

Конвертируемые облигации ЛУКОЙЛа

Юрий Нефёдов

Справка по конвертируемым облигациям

Конвертируемая облигация является гибридным инструментом и состоит из обыкновенной облигации и колл-опциона на акции компании. Соответственно, цена облигации ведет себя как колл-опцион при приближении цены акции к цене исполнения опциона и как обычная облигация, если опцион находится «вне денег».

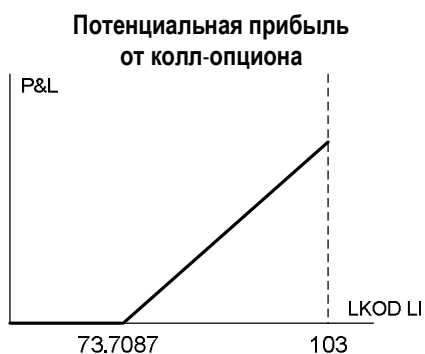
Цена конвертируемой облигации имеет так называемый *floor* (минимальная экономически-обоснованная цена), так как инструмент не может стоить меньше конверсионной стоимости (коэфф. конвертации помноженный на текущую цену акции).

Цена инструмента зависит как от уровня процентных ставок, так и от волатильности цены акции.

Таблица текущих котировок

Контрагент	Bid	Ask
ISM Capital	101.5	101.625
Bloom generic	101.512	101.913
Jefferies	101.35	101.75
KNG SEC	101.5	102.25

Источник: Bloomberg



Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Интересный гибрид

Инвестиционный вывод

Вчера стало известно, что ЛУКОЙЛ, через свою голландскую SPV LUKOIL International Finance B.V., разместил выпуск конвертируемых облигаций объемом \$ 1.5 млрд под ставку 2.625 % на 4.5 года. Мы считаем конвертируемые облигации ЛУКОЙЛа интересным инструментом для инвестирования. Согласно нашим расчётам, цена актива показывает высокую устойчивость к росту доходности в условиях сохранения цены ADR ЛУКОЙЛа в диапазоне \$ 50-60 на сроке 3 месяца. При достижении таргета (\$ 73.25), установленного нашими аналитиками по рынку акций, цена бонда будет ниже 100 % только в случае экстремального роста доходностей. Заметим, что сейчас инструмент котируется выше номинала (см. таблицу текущих котировок слева или ALLQ в Bloomberg для E1506594 Corp).

Метрики инструмента

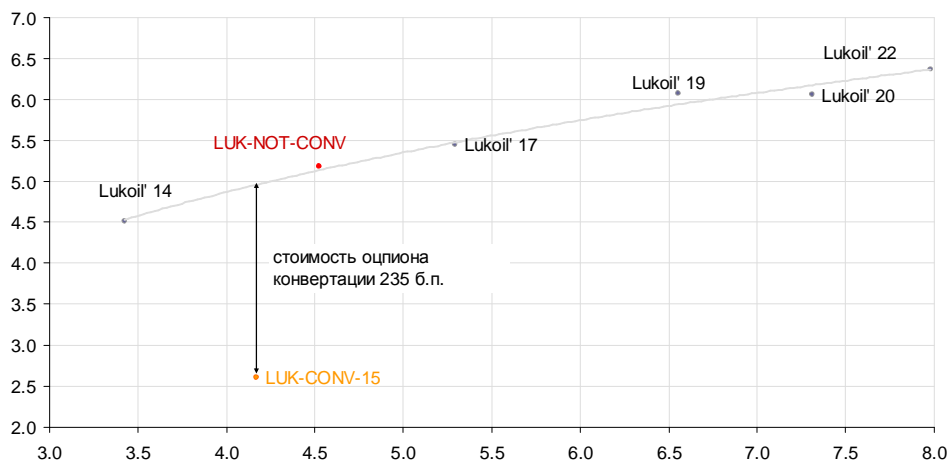
Согласно сообщению эмитента, базовая цена установлена на уровне \$ 56.699 за ADR, премия составляет 30 %. Из этого следует, что цена исполнения колл-опциона, внедренного в облигацию составляет \$ 73.7087 (соответственно, коэффициент конвертации равен 1 357 ADR за облигацию). Это означает, что если ADR ЛУКОЙЛа будет торговаться выше этого значения, конвертация облигаций в акции будет иметь экономический смысл. Период конвертации начинается через 40 дней после выпуска, т.е. 25 января 2011 г.

Обращаем внимание инвесторов на то, что после 31 декабря 2013 г. ЛУКОЙЛ имеет право выкупить облигации по 100 %, если стоимость конверсии превысит 140 % от номинала. Вмененная максимальная цена ADR при этом составляет \$ 103.

Описание параметров облигации

#	Расчёт	Параметры	#	Расчёт	Параметры
1		Валюта USD	15		Колл опцион эмитента
2		Номинал 100 000	16		Начало действия 31.12.2013
3		Кол-во облигаций 15 000	17		Цена выкупа 100%
4		Купон 2.625%	18		Страйк опциона 140%
5		Конвенция 30/360	19 (2)*(18)		Страйк опциона (USD) 140 000
6		Референсная цена 56.699	20 (19)/(9)		Вмененная макс. цена акции 103
7		Премия 30%	21 (21)/10-1		Вмененный рост цены акции 81%
8 (6)*(1+(7))		Страйк опциона конвертации (ADR / bond) 73.7087	22		Ключевые соотношения
9 (2)/(8)		1 357	23 (9)*(10)		Стоимость позиции при конверт: 77 264
10		Текущая цена акции 56.95	24 (13)/(9)		Цена конвертации по рынку 73.7087
11		Ожидаемые дивиденды 1.75	25 (24)-(10)		Премия конвертации (на акцию) 16.76
12		Цена облигации без опциона 89 958	26 (25)/(10)		Премия конвертации (%) 29%
13		Рыночная цена облигации 100 000	27		Премия к цене vanilla bond 11%
14 (13)-(12)		Стоимость опциона конвертации 10 042			

Кривая доходности ЛУКОЙЛа и конвертируемый выпуск



Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Результаты размещения

Если посмотреть на доходность конвертируемой облигации в отрыве от заложенного внутри опциона, то можно решить, что ЛУКОЙЛ разместился с дисконтом порядка 235 б.п. к кривой еврооблигаций. На самом деле, спрэд в 235 б.п. в доходности (11 п.п. в цене) является стоимостью опциона конвертации. Согласно нашим данным, вмененная волатильность опциона по результатам размещения составила порядка 25 %. Это согласуется с вмененной волатильностью на рынке на длинных сроках по колл-опционам с ценой исполнения 130 %. Вчера мы видели котировки на продажу с волатильностью 30 % на июнь 2011 г.

Мы провели анализ чувствительности цены облигации на сроке 3 и 12 месяцев (см. таблицы ниже) и пришли к следующим выводам:

- при сохранении торгового коридора в \$ 50-60 по ADR ЛУКОЙЛа и росте волатильности до 40 % при изменении кривой на 50 б.п. в обе стороны, инвестиции в инструмент остаются выгодными.
- при достижении акций ЛУКОЙЛа через 12 месяцев таргета в \$ 73.25, выставленного нашими аналитиками, цена облигации падает ниже номинала только в случае экстремального роста доходности на 300 б.п. Поскольку эти события являются взаимоисключающими и с учетом рекомендации «покупать» ЛУКОЙЛ мы также рекомендуем к покупке конвертируемые облигации поскольку мы ожидаем резкого роста доходностей на рынке еврооблигации в ближайшие месяцы.

Анализ чувствительности цены конвертируемых облигаций ЛУКОЙЛа (с учетом НКД)

		16/03/11	LKOD LI		60.000		Yield shift, bp									
			-100	-75	-50	-25	0	25	50	75	100	200	300			
Vol	20%	100.30%	99.39%	98.50%	97.61%	96.74%	95.88%	95.02%	94.18%	93.35%	90.12%	87.04%				
	25%	103.20%	102.29%	101.40%	100.51%	99.64%	98.78%	97.92%	97.08%	96.25%	93.02%	89.94%				
	30%	106.21%	105.30%	104.40%	103.52%	102.64%	101.78%	100.93%	100.08%	99.25%	96.02%	92.94%				
	40%	112.29%	111.38%	110.48%	109.60%	108.72%	107.86%	107.01%	106.16%	105.33%	102.10%	99.02%				
	50%	118.27%	117.37%	116.47%	115.59%	114.71%	113.85%	113.00%	112.15%	111.32%	108.09%	105.01%				
	60%	124.04%	123.13%	122.24%	121.35%	120.48%	119.62%	118.76%	117.92%	117.09%	113.86%	110.78%				
	70%	129.50%	128.59%	127.70%	126.81%	125.94%	125.08%	124.22%	123.38%	122.55%	119.32%	116.24%				
		16/03/11	LKOD LI		50.000		Yield shift, bp									
			-100	-75	-50	-25	0	25	50	75	100	200	300			
Vol	20%	96.94%	96.03%	95.14%	94.25%	93.38%	92.52%	91.66%	90.82%	89.99%	86.76%	83.68%				
	25%	98.90%	97.99%	97.10%	96.21%	95.34%	94.48%	93.62%	92.78%	91.95%	88.72%	85.64%				
	30%	101.15%	100.24%	99.34%	98.46%	97.58%	96.72%	95.87%	95.02%	94.19%	90.96%	87.88%				
	40%	106.05%	105.14%	104.25%	103.36%	102.49%	101.62%	100.77%	99.93%	99.10%	95.87%	92.79%				
	50%	111.11%	110.20%	109.30%	108.42%	107.55%	106.68%	105.83%	104.99%	104.15%	100.93%	97.85%				
	60%	116.10%	115.20%	114.30%	113.42%	112.54%	111.68%	110.83%	109.98%	109.15%	105.92%	102.84%				
	70%	120.91%	120.01%	119.11%	118.23%	117.35%	116.49%	115.64%	114.79%	113.96%	110.73%	107.65%				
		16/03/11	LKOD LI		40.000		Yield shift, bp									
			-100	-75	-50	-25	0	25	50	75	100	200	300			
Vol	20%	95.27%	94.36%	93.47%	92.58%	91.71%	90.84%	89.99%	89.15%	88.32%	85.09%	82.01%				
	25%	96.25%	95.35%	94.45%	93.57%	92.69%	91.83%	90.97%	90.13%	89.30%	86.07%	82.99%				
	30%	97.62%	96.71%	95.81%	94.93%	94.05%	93.19%	92.34%	91.50%	90.66%	87.43%	84.36%				
	40%	101.05%	100.15%	99.25%	98.36%	97.49%	96.63%	95.77%	94.93%	94.10%	90.87%	87.79%				
	50%	104.96%	104.06%	103.16%	102.28%	101.40%	100.54%	99.69%	98.84%	98.01%	94.78%	91.70%				
	60%	109.01%	108.10%	107.21%	106.32%	105.45%	104.58%	103.73%	102.89%	102.06%	98.83%	95.75%				
	70%	113.01%	112.10%	111.21%	110.32%	109.45%	108.59%	107.73%	106.89%	106.06%	102.83%	99.75%				
		16/12/11	LKOD LI		73.250		Yield shift, bp									
			-100	-75	-50	-25	0	25	50	75	100	200	300			
Vol	20%	108.39%	107.63%	106.88%	106.13%	105.39%	104.66%	103.94%	103.22%	102.52%	99.76%	97.11%				
	25%	111.79%	111.02%	110.27%	109.52%	108.79%	108.05%	107.33%	106.62%	105.91%	103.15%	100.50%				
	30%	115.15%	114.39%	113.63%	112.89%	112.15%	111.42%	110.70%	109.98%	109.27%	106.51%	103.87%				
	40%	121.76%	121.00%	120.24%	119.50%	118.76%	118.03%	117.31%	116.59%	115.88%	113.12%	110.48%				
	50%	128.16%	127.40%	126.64%	125.90%	125.16%	124.43%	123.71%	122.99%	122.28%	119.52%	116.88%				
	60%	134.30%	133.54%	132.79%	132.04%	131.30%	130.57%	129.85%	129.13%	128.43%	125.67%	123.02%				
	70%	140.15%	139.39%	138.63%	137.89%	137.15%	136.42%	135.69%	134.98%	134.27%	131.51%	128.86%				

Источник: Аналитический департамент Банка Москвы

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank of Moscow Research @mmbank.ru

Директор департамента

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Управление рынка акций**Стратегия, экономика**

Тремасов Кирилл, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Нефть и газ

Борисов Денис, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Вахрамеев Сергей, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru

Электроэнергетика

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Рубинов Иван, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru

Металлургия, Химия

Волов Юрий, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Кучеров Андрей

Kuchеров_AA@mmbank.ru

Финансовый сектор

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Потребсектор

Купеев Виталий

Kupeev_VS@mmbank.ru

Телекоммуникации

Горячих Кирилл

Goryachih_KA@mmbank.ru

Машиностроение/Транспорт

Лямин Михаил

Lyamin_MY@mmbank.ru

Управление долговых рынков

Федоров Егор

Fedorov_EY@mmbank.ru

Нефедов Юрий

Nefedov_YA@mmbank.ru

Сарсон Анастасия

Sarson_AY@mmbank.ru

Горбунова Екатерина

Gorbunova_EB@mmbank.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 Банк Москвы рассматривает в качестве достоверных. Однако Банк Москвы, его 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 Банка 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.

Банк Москвы, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. Банк Москвы, его 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. Банк Москвы не берет 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 Банка Москвы. Банк Москвы не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.