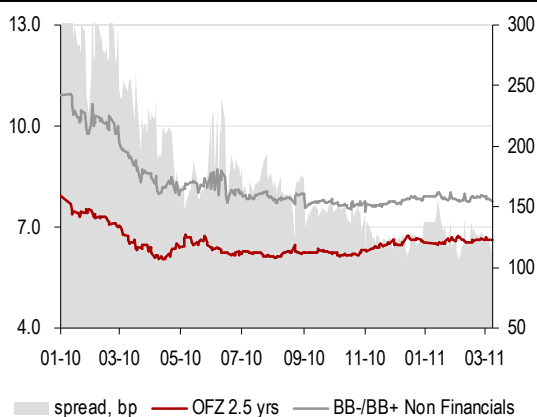


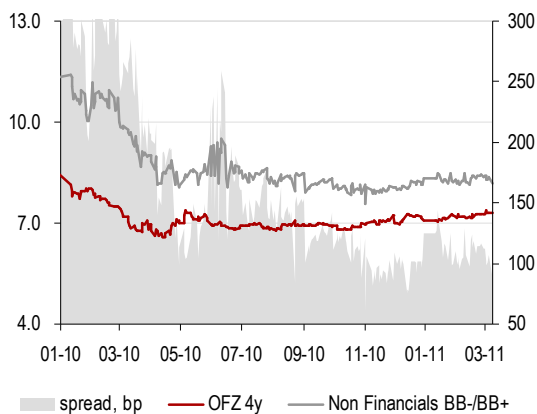
Как не заблудиться в трёх бондах

Индекс доходности постоянной дюрации эмитентов нефинансового сектора с рейтингами ВВ-/ВВ+ (2.5 г.)



Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Индекс доходности постоянной дюрации эмитентов нефинансового сектора с рейтингами ВВ-/ВВ+ (4 г.)



Источник: ММББ, RD Банка Москвы

Мы рекомендуем воспользоваться офертой по облигациям третьей серии, обменяв их на выпуск 4-й серии при сохранении Система-2 в портфеле до оферты в 2012 году. Поступая таким образом, инвестор получает доходность при исполнении оферты по Система-3 и взамен приобретает эквивалентный по структуре выпуск Система-4 – с возможностью досрочного погашения со стороны эмитента и все теми же ковенантами. При этом Система-2 продолжает приносить высокую текущую доходность в 14.75 % до 2012 года и является интересной с точки зрения ценовой стабильности в условиях роста ставок.

Структура выпусков: читаем между строк

Решение о выпуске предусматривает право эмитента определить возможность частичного досрочного погашения облигаций «до даты начала размещения» (пункт (В) п.п. 9.5 Решения о выпуске). Датой размещения предположительно будет 22 марта, а книга закрывается 18-го марта. Предполагаемый график амортизации указан в документах организаторов и снижает дюрацию выпуска с 4.0 до 2.2 лет. Эффективная доходность составит 7.6-7.9%. Процесс размещения, по сути, предполагает обмен облигаций второй и третьей серии на выпуск Система-4, так как, согласно регламенту, разосланному в рынок, право на продажу бондов 2-й и/или 3-й серии реализуется в случае, помимо прочего, выставления в адрес организатора заявки на покупку облигаций 4-й серии.

Следует отметить, что выпуск второй серии с более высоким купоном не предусматривает возможности эмитента досрочно погасить облигацию, в то время как выпуск третьей серии, согласно Решению о выпуске, имеет такую возможность – причём выкуп осуществляется по 100%. Кроме того 3-й и 4-й выпуски эквивалентны с точки зрения ковенант. Инвесторы могут потребовать досрочного погашения, если, например, Система перестанет консолидировать МТС или в случае уменьшения доли владения В. Евтушенкова до менее чем 50%+1 акция. «Занести» выпуск также можно, если будут нарушены обязательства по долгу, доля которого превышает 10% от балансовой стоимости активов на последнюю отчетную дату (подробнее ковенанты в п.п. 9.5. Решения).

Два пути

У инвестора в настоящий момент есть два пути: пойти на оферту, получив, по сути, текущую доходность при исполнении опциона, и обменять выпуски на 4-ю серию или отказаться от предложения и держать выпуски до оферты в 2012 году.

Сейчас покупка выпусков на вторичном рынке обеспечит доходность 18% по выпуску второй и 12% по выпуску третьей серии. Отметим, что в случае промедления потенциальная доходность будет стремиться к текущей доходности за счёт роста НКД и полного возврата цен к уровням выкупа.

Оценка вариантов обмена облигаций

Дельта в дюрации	Сист. 2	Сист. 3
Сист. 4 no amort 7.5	2.70	2.49
Сист. 4 no amort 7.75	2.67	2.46
Сист. 4 amort 7.5	0.99	0.78
Сист. 4 amort 7.75	0.99	0.78
Премия в доходности	Сист. 2	Сист. 3
Сист. 4 no amort 7.5	100	71
Сист. 4 no amort 7.75	130	101
Сист. 4 amort 7.5	100	71
Сист. 4 amort 7.75	130	101
Справедливая премия	Сист. 2	Сист. 3
Сист. 4 no amort 7.5	117	101
Сист. 4 no amort 7.75	116	100
Сист. 4 amort 7.5	59	43
Сист. 4 amort 7.75	59	43

Источник: RD Банка Москвы

Оценка вариантов для держателей облигаций Системы

В случае решения принять оферту

Выпуск	Last	AI @ 11.03	Put	AI @ 22.3	Curr Coup	Yield %	Yield p.a.
Сист. 2	111.09	9.70	111.25	14.14	14.75%	0.539	17.90
Сист. 3	109.14	33.90	109.15	37.67	12.50%	0.344	11.40
Сист. 4	100.00				7.5-7.75%		7.64-7.9

В случае отказа от участия в оферте

Выпуск	Last	Yield,%	MD
Сист. 2	111.09	6.60	1.25
Сист. 3	109.14	6.89	1.46
Сист. 4 no amort	100.00	7.64-7.9	3.95
Сист. 4 amort	100.00	7.64-7.9	2.22

Источник: ММВБ, оценки Аналитического департамента Банка Москвы

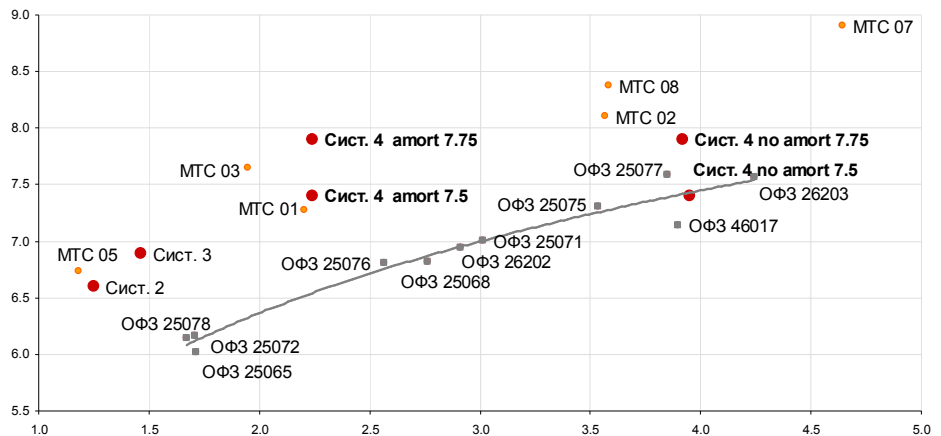
Чтобы оценить, компенсируется ли потеря бумаг с высоким купоном премией по новому выпуску 4-й серии, мы провели сравнение предлагаемой и справедливой премии. Так как потенциальный инвестор меняет короткую дюрацию (до оферт в 2012 году по выпускам 2-3) на длинную по выпуску 4-й серии, премия в доходности должна компенсировать разницу в дюрации. В качестве эталона премии за срок мы используем бескупонную кривую ОФЗ. В качестве справедливой премии используем разницу в доходности кривой на сроках соответствующих дюрации бумаг 4-й, 2-й и 3-й серии. Согласно нашим оценкам предлагаемая премия выше справедливой на 40-60 б.п. только при условии максимального купона в 7.75 % (см. таблицу «Оценка вариантов обмена облигаций» слева).

В итоге инвестор меняет короткие бонды с высоким купоном на длинные с низким купоном, увеличивая тем самым свой процентный риск, получая премию за дюрацию в размере 40-60 б.п. В связи с этим мы считаем логичным воспользоваться офертой по выпуску 3-й серии (60 б.п. премии за дюрацию к 4-й серии) и сохранить выпуск второй серии, который ввиду высокого купона и короткой дюрации будет более стабилен с ценовой точки зрения в условии роста ставок.

Stand Alone Система-4

Если рассматривать выпуски Система-4 с точки зрения справедливой доходности в отрыве от вовлечения в сделку бондов 2-й и 3-й серии, то по нашему мнению озвученные ориентиры предлагают хорошую премию к ОФЗ только по верхней границе диапазона и наличии амортизации. Согласно последним котировкам ОФЗ, Система-4 при наличии амортизации (дюрация 2.3 года) предлагает к госкривой 100-130 б.п. и порядка 20 б.п. к МТС. В случае отсутствия амортизации (дюрация 4 года) – 20-50 б.п. и дисконт к МТС. С учётом того, что на этих сроках спрэд эмитентов нефинансового сектора с рейтингом от ВВ- до ВВ+, согласно нашим оценкам, составляет от 100 б.п., выпуск Системы оценён справедливо – без премии к доходности уровня ВВ. В то же время следует обратить внимание на негативные рейтинговые действия со стороны S&P. Ссылка рейтингового агентства на «агрессивный» стиль управления также говорит в пользу максимального ориентира по купону.

Позиционирование



Источники: ММВБ, Аналитический департамент Банка Москвы
Юрий Нефёдов

Аналитический департамент

Тел: +7 495 925 80 00

Факс: +7 495 925 80 00 доб. 2822

Bank_of_Moscow_Research@mmbank.ru
Директор департамента

Кирилл Трemasов, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru
Управление рынка акций
Стратегия, экономика

Кирилл Трemasов, к.э.н

Tremasov_KV@mmbank.ru

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru
Нефть и газ

Денис Борисов, к.э.н

Borisov_DV@mmbank.ru

Сергей Вахрамеев, к.э.н

Vahrameev_SS@mmbank.ru
Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru

Иван Рубинов, CFA

Rubinov_IV@mmbank.ru
Металлургия, Химия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@mmbank.ru

Андрей Кучеров

Kuchеров_AA@mmbank.ru
Финансовый сектор

Егор Федоров

Fedorov_EY@mmbank.ru
Потребсектор

Виталий Купеев

Kupeeв_VS@mmbank.ru
Телекоммуникации

Кирилл Горячих

Goryachih_KA@mmbank.ru
Машиностроение/Транспорт

Михаил Лямин

Lyamin_MY@mmbank.ru
Управление долговых рынков

Егор Федоров

Fedorov_EY@mmbank.ru

Юрий Нефедов

Nefedov_YA@mmbank.ru

Анастасия Сарсон

Sarson_AY@mmbank.ru

Екатерина Горбунова

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.