПК – монополист на рынке ж/д пассажирских перевозок дальнего следования...

Государство регулирует тарифы ФПК, а также компенсирует потери в доходах по социально значимым направлениям...

Уровень долга ФПК по итогам 2016 г. остался низким – метрика Чистый долг/EBITDA составила 0,2х...

Риски рефинансирования короткого долга ФПК несут существенные...

S&P в конце марта 2017 г. изменило прогноз рейтингов ФПК на Позитивный, подтвердив сам рейтинг на уровне «BB+»...

(«+1,1 п.п.» г/г). Причем, операционных расходы компании росли медленнее в 2016 г. (на 7% г/г), чем доходы, что позволило улучшить прибыльность бизнеса. Чистая прибыль ФПК в 2016 г. составила 9,7 млрд руб. против 7,4 млрд руб. годом ранее.

Напомним, ФПК занимает монопольное положение на рынке железнодорожных пассажирских перевозок дальнего следования в России, используя инфраструктуру РЖД («материнская» структура ФПК, доля владения: 100% - 1 акция). Компания осуществляет пассажирские перевозки, транспортировку багажа и почты в 77 регионах страны, где существует железнодорожная инфраструктура, а также в 16 странах Европы и Азии.

В связи с монопольным положением ФПК государство регулирует тарифы на пассажирские перевозки дальнего следования, а также компенсирует потери компании в доходах по социально значимым направлениям. Так, субсидии из федерального бюджета для компенсации эффекта от регулирования тарифов на пассажирские перевозки дальнего следования в общих и плацкартных вагонах в 2016 г. составили 18,95 млрд руб. («-24%» г/г).

Уровень долга ФПК по итогам 2016 г. остался неизменным – метрика Долг/EBITDA составила 0,8х, Чистый долг/EBITDA – 0,2х, что более, чем комфортные значения. При этом в абсолютном выражении размер долга ФПК за год вырос на 21,7% г/г до 19,7 млрд руб. При этом короткая часть долга (3,5 млрд руб.) полностью перекрывалась денежными средствами на счетах компании общим объемом 13,6 млрд руб. К тому же по итогам 2016 г. у ФПК имелся невыбранный объем кредитных линий в банках на общую сумму 25,6 млрд руб.

Ранее гендиректор ФПК П.Иванов сообщал Интерфакс, что «компания планирует привлекать средства в рамках программы облигаций на финансирование закупки нового подвижного состава в среднесрочной перспективе». Размещение новых облигаций ФПК вряд ли приведет к заметному росту уровня долга, финансовая политика компании, скорее всего, останется консервативной.

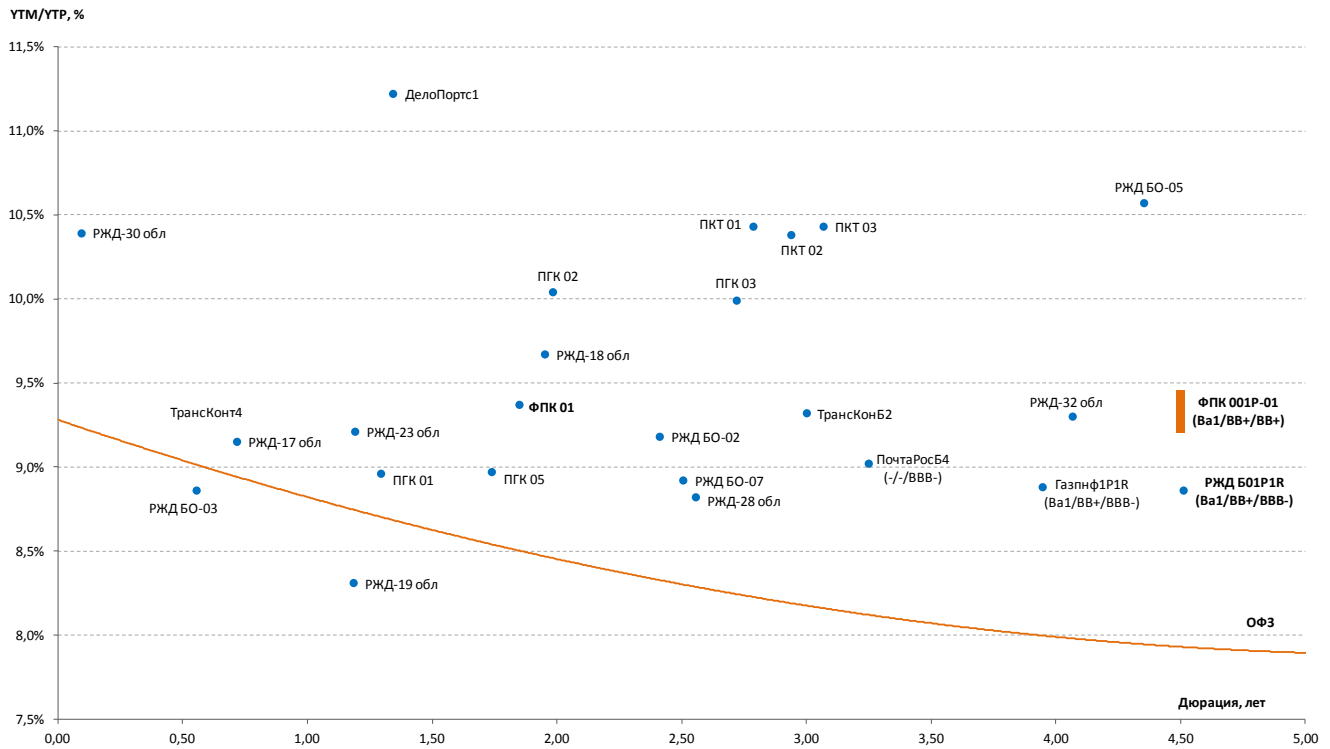
Напомним, агентство S&P в конце марта 2017 г. изменило прогноз рейтингов ФПК на Позитивный со Стабильного вслед за аналогичным действием по суверенным рейтингам РФ и РЖД. Долгосрочный рейтинг ФПК был подтвержден на уровне «BB+».

Ключевые финансовые показатели млрд руб.	ФПК (Ba1/BB+/BB+)		
	2015	2016	Изм. %
Выручка	180,9	201,6	11,4
Операционный денежный поток	18,0	21,6	19,7
EBITDA	20,5	25,0	21,9
EBITDA margin	11,3%	12,4%	1,1 п.п.
Чистая прибыль	7,4	9,7	30,8
margin	4,1%	4,8%	0,7 п.п.
	2015	2016	Изм. %
Активы	184,3	196,2	6,5
Денежные средства и их эквиваленты	11,1	13,6	21,9
Долг	16,2	19,7	21,7
краткосрочный	2,8	3,5	26,6
долгосрочный	13,4	16,2	20,6
Чистый долг	5,1	6,2	21,2
Долг/EBITDA	0,8	0,8	
Чистый долг/EBITDA	0,2	0,2	

Источники: данные компании, PSB Research

/ Александр Полотов

Карта доходности облигаций: Транспорт



ЛСР (В1/–/В): первичное размещение.

Группа ЛСР 24 апреля с 11:00 до 16:00 мск проведет сбор заявок на 5-летние амортизируемые облигации серии 001P-02 объемом 5 млрд руб. Компания реализует стратегию экспансии в Московском регионе, которая способствовала одновременно росту ее выручки в 2016 г. на 13% до 98,1 млрд руб. и сокращению EBITDA margin на 1,8 п.п. до 19,7%. Из-за существенного роста объемов строительства долговая нагрузка девелопера по метрике Чистый долг/EBITDA по итогам года выросла с 0,7х до 1,6х, а в 2017 г., по нашим прогнозам, она может достичь 2,3-2,5х. Справедливую доходность нового выпуска ЛСР мы оцениваем на уровне 10,1%-10,2% годовых, что соответствует нижней границе маркируемого диапазона (YTM 10,09%-10,36%).

ЛСР планирует разместить 5-летние амортизируемые бонды, ориентир по доходности – 10,11-10,38%...

Выручка компании в 2016 г. увеличилась на 13% до 98,1 млрд руб., благодаря существенному росту масштабов бизнеса в Москве...

Ждем сохранения умеренного роста EBITDA в 2017 г. благодаря восстановлению российской экономики и снижению ипотечных ставок...

Комментарий

Строительная компания ЛСР 24 апреля с 11:00 до 16:00 мск проведет сбор заявок на 5-летние биржевые облигации серии 001P-02 объемом 5 млрд руб. По выпуску предусмотрена амортизационная структура погашения: по 20% от номинальной стоимости погашается в даты выплаты 12-го, 14-го, 16-го, 18-го и 20-го купонов, купоны выплачиваются ежеквартально. Ориентир ставки 1-го купона – 9,75%-10,00% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 10,11%-10,38% годовых. Размещение бумаг на бирже запланировано на 26 апреля.

Финансовые результаты

Непростой с точки зрения макроэкономических условий 2016 г. можно назвать относительно успешным для группы ЛСР. Ее доходы увеличились на 13% до 98,1 млрд руб., в основном, благодаря существенному росту масштабов бизнеса в Москве. Компанией было введено в эксплуатацию 198 тыс. кв. м недвижимости в столице, что на 121% превышает показатель предыдущего года, а выручка данного сегмента возросла в 3,5 раза до 20,7 млрд руб.

Вместе с тем, активная экспансия на новом рынке не могла не отразиться на показателях рентабельности: EBITDA margin московского направления в 2016 г. составила лишь 3% против 34% в Санкт-Петербурге и 19% в Екатеринбурге. В результате, EBITDA margin ЛСР по итогам 2016 г. сократилась на 1,8 п.п. до 19,7%, а рентабельность по чистой прибыли – на 2,9 п.п. до 9,3%. Основной площадкой для деятельности девелопера пока по-прежнему остается Санкт-Петербург: его доля в выручке от реализации недвижимости составила 62% против 30% для Москвы, благодаря чему компании удалось показать рост EBITDA в абсолютном выражении – на 3% г/г до 16 млрд руб. Чистая прибыль при этом сократилась на 14% до 9,2 млрд руб.

Согласно оперативным данным компании, в 1 кв. 2017 г. продажи недвижимости упали на 36% г/г. до 13,5 млрд руб., что отчасти объясняется эффектом высокой базы первых месяцев прошлого года. Несмотря на относительно неблагоприятную текущую конъюнктуру на рынке недвижимости, мы с умеренным оптимизмом смотрим на перспективы бизнеса ЛСР.

Согласно данным Росстата, экономика России уже вошла в стадию восстановления и, по нашим прогнозам, ВВП РФ в 2017 г. вырастет на 2%. Спрос населения на жилую недвижимость также должно поддержать происходящее снижение ставок по ипотеке, которое, вероятно, продолжится в ближайшие месяцы в условиях замедления темпов инфляции и возобновления цикла снижения ключевой ставки Банка России в марте. Так, по оперативным данным ЛСР, доля продаж ее недвижимости в ипотеку в их общем числе по итогам 1 кв. 2017 г. уже достигла 45% против 34% годом ранее.

Стратегия менеджмента на ближайшие годы предполагает доведение объемов девелоперского бизнеса в Московском регионе до уровня, достигнутого на рынке в Санкт-Петербурге. Прогноз по объемам заключенных контрактов на 2017 г. – 770 тыс. кв. м., что на 13% выше уровня 2016 г. Считаем, что это позволит сохранить темпы роста EBITDA как минимум на текущем уровне, а ее абсолютная величина по итогам 2017 г. может превысить 20 млрд руб.

19 апреля 2017

Ключевые финансовые показатели (МСФО) млн руб.	ЛСР			
	2015	2016	Изм. %	
Введено недвижимости в эксплуатацию, тыс. кв. м.	754	788	5	
Заключено новых контрактов, тыс. кв. м.	611	681	11	
Выручка	86 830	98 072	13	
Валовая прибыль	26 097	28 745	10	
margin	30,1%	29,3%	-0,7 п.п.	
EBITDA	18 632	19 298	4	
EBITDA margin	21,5%	19,7%	-1,8 п.п.	
Чистая прибыль	10 649	9 163	-14	
margin	12,3%	9,3%	-2,9 п.п.	
Операционный денежный поток	-8 331	-6 218	-25	
Сарех	3 152	3 222	2	
Сарех, % от выручки	3,6%	3,3%	-9	
Выплаченные дивиденды	8 036	8 037	0	
	2015	2016	Изм. %	
Активы	204 381	245 020	20	
в т.ч. запасы	121 270	158 901	31	
Запасы, % от активов	59%	65%	9	
Денежные средства и эквиваленты	20 434	25 630	25	
Долг	33 018	55 695	69	
	краткосрочный	11 114	9 029	-19
	долгосрочный	21 904	46 666	113
Чистый долг	12 584	30 065	139	
Долг/EBITDA	1,8	2,9	-	
Чистый долг/EBITDA	0,7	1,6	-	

Источник: данные компании, PSB Research

Долговая нагрузка

Чистый долг ЛСР в 2016 г. вырос на 139% до 30 млрд руб. на фоне отрицательного денежного потока и значительных дивидендных выплат...

Запасы компании, основную часть которых составляет недостроенная недвижимость, по итогам 2016 г. выросли на 31% до 158,9 млрд руб. В результате ее чистый операционный денежный поток остался отрицательным, составив -6,2 млрд руб. Компания также сохранила уровень дивидендных выплат, на которые ушло более 8 млрд руб. Данные факторы внесли наиболее значимый вклад в рост чистого долга ЛСР на 17,5 млрд руб. до 30 млрд руб. Как следствие, долговая нагрузка девелопера по метрике Чистый долг/EBITDA по итогам года выросла с 0,7х до 1,6х.

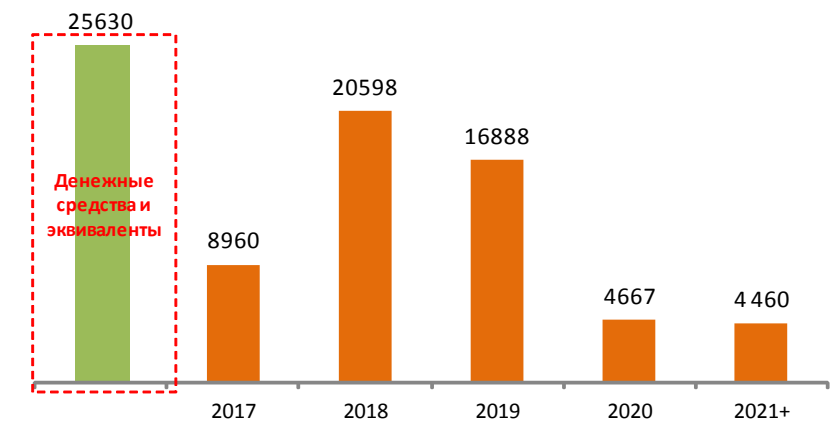
Дивидендная политика компании предполагает выплату дивидендов в размере не менее 50% чистой прибыли и ориентирована на предсказуемость и стабильность их величины, поэтому в 2017 г. на эти цели, скорее всего, будет потрачена та же сумма, что и в прошлые годы, т.е. чуть более 8 млрд руб.

В то же время чистый операционный денежный поток, скорее всего, останется на отрицательной территории, учитывая планы ЛСР по активному развитию бизнеса в Москве. Дополнительные риски для роста долга связаны с динамикой кредиторской и дебиторской задолженности, которая добавила почти 18 млрд руб. к чистому операционному потоку в 2016 г.: дебиторская задолженность сократилась на 5,7 млрд руб. до 20,9 млрд руб., а кредиторская увеличилась на 12 млрд руб. до 99 млрд руб.

Частичная корректировка этих показателей в обратную сторону может потребовать дополнительного финансирования на сумму 3-5 млрд руб. Таким образом, отношение Чистый долг/EBITDA ЛСР в следующем году может вырасти примерно до 2,0-2,5х. Тем не менее, запас прочности у компании пока остается достаточно высоким. Все ее долги номинированы в рублях, а имеющиеся на балансе денежные средства на 87% покрывают ее обязательства на 2017-2018 гг. 48% долгового портфеля ЛСР представлено кредитам Россельхозбанка, 22% - Сбербанка.

Ждем роста метрики Чистый долг/EBITDA в 2017 г. до 2,3-2,5х...

График погашения долга ЛСР (31.12.2016 г.), млн руб.



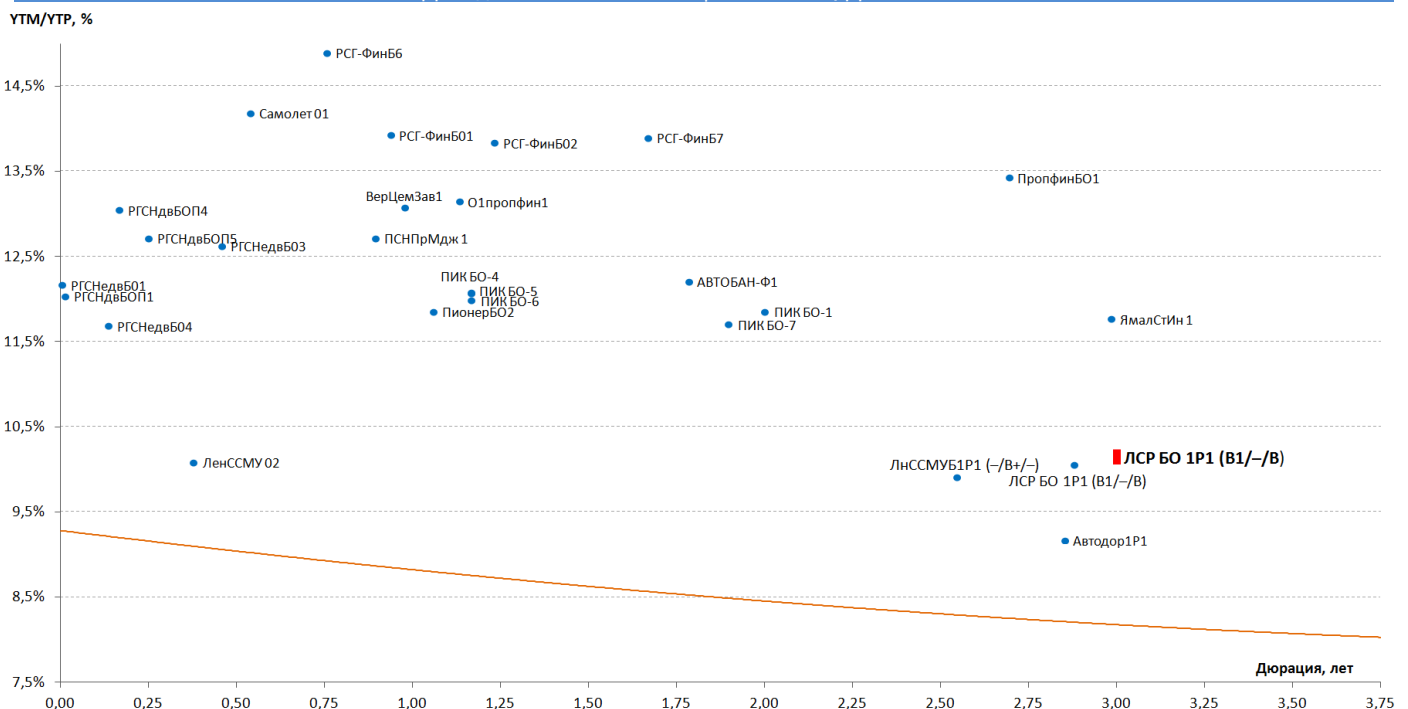
Источники: данные компании, PSB Research

Справедливый уровень доходности облигаций

Справедливая доходность нового выпуска ЛСР 10,1%-10,2%, участие в размещении интересно на всем макетируемом диапазоне...

В настоящее время в обращении находятся 3 выпуска облигаций ЛСР на общую сумму 10,8 млрд руб., из которых ликвидным является выпуск серии 001P-01 с погашением в сентябре 2021 г., имеющий аналогичную размещаемым бумагам амортизационную структуру. На данный момент он торгуется с доходностью 10,05% годовых. В качестве ориентира для предстоящего размещения целесообразно также использовать амортизационный выпуск петербургского девелопера ЛенСпецСМУ (-/В+/-) серии 001P-01 с погашением в июне 2021 г., доходность которого находится на уровне 9,9% годовых. Данная компания еще не отчиталась за 2016 г. по МСФО, по итогам же 1 пол. 2016 г. ее Чистый долг/ЕБИТДА находился на уровне 0,9х против 1,1х у ЛСР. В то же время масштабы бизнеса ЛенСпецСМУ примерно в 3 раза меньше, поэтому премия в доходности облигаций ЛСР за разницу в 1 ступень по сводному кредитному рейтингу, на наш взгляд, не должна превышать 20-30 б.п. Как итог, справедливую доходность нового выпуска ЛСР мы оцениваем на уровне 10,1%-10,2% годовых, что соответствует нижней границе маркетизируемого диапазона.

Доходности облигаций: Строительство, Девелопмент



Роман Насонов

Тинькофф Банк (B1/-/BB-): первичное размещение.

Тинькофф Банк 21 апреля планирует сбор заявок на новый выпуск облигаций объемом 5 млрд руб. Индикативный ориентир доходности объявлен в диапазоне 10,25% – 10,51% годовых. Оферта - через 2 года. Мы считаем, что участие в первичном размещении интересно ближе к верхней границе маркетируемого диапазона доходности.

Чистая прибыль TCS Group по МСФО за 2016 г. составила 11 млрд руб. Активы за 2016 г. выросли на 25,6% до 175,4 млрд руб. В 2017 г. TCS Group рассчитывает увеличить прибыль до 14 млрд руб. (+27% г/г). Рост прибыли планируется обеспечить за счет увеличения кредитного портфеля (не менее чем на 20% г/г) и снижения стоимости фондирования. В то же время мы обращаем внимание на снижение способности группы самостоятельно генерировать капитал после изменения дивидендной политики в марте 2017 г., которая теперь предусматривает выплату дивидендов в размере 50% от прибыли ежеквартально. Кроме того, маржинальность Тинькофф банка в 2017-2018 гг. по нашим ожиданиям будет снижаться в связи с повышением с 1 марта 2017 г. коэффициентов риска по новым потребительским кредитам.

Тинькофф Банк планирует 21 апреля book-building облигаций объемом 5 млрд руб...

Ориентир доходности – 10,25 – 10,51% годовых не предполагает премии к обращающимся бондам крупных банков рейтинговой категории «BB-»/«BB»...

Чистая прибыль TCS Group за 2016 г. выросла до 11 млрд руб...

Позитивное влияние на финансовые результаты оказал рост активов на 25,6% г/г - до 175,4 млрд руб., снижение NPL90+ с 12,4% до 10,2%...

Показатель NIM вырос до 26,2% по сравнению с 25,1% в 2015 г.

Обеспеченность собственным капиталом снизилась в результате выплаты дивидендов и увеличения риска на балансе...

Комментарий.

Тинькофф банк планирует 21 апреля провести сбор заявок инвесторов на новый выпуск облигаций серии 001P-01R объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки купона объявлен в диапазоне 10,00%-10,25% годовых, что соответствует доходности к 2-летней оферте на уровне 10,25%-10,51% годовых.

У Тинькофф банка в обращении имеется один выпуск рублевых облигаций объемом 3 млрд руб. Выпуск был размещен в июне 2016 г. со ставкой купона 11,7% годовых, оферта через 1,5 года. На вторичном рынке бумага котируется с широким спрэдом по доходности в диапазоне 9,25% – 12,00% годовых, дюрация 0,7 года. Мы считаем, что участие в первичном размещении интересно ближе к верхней границе маркетируемого диапазона доходности. Альтернативу новому выпуску облигаций Тинькофф Банка составляют бонды эмитентов финансового сектора, превосходящие Тинькофф Банк по масштабам бизнеса и уровню кредитных рейтингов: Банк ФК Открытие (Ваз/BB-/–), Промсвязьбанк (Ваз/BB-/–), МКБ (B1/BB-/BB), Банк Зенит (Ваз/–/BB), ГТЛК (Ваз/BB-/BB-). На вторичном рынке бонды крупных частных банков торгуются с доходностью 10,30% – 10,60% годовых при дюрации 1,5 – 3 года.

Чистая прибыль TCS Group, в состав которой входят Тинькофф Банк (B1/-/BB-) и Тинькофф Страхование, по итогам 2016 г. составила 11,0 млрд руб. Чистая прибыль за 4 кв. 2016 г. выросла до 3,7 млрд руб. Основной вклад в результаты Группы вносит банковский бизнес. Страховые операции принесли Группе в 2016 г. убыток 120 млн руб. при доле в активах 1,1%. Финансовые результаты Тинькофф Банка в 2016 г. улучшились за счет роста работающих активов, удешевления фондирования и снижения стоимости риска. Совокупные активы TCS Group за 2016 г. выросли на 25,6% до 175,4 млрд руб., что существенно опережает среднеотраслевую динамику. Кредитный портфель Тинькофф Банка вырос в 2016 г. на 19,1% до 120,4 млрд руб. (за вычетом резервов до 102,9 млрд руб.). Доля проблемной задолженности в кредитном портфеле (NPL 90+) снизилась с 12,4% до 10,2%. Чистая процентная маржа в 2016 г. выросла до 26,2% (25,1% в 2015 г.). Позитивное влияние на маржу оказало снижение стоимости фондирования с 13,4% до 10,7%. В абсолютном выражении чистые процентные доходы выросли до 34,0 млрд руб. (24,6 млрд руб. в 2015 г.).

Приток средств клиентов стал главным источником роста активных операций Тинькофф Банк. Клиентские остатки выросли в 2016 г. на 39,4% до 124,6 млрд руб. Зависимость от долгового рынка остается на низком уровне. В 2016 г. банк погасил рублевые облигации, выпущенные в 2013 г., и разместил новый займ на 3 млрд руб. Также банк погасил в 2016 г. выпущенные ранее ЕСП и сократил задолженность по субордам с 14,6 млрд руб. до 11,5 млрд руб.

Обеспеченность собственным капиталом снизилась в результате роста взвешенных по риску активов, а также использования прибыли в размере 5,4 млрд руб. для выплаты дивидендов и выкупа собственных акций. Достаточность общего капитала (CAR) в соответствии с Basel-I снизилась с 18,3% до 16,3%. По РСБУ показатель Н1.1 и Н1.2.

19 апреля 2017

В 2017 г. Группа планирует увеличить прибыль до 14 млрд руб., направив 50% на выплату дивидендов...

Повышение коэффициентов риска по новым потребительским кредитам с 1 марта 2017 г. негативно скажется на обеспеченности капиталом и марже.

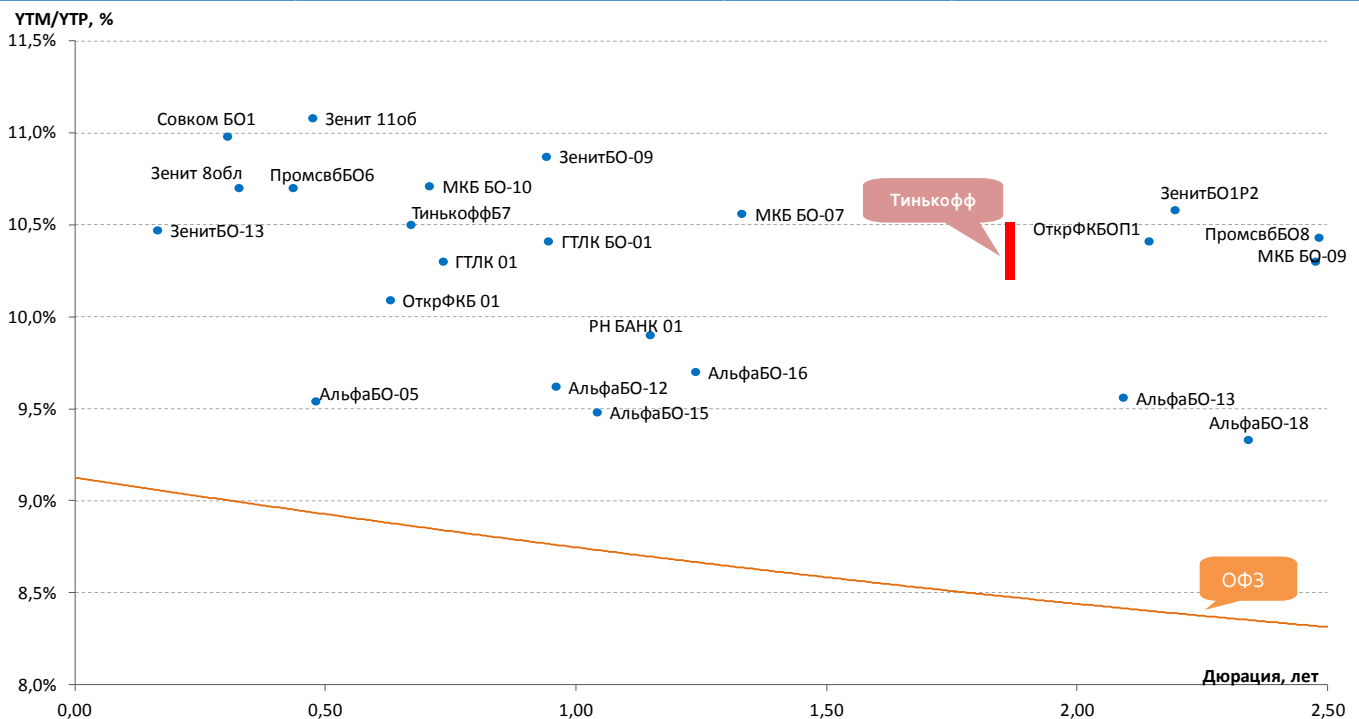
снизились с 9,3% до 8,6% при нормативном минимуме 6,625% и 5,125% соответственно. Показатель Н1.0 снизился с 13,0% до 11,1% (нормативный минимум 8,625%).

В 2017 г. TCS Group рассчитывает увеличить прибыль до 14 млрд руб. (+27% г/г). Рост прибыли планируется обеспечить за счет увеличения кредитного портфеля (не менее чем на 20% г/г) и снижения стоимости фондирования. В то же время мы обращаем внимание на снижение способности банка самостоятельно генерировать капитал после изменения дивидендной политики в марте 2017 г., которая теперь предусматривает выплату дивидендов в размере 50% от прибыли ежеквартально.

Кроме того, мы ожидаем снижения маржинальности банка в 2017-2018 г. в результате повышения с 1 марта 2017 г. коэффициентов риска по новым потребительским кредитам. Согласно новым требованиям Банка России, по потребительским кредитам с ПСК (полная стоимость кредита) 20 – 25% применяется к-т риска 110%, с ПСК 25% - 30% к-т риска составит 140%, с ПСК 30-35% применяется к-т риска 300%, по кредитам с ПСК более 35% к-т составит 600%. Поскольку Тинькофф Банк присутствует преимущественно в сегменте кредитов с ПСК более 35% сохранение текущей модели приведет к опережающему росту взвешенных по риску активов по мере увеличения нового портфеля. Для сохранения нормативов банку придется снижать ставки по кредитам, что приведет к снижению маржи.

/Дмитрий Монастыршин

Карта доходности облигаций: Банки, финансовые институты (ВВ/+/-)



Ключевые финансовые показатели TCS Group (консолидированная МСФО-отчетность)

Балансовые показатели, млрд руб.	2013	2014	2015	2016	изм 2016/2015
Активы	98,9	108,8	139,7	175,4	25,6%
Денежные средства	18,8	10,7	13,7	16,2	18,3%
Доля в активах	19%	10%	10%	9%	
Кредиты (net)	74,0	74,6	82,1	102,9	25,4%
Доля в активах	75%	69%	59%	59%	
NPL (>90дн.)	7,0%	14,5%	12,4%	10,2%	-2,2 п.п
Резервы / NPL	1,6	1,4	1,5	1,4	
Финансовые активы	0,6	9,1	27,2	36,0	32,4%
Доля в активах	1%	8%	19%	21%	
Собственные долговые ценные бумаги	26,2	19,4	1,9	3,0	57,2%
Доля в пассивах	26%	18%	1%	2%	
Средства клиентов	43,2	43,4	89,3	124,6	39,5%
Доля в пассивах	44%	40%	64%	71%	
Капитал	20,6	20,9	22,9	29,5	28,6%
Доля в пассивах	21%	19%	16%	17%	
Достаточность общего капитала (CAR)	25,0%	21,8%	18,3%	16,3%	-2,0 п.п
Показатели прибыльности, млрд руб.	2013	2014	2015	2016	изм 2016/2015
Чистые процентные доходы (до резервов)	26,9	30,8	24,6	34,0	38%
Создание резервов под обесценение	-9,8	-15,8	-14,7	-8,4	-43%
Операционные доходы	23,2	26,8	24,5	34,3	40%
Операционные расходы	-5,9	-6,1	-7,3	-11,3	56%
Чистая прибыль	5,8	3,4	1,9	11,0	495%
Качественные показатели деятельности	2013	2014	2015	2016	изм 2016/2015
RoAE	44,5%	15,7%	8,4%	42,5%	+34,1 п.п
Cost / Income	35,6%	29,6%	38,0%	43,7%	+5,7 п.п
NIM	36,4%	34,8%	25,1%	26,2%	+1,1 п.п

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 Сибяев	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, Equites, 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

19 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.