

Внутренний рынок

- В среду российский рынок облигаций после двухдневного роста потерял позиции
- Сегодня динамика российских облигаций будет зависеть от внешних рынков, которые, по нашему мнению, покажут слабые результаты

Денежный рынок

- Очередной налоговый период банки встречают с запасами ликвидности в 2 трлн руб. и стоимостью МБК на уровне ключевой ставки
- ЦБ увидел признаки оживления кредитования населения и улучшение качества портфелей банков
- Доллар продолжает встречать сопротивление продавцов, не имея возможности отыгрывать падение нефти

Новости эмитентов

Мостотрест (-/Ba3/-): компания завтра открывает книгу на размещение рублевых облигаций (5 млрд руб.):

- На российском рынке основная масса облигаций строительного сектора торгуется с рейтингом single-B. Большинство выпусков имеют низкую ликвидность, поэтому их оценка проблематична с точки зрения relative value. В качестве ориентира мы использовали близкий по сроку погашения и относительно ликвидный выпуск ЛнССМУБ1Р1 (УТМ 11,72%, дюрация 3,8), который был размещен с УТМ 12,39%.
- Кредитные метрики обоих эмитентов схожи, однако по масштабам бизнеса Мостотрест является лидером и обладает международным рейтингом от Moodys (Ba3), тогда как рейтинги ЛенСпецСМУ на одну ступень ниже. Однако рентабельность ЛенСпецСМУ по EBITDA менее подвержена внешним шокам (2015 г. – 25%) благодаря более сильной вертикальной интеграции. Несмотря на разницу в кредитных рейтингах, игроки схожи по качеству бизнеса, поэтому их рублевые облигации должны торговаться практически на одном уровне.
- Исходя из вышесказанного, предложение от Мостотрест по нижней границе выглядит очень интересно (купон 12,25 и УТМ 12,63%). По нашему мнению, бумаги будут пользоваться спросом в ходе сбора заявок, и предварительные ориентиры могут снизиться на 20-30 бп. Кроме того, мы обращаем внимание на переоцененность ЛнССМУБ1Р1 (УТМ 11,7%), так как наши модельные оценки предполагают УТМ 12%.

Данные аналитические материалы ИК «Велес Капитал» могут быть использованы только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты приведенной в них информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов не по назначению. Данный документ не может рассматриваться как основание для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании. © Велес Капитал 2016 г.

Рыночные показатели

Долговые и денежные рынки

	Значение	Изменение, б.п.		
		День	Неделя	Месяц
ОФЗ 26214 (4Y)	▲ 8,86	1	-6	46
ОФЗ 26215 (8Y)	▲ 8,57	5	1	86
Россия 2023	▲ 3,38	1	-1	200
UST 10	▼ 1,47	-4	11	-17
UST 30	▼ 2,17	-5	3	-28
Германия 10	▼ -0,07	-5	10	-389
Италия 10	▼ 1,21	-2	-3	162
Испания 10	▼ 1,15	-3	-3	261
MOSPRIME O/N, %	▲ 10,53	1	7	-47
MOSPRIME 1 неделя, %	- 10,65	-	9	-44
LIBOR O/N, %	▼ 0,41	-0	0	3
LIBOR 1 месяц, %	▲ 0,48	0	1	3

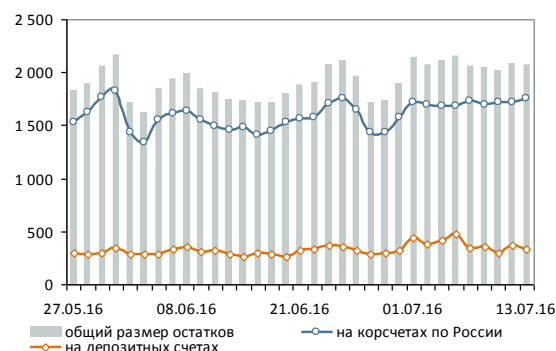
Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Товарные и валютные рынки

	Значение	Изменение, %		
		День	Неделя	Месяц
Brent, долл./барр.	▼ 45,13	-2,86	-4,57	-7,69
RUR/USD, ЦБ	▲ 63,93	0,27	-0,51	-1,79
RUR/EUR, ЦБ	▲ 71,01	0,41	-0,34	-3,26

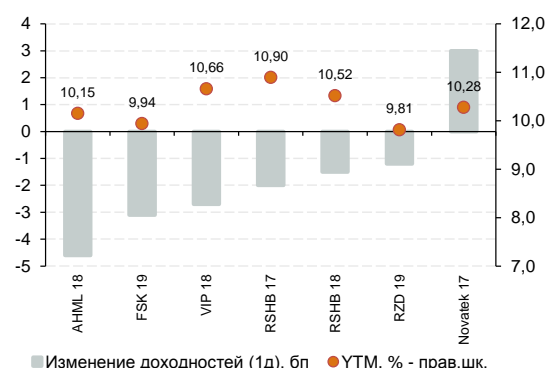
Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал

Динамика рублевых остатков



Источник: Банк России; оценка: Велес Капитал

Динамика рублевых еврооблигаций



■ Изменение доходностей (1д), бп ● YTM, % - прав.шк.



Внутренний рынок

Ситуация на рынке. В среду российский рынок облигаций после двухдневного роста потерял позиции. Открытие торгов проходило под давлением продавцов на фоне коррекционных движений рынка углеводородов и смежных мировых бирж. Падение котировок ОФЗ к концу дня усилилось из-за роста добычи нефти, который был зафиксирован Минэнерго США за прошедшую неделю. В то же время российская валюта демонстрировала устойчивость, находясь с начала дня в «боксовике». Основные продажи в федеральном долге зафиксированы в среднесрочных и долгосрочных облигациях, снизившихся в стоимости примерно на 0,3-0,7%. Аномально большое количество сделок (336) зафиксировано в 12-летней серии 26212, потерявшей в цене около 0,7% до 91,1% от номинала (УТМ 8,42%). Несмотря на вчерашний risk-off, Минфин довольно удачно разместил бумаги на первичном рынке. Доходность 15-летнего выпуска 26218 составила 8,54% (+8 бп. к закрытию вторника) – проданы все бумаги на 15 млрд руб. Однако ОФЗ, привязанные к Ruonia, реализованы на 80% от намеченного плана (10 млрд руб.), несмотря на высокий спрос (17 млрд руб.).

Прогноз. Динамика российских облигаций будет зависеть от внешних рынков, которые, по нашему мнению, покажут слабые результаты.

*Артур Навроцкий
bonds@veles-capital.com*

Денежный рынок

Очередной налоговый период банки встречают с запасами ликвидности в 2 трлн руб. и стоимостью МБК на уровне ключевой ставки. В среду совокупные остатки ликвидности банковского сектора на корсчетах и депозитах в ЦБ сократились на 66,3 млрд руб., несмотря на нетто-приток ликвидности по каналу аукционного РЕПО (+20 млрд руб.). Тем не менее, остатки по-прежнему превышают отметку в 2 трлн руб. В свою очередь, индикативное значение MosPrime o/n стабильно держится на уровне ключевой ставки ЦБ. Старт налогового периода, вероятно, не изменит данную ситуацию.

ЦБ увидел признаки оживления кредитования населения и улучшение качества портфелей банков. Банк России опубликовал предварительные данные по динамике банковского сектора в июне 2016 г. На фоне общей достаточно непримечательной статистики заслуживает внимание то, что регулятор отметил положительную динамику розничного кредитования в июне. Рост портфелей в относительном выражении оказался символическим (+0,04%, без учета валютной переоценки +0,1%), однако сам факт положительной динамики позволил Банку России отметить «наметившееся оживление кредитования

Интерактивные карты

Корпоративный ломбард

Банковский ломбард

Ликвидные рублевые выпуски

Investment Grade

High Yield



населения и постепенное наращивание кредитного портфеля на базе новых принципов кредитной политики банков». Более того, регулятор обратил внимание на стабилизацию и некоторое улучшение качества ссудной задолженности банков, обусловленное тем, что крупнейшие кредитные организации акцентируют внимание на отборе качественных заемщиков. Важно отметить, что регулятор, по сути, впервые сопроводил данные о динамике основных показателей сектора положительными комментариями.

Доллар продолжает встречать сопротивление продавцов, не имея возможности отыгрывать падение нефти. На валютном рынке к концу торгов пара доллар/рубль находился в незначительном минусе по сравнению с итогами закрытия вторника: американская валюта закрылась на отметке 63,85 руб. против завершения торгов во вторник на уровне 63,89 руб. Почти весь день пара доллар/рубль двигалась в узком диапазоне 63,7-63,95 руб. и смогла подобраться к отметке в 64 руб. лишь в самом конце рабочего дня после падения цены на нефть более чем на 1 долл.

Уже сегодня часть банков, вероятно, проведет предварительные расчеты по обязательным страховым платежам, открывающим очередной налоговый период. Однако рубль и без периода платежей продолжает пока получать мощную поддержку от конвертации валюты в рамках дивидендных выплат российских компаний. В этих условиях доллар продолжит консолидироваться в районе 64 руб., однако при любом удобном случае рубль может вернуться в район 63,5-63,7 руб.

Юрий Кравченко
bonds@veles-capital.com



Новости эмитентов: Мостотрест

Мостотрест (-/Ba3/-) завтра открывает книгу на размещение рублевых облигаций: рекомендуем выставить заявки по нижней границе предложения 12,25% годовых (купон) – не исключаем снижения первичного индикатива в ходе сбора заявок на 10-20 бп.

Параметры. Предполагается разместить бумаги на 10 лет (оферта через 3 года) объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1-го купона составляет 12,25-12,50% годовых (УТМ 12,63-12,89%). Купоны выплачиваются два раза в год.

Оценка облигаций. На российском рынке основная масса облигаций строительного сектора торгуется с рейтингом single-B. Большинство выпусков имеют низкую ликвидность, поэтому их оценка проблематична с точки зрения relative value. В качестве ориентира мы использовали близкий по сроку погашения и относительно ликвидный выпуск ЛнССМУБ1Р1 (УТМ 11,72%, дюрация 3,8), который был размещен с УТМ 12,39%.

Кредитные метрики обоих эмитентов схожи, однако по масштабам бизнеса Мостотрест является лидером и обладает международным рейтингом от Moodys (Ba3), тогда как рейтинги ЛенСпецСМУ на одну ступень ниже. Однако рентабельность ЛенСпецСМУ по EBITDA менее подвержена внешним шокам (2015 г. – 25%) благодаря более сильной вертикальной интеграции. Несмотря на разницу в кредитных рейтингах, игроки схожи по качеству бизнеса, поэтому их рублевые облигации должны торговаться практически на одном уровне.

Исходя из вышесказанного, предложение от Мостотрест по нижней границе выглядит очень интересно (купон 12,25 и УТМ 12,63%). По нашему мнению, бумаги будут пользоваться спросом в ходе сбора заявок, и предварительные ориентиры могут снизиться на 20-30 бп. Кроме того, мы обращаем внимание на переоцененность ЛнССМУБ1Р1 (УТМ 11,7%), так как наши модельные оценки предполагают УТМ 12%.

Коротко о компании. «Мостотрест» — крупнейшая в России широко диверсифицированная компания по строительству транспортной инфраструктуры, обладающая собственным производством. Основная доходная часть выручки и портфель заказов (99% государственные заказчики) приходится на строительство дорог и мостов.

На протяжении операционного цикла показатель EBITDA имеет инерционную динамику, так как зачастую отражает денежные потоки, имевшие в далеком прошлом, поэтому он не всегда показывает реальную способность компании генерировать денежный поток при хорошей (плохой) конъюнктуре рынка. Заметным примером служат финансовые результаты в период 2013-2015 гг., несмотря на негативные тренды в строительном бизнесе. Средний темп



роста EBITDA составил 18,5%, при этом в абсолютном выражении показатель вырос до 13,2 млрд руб. с 9,4 млрд руб., хотя в 2011-2013 гг. обстановка в секторе была на подъеме, но EBITDA в 2013 г. изменилась незначительно – 9,4 млрд руб. (2011 г. - 9,5 млрд руб.).

Менеджмент в годовых пресс-релизах отмечал, что столь впечатляющие результаты стали следствием сдачи крупных объектов (некоторые из них раньше срока). Впрочем, это распространенная особенность для игроков строительного сектора, однако дальнейшие темпы развития компании определяет портфель заказов. Объем строительных работ до конца 2019 г., по информации руководства, обеспечит необходимый уровень денежного потока для функционирования Мостотрест и обслуживания ее долгов.

Среди крупных проектов мы отмечаем строительство мостового перехода (стоимость 179,5 млрд руб.) через Керченский пролив, который является высокоприоритетной задачей для государства (контракт подписан в марте 2016 г.).

Общий финансовый долг (41,6 млрд руб.) по состоянию на конец 2015 г. состоял из рублевых займов. На долю краткосрочной задолженности приходилось около 95% финансового долга, при этом подобная структура обязательств прослеживается последние два года. Основные причины мы изложили выше – компания не всегда способна стабильно аккумулировать положительный свободный денежный поток (FCF) после изменений в оборотном капитале из-за специфики деятельности. В результате, чтобы профинансировать дефицит FCF, Мостотрест занимает короткие долги (чаще всего для этих целей). Однако по итогам 2015 г. компания получила средства от государственных заказчиков (24,2 млрд руб.) для целевого финансирования объектов строительства, что стало ключевым драйвером отрицательного FCF, который был нивелирован денежными средствами на балансе.

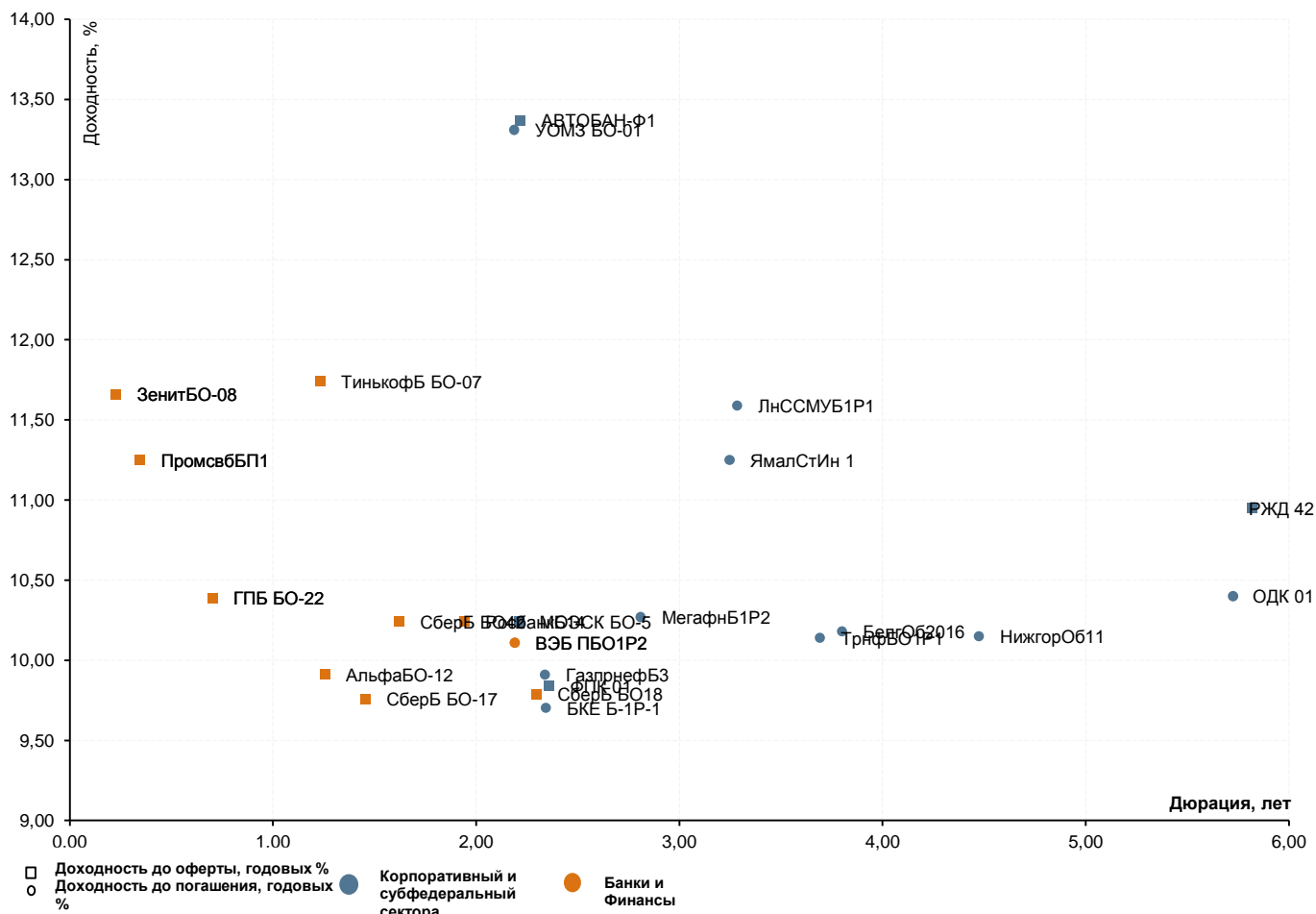
Мы также отмечаем достаточно низкое долговое плечо, в отличие от многих конкурентов по отрасли – на конец 2015 г. соотношение чистый долг/EBITDA составляло 0,8х.

Низкие риски рефинансирования подкрепляются достаточным объемом денежных средств (30 млрд руб.) и наличием открытых кредитных линий в банках, однако их стоимость превышает процентные ставки на рынках капитала. Менеджмент планирует в этом году увеличить объем первичного предложения после тестирования рынка 15 июля 2016 г.

*Артур Навроцкий,
bonds@veles-capital.com*



Анализ доходности последних размещений



Сектор	Текущий купон, годовых %	Объём размещения, млн руб.	Дата последнего размещения	Кол-во дней в обращении	Дата oferty	Дата погашения	Дюрация, лет	Ломбард	УТМ при размещении, годовых %	УТМ, годовых %	Разница доходностей, б.п.*
БАНКИ И ФИНАНСЫ											
ПЕРЕСВ БП5	13,5	0	29.06.2016	14							
СберБ БО42	10	11,500	23.06.2016	20	20.06.2018	20.06.2019	1,62	Нет	10,25	10,24	-1
Тинькофф БО-07	11,7	3,000	29.06.2016	14	28.12.2017	27.06.2019	1,23	Нет	12,04	11,74	-30
СберБ БО18	9,9	10,000	29.06.2016	14	24.05.2019	24.05.2021	2,30	Да	10,15	9,79	-36
РосбанкБ14	10,4	10,000	27.05.2016	47	27.11.2018	27.05.2026	1,94	Да	10,67	10,24	-43
ВЭБ ПБО1Р2	10,9	15,000	06.05.2016	68		03.05.2019	2,19	Нет	11,36	10,11	-125
ПромсвбБП1	11	14,000	25.04.2016	79	24.04.2017	19.04.2021	0,35	Нет	11,30	11,25	-5
ГПБ БО-22	10,55	5,000	21.04.2016	83	21.10.2017	21.04.2019	0,70	Да	10,83	10,39	-44
ЗенитБО-08	11,5	5,000	15.04.2016	89	14.10.2016	03.04.2026	0,23	Нет	11,83	11,66	-17
АльфаБО-12	10,65	5,000	12.04.2016	92	12.04.2018	12.04.2019	1,26	Да	10,93	9,91	-102
СберБ БО-17	10	10,000	08.04.2016	96	08.04.2018	08.04.2021	1,46	Да	10,25	9,76	-49
ВЭБ ПБО1Р2	10,9	15,000	06.05.2016	68		03.05.2019	2,19	Нет	11,36	10,11	-125
ПромсвбБП1	11	14,000	25.04.2016	79	24.04.2017	19.04.2021	0,35	Нет	11,30	11,25	-5
ГПБ БО-22	10,55	5,000	21.04.2016	83	21.10.2017	21.04.2019	0,70	Да	10,83	10,39	-44
ЗенитБО-08	11,5	5,000	15.04.2016	89	14.10.2016	03.04.2026	0,23	Нет	11,83	11,66	-17
КОРПОРАТИВНЫЙ И СУБФЕДЕРАЛЬНЫЙ											
АВТОБАН-Ф1	14	3,000	30.06.2016	13	27.06.2019	24.06.2021	2,22	Нет	14,49	13,37	-112
ЯмалСтИн 1	14,25	2,900	29.06.2016	14		24.04.2021	3,25	Нет	15,03	11,25	-378
РЖД 42	9,7	15,000	28.06.2016	15	16.06.2026	22.05.2046	5,82	Нет	9,94	10,95	101
ЛнССМУБ1Р1	11,85	5,000	23.06.2016	20		17.06.2021	3,28	Нет	12,39	11,59	-80
НижгорОб11	10,25	10,000	22.06.2016	21		22.06.2023	4,47	Нет	10,63	10,15	-48
БКЕ Б-1Р-1	10,25	5,000	21.06.2016	22		21.06.2019	2,34	Нет	10,51	9,70	-81
ФПК 01	9,95	5,000	16.06.2016	27	13.06.2019	04.06.2026	2,36	Нет	10,20	9,84	-36
БелОБ2016	9,81	1,750	14.06.2016	29		08.06.2021	3,80	Нет	10,18	10,18	0
ТрнфБО1Р1	9,9	20,000	10.06.2016	33		02.06.2023	3,69	Нет	10,14	10,14	0
МегафнБ1Р2	9,9	10,000	10.06.2016	33		29.05.2026	2,81	Нет	10,27	10,27	0
ОДК 01	10,75	6,642	10.06.2016	33		10.06.2026	5,73	Да	11,04	10,40	-64
УОМЗ БО-01	13,1	1,500	10.06.2016	33		07.06.2019	2,19	Нет	13,53	13,31	-22
ГазпрнефБ3	9,8	10,000	09.06.2016	34		03.05.2046	2,34	Да	10,04	9,91	-13
МОЭСК БО-5	10	5,000	07.06.2016	36	04.06.2019	26.05.2026	2,21	Нет	10,25	10,24	-1

* - разница между доходностью до погашения и доходностью при размещении

Источник: данные бирж; оценка: Велес Капитал



Интерактивные карты российского долгового рынка

Ломбард – корпоративные выпуски

Ломбард – банковские выпуски

Облигации инвестиционного рейтинга («BBB-» и выше)

Ликвидные рублевые выпуски

High Yield

Государственные и муниципальные облигации

ОФЗ

Субфедеральные и муниципальные облигации

Корпоративные облигации

Нефть и газ

Розничные сети и пищевая промышленность

Электроэнергетика

Строительство

Транспорт

Ипотечные компании

Машиностроение

Телекоммуникации

Металлургия и горнодобывающая промышленность

Банки и Финансы

Нефтехимия и удобрения

Промышленность (прочее)

Российские еврооблигации

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг \geq BBB+:

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг $<$ BBB+:

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения с 3 до 5 лет:

Суверенные, муниципальные и корпоративные займы. Срок обращения свыше 5 лет:

Банковские займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг \geq BBB+:

Банковские займы. Срок обращения до 3 лет. Рейтинг $<$ BBB+:

Банковские займы. Срок обращения с 3 до 5 лет:

Банковские займы. Срок обращения свыше 5 лет:



Раскрытие информации

Заявление аналитика и подтверждение о снятии ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком(ами) ИК «Велес Капитал». Приведенные в данном отчете оценки отражают личное мнение аналитика(ов). Вознаграждение аналитиков не зависит, никогда не зависело и не будет зависеть от конкретных рекомендаций или оценок, указанных в данном отчете. Вознаграждение аналитиков зависит от общей эффективности бизнеса ИК «Велес Капитал», определяющейся инвестиционной выгодой клиентов компании, а также доходами от иных видов деятельности ИК «Велес Капитал».

Данный отчет, подготовленный аналитическим управлением ИК «Велес Капитал», основан на общедоступной информации. Настоящий обзор был подготовлен независимо от других подразделений ИК «Велес Капитал», и любые рекомендации и суждения, представленные в данном отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика(ов), участвовавших в написании данного обзора. В связи с этим, ИК «Велес Капитал» считает необходимым заявить, что аналитики и Компания не несут ответственности за содержание данного отчета. Аналитики ИК «Велес Капитал» не берут на себя ответственность регулярно обновлять данные, находящиеся в данном отчете, а также сообщать обо всех изменениях, вносимых в данный обзор.

Данный аналитический материал ИК «Велес Капитал» может быть использован только в информационных целях. Компания не дает гарантий относительно полноты и точности приведенной в этом отчете информации и ее достоверности, а также не несет ответственности за прямые или косвенные убытки от использования данных материалов. Данный документ не может служить основанием для покупки или продажи тех или иных ценных бумаг, а также рассматриваться как оферта со стороны ИК «Велес Капитал». ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия, а также сотрудники, директора и аналитики ИК «Велес Капитал» имеют право покупать и продавать любые ценные бумаги, упоминаемые в данном обзоре.

ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия могут выступать в качестве маркет-мейкера или нести обязательства по андеррайтингу ценных бумаг компаний, упоминаемых в настоящем обзоре, могут продавать или покупать их для клиентов, а также совершать иные действия, не противоречащие российскому законодательству. ИК «Велес Капитал» и (или) ее дочерние предприятия также могут быть заинтересованы в возможности предоставления компаниям, упомянутым в данном обзоре, инвестиционно-банковских или иных услуг.

Все права на данный бюллетень принадлежат ИК «Велес Капитал». Воспроизведение и/или распространение аналитических материалов ИК «Велес Капитал» не может осуществляться без письменного разрешения Компании.

© Велес Капитал 2016 г.

Для получения дополнительной информации и разъяснений просьба обращаться в Аналитическое управление ИК «Велес Капитал».



Управление по работе с долговыми обязательствами

Евгений Шиленков
Директор департамента активных операций
EShilenkov@veles-capital.ru

Павел Алтухов
Заместитель начальника управления операций на
рынке акций
PAltukhov@veles-capital.ru

Екатерина Писаренко
Начальник управления
EPisarenko@veles-capital.ru

Оксана Теличко
Зам. начальника управления
OSolonchenko@veles-capital.ru

Антон Павлючук
Начальник отдела по работе с облигациями
APavlyuchuk@veles-capital.ru

Алена Шеметова
AShemetova@veles-capital.ru
Зам. нач. отдела по работе с облигациями

Елена Рукинова
Специалист по работе с облигациями
ERukinova@veles-capital.ru

Мурад Султанов
Специалист по работе с еврооблигациями
MSultanov@veles-capital.ru

Михаил Мамонов
Начальник отдела по работе с векселями
MMamonov@veles-capital.ru

Ольга Боголюбова
Специалист по работе с векселями
OBogolubova@veles-capital.ru

Юлия Шабалина
Специалист по работе с векселями
YShabalina@veles-capital.ru

Тарас Ковальчук
специалист по работе с векселями
TKovalchuk@veles-capital.ru

Аналитический департамент

Иван Манаенко
Директор департамента
IManaenko@veles-capital.ru

Василий Танурков
Нефть и газ, Химия и удобрения
VTanurkov@veles-capital.ru

Юрий Кравченко
Банковский сектор, Денежный рынок
YKravchenko@veles-capital.ru

Артур Навроцкий
Долговые рынки
ANavrotsky@veles-capital.ru

Александр Костюков
Электроэнергетика, потребительский сектор
AKostyukov@veles-capital.ru

Россия, Москва, 123610,
Краснопресненская наб., д. 12, под. 7, эт. 18
Телефон: +7 (495) 258 1988, факс: +7 (495) 258 1989
www.veles-capital.ru

Cyprus, Nicosia
Kennedy, 23 GLOBE HOUSE, 5th floor 1075
Телефон: +357 (22) 87-33-27, факс: +357 (22) 66-11-64
www.veles-int.com