

13 июля 2012 г.

Большая часть ключевых размещений, к которым было приковано внимание инвесторов, случилась на этой неделе (свои бумаги предложили Газпром и РЖД). На сегодняшний день открытыми остаются книги на бумаги ТКС-Банка, который расширил свое предложение выпуском серии БО-6 на 2 млрд руб. Новым на этой неделе стал бонд Чувашии, который мы считаем интересным начиная от середины предложенного диапазона доходности. Со статусом «размещается» на сегодняшний день значится рублевый выпуск Татфондбанка и долларовые «суборды» Банка Санкт-Петербург и Ак Барс Банка. Отметим, что пока не появилась информация по итогам размещения Меткомбанка (г. Череповец).

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
ТКС Банк, БО-05 ТКС Банк, БО-06	B2 / - / B	Да	1 500 2 000	13 июл	17 июл	13,75-14,25%/ 14,22-14,76%	---	1 / 3	---
Чувашия, 34009	Ba2 / - / -	Да	1 500	---	18 июл	Цена 101,74- 100,04% / 8,25 - 9,25%	---	1,82 года (дюр.)	от 100,466% / от 9,0%
Татфондбанк, БО-07	B3 / - / -	Да	2 000	---	июл	12,25-12,75%/ 12,64% -13,17%	---	1 / 3	от 12,9%
Еврооблигации, аукционы, book building									
ВТБ, 2015	Baa1 / BBB / BBB	---	SGD 300-400 млн	---	13 июл	4%	---	- / 3	---
Банк Санкт-Петербург, 2019 (суборд.)	Ba3 / - / -	---	\$250-300 млн	---	road-show	от 11%	---	- / 7	от 11,2%
Банк Ак Барс, 2022 (суборд.)	B1 / - / BB-	---	\$600 млн	---	road-show	n/a	---	- / 10	---
Прошедшие размещения									
Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, еврооблигации, аукционы, book building									
Газпром, 2022	Baa1 / BBB / BBB	---	\$1 млрд	---	11 июл	5,5%	5,125%	4,95%	- / 10
Газпром, 2017	---	---	750 млн евро	---	11 июл	3,955-4,055%	3,805%	3,755%	- / 5
Газпромбанк, 2015 (доразмещение)	Baa3 / BB+ / -	---	CHF100 млн (до 500 млн)	---	11 июл	---	---	3,375%	- / 3
СКБ-банк, БО-03 (вторичн.)	B1 / - / B	Да	1 005 (из 1 500)	10 июл	11 июл	9,5% / 10,27- 10,72% (цена 99,20-99,55%)	---	10,53% (цена 99,35%)	0,86 года (дюр.)
Газпромбанк, 06	Baa3 / BB+ / -	Да	10 000	6 июл	12 июл	8,75-9,00% / 8,94-9,20%	---	8,85% / 9,05%	2 / 4
Меткомбанк, БО-05	B2 / - / -	Да	1 500	10 июл	12 июл	11,25-11,75%/ 11,57-12,10%	---	n/a	1 / 3
РЖД, 32	Baa1 / BBB / BBB	Да	10 000	12 июл	20 июл	*8,75-9,00%	---	8,95%	10 / 20

*ставка устанавливается только по 1-2 купонам, 3-20 купоны определяются по формуле: $C_i = \text{ИПЦ}_i + 2,1\% - 100\%$
 Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

Комментарии к размещениям

Татфондбанк БО-07 (B3/-/-).

Очередной выпуск биржевых облигаций Татфондбанка может быть интересен от середины индикатива и даже ближе к верхней границе, исходя из уровня доходности собственных бумаг и на фоне имеющегося альтернативного предложения бумаг более высокой рейтинговой оценки как на вторичном, так и первичном рынках.

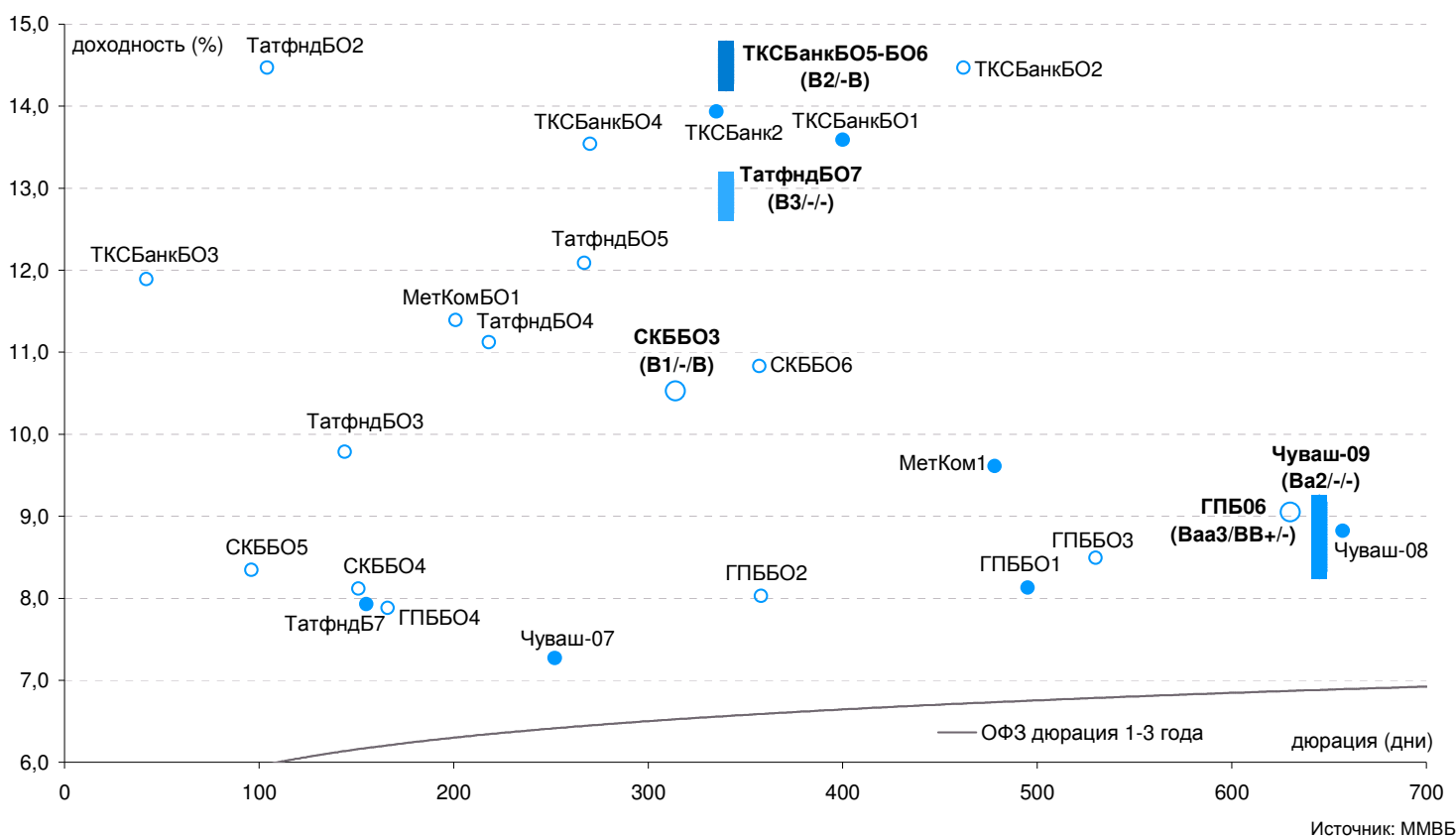
Чувашия (Ba2/-/-).

Учитывая итоги последних размещений субфедеральных бумаг, а также текущие уровни доходности собственных бумаг республики и выпусков регионов аналогичной рейтинговой категории, мы считаем интересным принять участие в размещении облигаций Чувашии с доходностью от 9,0% годовых, то есть по цене от 100,466%.

Банк Санкт-Петербург (Ba3/-/-).

Исходя из уровня доходности обращающихся субординированных еврооблигаций частных банков и итогов последних размещений российских эмитентов на внешних площадках, мы считаем, что доходность по новым 7-летним субординированным евробондам Банка Санкт-Петербург должна быть ниже 11% годовых, интересным для участия в размещении выглядит уровень 11,2% годовых.

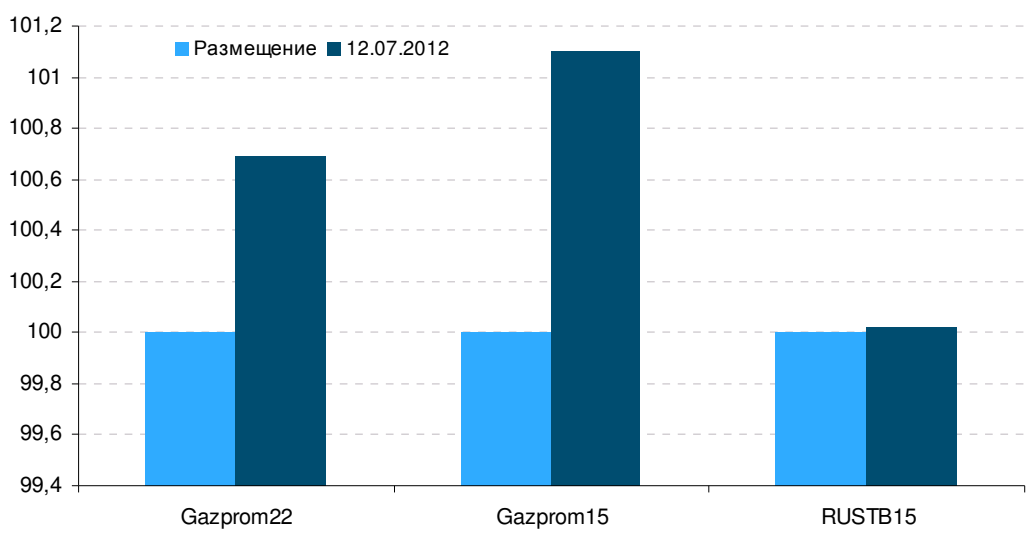
Распределение доходностей бумаг эмитентов



Итоги последних размещений:

Завершающаяся неделя, прежде всего, отметилась размещением евробондов Газпрома, которое прошло заметно ниже изначальных ориентиров. При этом вместо одного выпуска компания разместила 2 бонда – 5 и 10 лет. На вторичном рынке бумаги показали значительную положительную переоценку, несмотря на то, что при размещении практически не давали премию. Так, 10-летний бонд завершил вчерашний день на уровне 100,689%, а 5-летний – 101,1%. Здесь, скорее, сказывается ликвидность выпуска, что является одним из ключевых моментов для инвесторов. Интересно, что евробондам Банка Русский Стандарт только вчера удалось «перешагнуть» отметку номинала – по итогам четверга – 100,021%. Мы ждем, что в ближайшее время бонд покажет upside. Однако ограничивающим фактором может выступить низкая ликвидность.

На локальном рынке РЖД разместил бонд с привязкой к инфляции, который в силу срочности и довольно низкой доходности интересен довольно узкому кругу участников, прежде всего, пенсионным фондам.

Цены еврооблигаций недавно разместившихся эмитентов

Комментарии:

Татфондбанк БО-07 (ВЗ/-/-).

Событие. Татфондбанк планирует в июле 2012 года разместить выпуск биржевых облигаций серии БО-07 объемом 2 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона находится в диапазоне 12,25-12,75% годовых, что соответствует доходности на уровне 12,64% -13,17% годовых к оферте через 1 год. Выпуск отвечает всем критериям ЦБ РФ для включения в Ломбардный список.

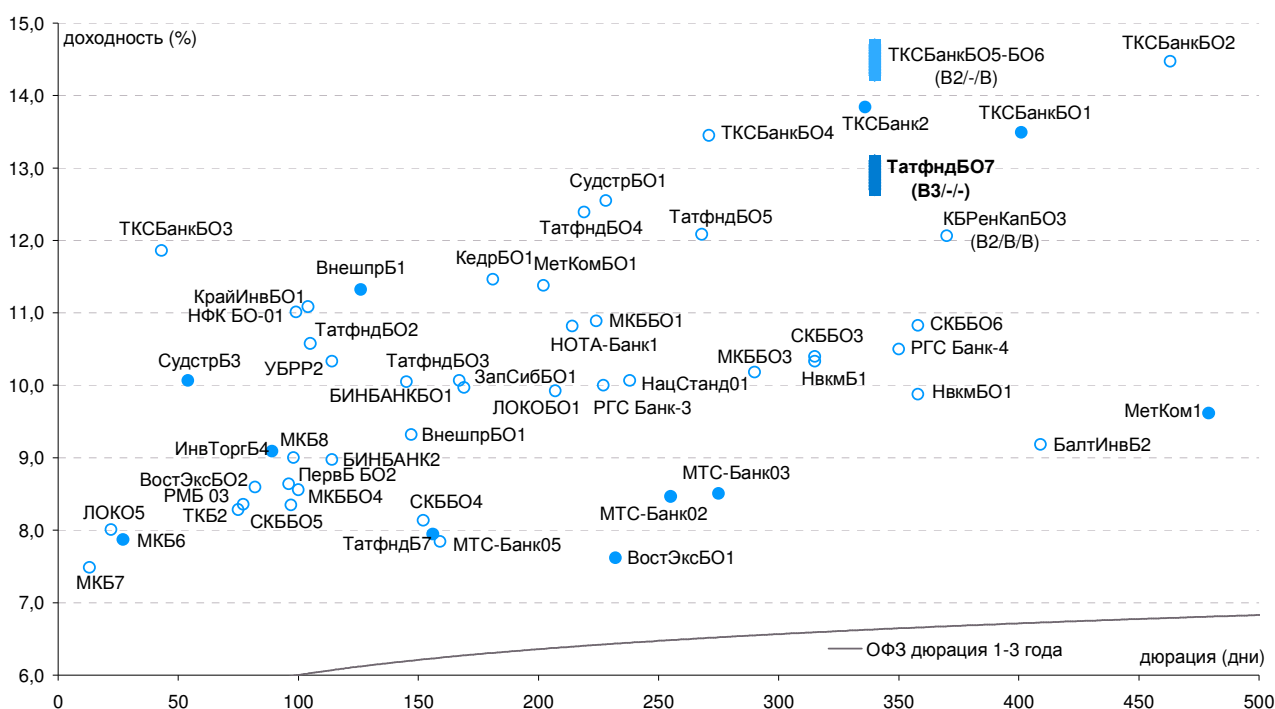
Комментарий. Среди собственных выпусков Татфондбанка, находящихся в обращении, наиболее близкими по дюрации являются биржевые облигации серий БО-04 (УТР 12,37%/213 дн.) и БО-05 (УТР 12,07%/263 дн.), но их ликвидность довольно низкая, поэтому вряд ли они могут выступить полноценным ориентиром для новых бумаг, хотя и дают общее понимание оценки рынком рисков банка. Основываясь на этом, можно отметить, что индикатив доходности очередного облигационного займа банка (сейчас в обращении 7 выпусков на 14 млрд руб.) несет неплохую премию ко вторичному рынку – порядка 20-70 б.п.

При этом с момента последнего размещения, в феврале этого года, выпуска серии БО-04, когда доходность была установлена на уровне 11,58% годовых, сейчас Татфондбанк предлагает солидную премию, чего, вероятно, требует текущая ситуация на рынках, а также негативный фон вокруг эмитента, связанный с понижением в середине июня этого года кредитного рейтинга банка агентством Moody's на одну ступень с «В2» до «В3», ссылавшегося преимущественно на метрики банка, а именно на низкий уровень достаточности капитала и вложения в непрофильные активы, а также на слабую вероятность поддержки со стороны Республики Татарстан (см. наш комментарий: http://www.nomos.ru/upload/iblock/1d8/NOMOS_daily_debt_markets_15_06_2012.pdf).

Вместе с тем, обратим внимание, что на рынке имеются достойные альтернативы новым бумагам Татфондбанка по доходности, причем с более высокими рейтинговыми оценками, к примеру выпуски ТКС-Банка (В2/-/В): как уже обращающиеся на вторичном рынке (серий БО-04 (УТР 13,57%/275 дн.) и 02 (УТМ 13,60%/341 дн.)), так и при первичном размещении (серий БО-05 и БО-06 с индикативом 14,22-14,76% годовых к оферте через 1 год). В то же время преимуществом Татфондбанка является больший масштаб бизнеса (в рэнкинге Интерфакса по активам 58 место против 101 места у ТКС-Банка) и присутствие Республики Татарстан в составе ключевых акционеров.

На наш взгляд, очередной выпуск Татфондбанка может быть интересен скорее от середины индикатива (от 12,9% годовых по доходности) и даже ближе к верхней границе, исходя из уровня доходности собственных бумаг и на фоне имеющегося альтернативного предложения бумаг с более высокой рейтинговой оценкой как на вторичном, так и первичном рынках.

Доходности бумаг финансового сектора (12.07.2012)



Александр Полютков

Чувашия (Ba2/-/-).

Событие. Чувашская Республика 18 июля 2012 года планирует размещение 3-летних облигаций серии 34009 объемом 1,5 млрд руб. На ММВБ будет проводиться конкурс по определению цены размещения бумаг. Выпуск имеет амортизационную структуру погашения номинала, дюрация составляет 1,82 года. Ориентир по доходности находится на уровне 8,25% - 9,25% годовых, что соответствует цене 101,74% - 100,04%. Облигации республики удовлетворяют критериям Ломбарда ЦБ.

Комментарий. Чувашия далеко не новичок на долговом рынке рублевых облигаций. В настоящее время у нее в обращении находятся 2 выпуска: Чувашия-7 (YTM 7,38%/253 дн.) и Чувашия-8 (YTM 8,81%/658 дн.) общим объемом по номиналу 2 млрд руб., которые являются неликвидными, поэтому вряд ли могут выступить хорошим ориентиром для новых бумаг.

На долговом рынке также присутствуют бумаги субъектов РФ, сопоставимых по кредитному профилю и уровню кредитных оценок с Чувашией и близкие по дюрации, такие как: Республика Коми-9 /Ba2/-/BB+/ (YTM 8,11%/605), Ярославская область-10 /-/-/BB/ (YTM 8,31%/512 дн.), Нижегородская область-6 /Ba2/-/B+/ (YTM 8,65%/736 дн.), но они также низколиквидные. В то же время на рассматриваемом отрезке дюрации имеются относительно ликвидные облигации регионов, чье кредитное качество и рейтинги выше (см. таблицу): Красноярский край-5 /-/BB+/BB+/ (YTM 8,32%/648 дн.) и Краснодарский край-3 /Ba1/-/BB+/ (YTM 8,35%/581 дн.).

Финансовые показатели субъектов РФ, млрд руб.

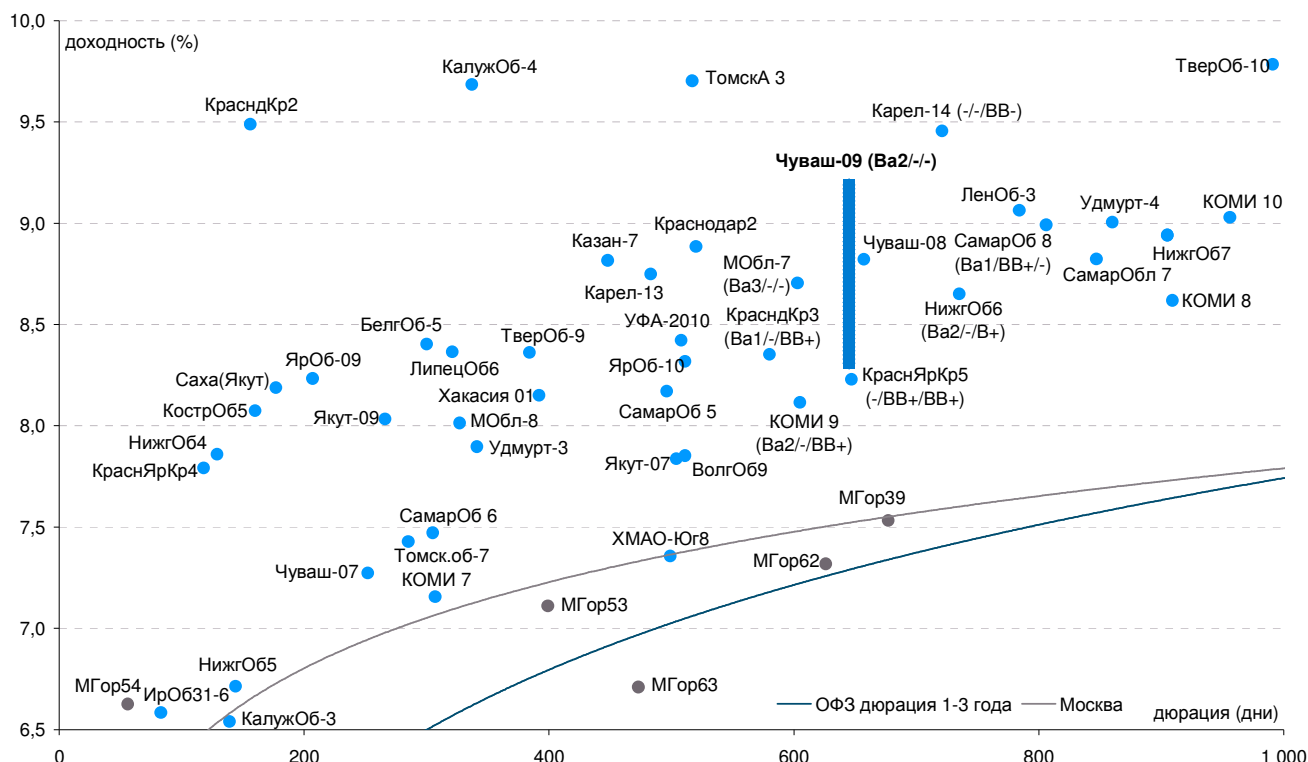
Регионы	Доходы		Соб. доходы		Доля соб. доходов в доходах		Расходы		Дефицит		Госдолг/Соб. доходы 4M2012*
	2012П	4M2012	2012П	4M2012	2012П	4M2012	2012П	4M2012	2012П	4M2012	
Чувашская Республика	29,5	11,1	17,7	5,2	60,0%	46,8%	33,4	9,2	-3,9	1,9	37,1%
Республика Коми	49,1	16,8	43,1	13,5	87,7%	80,4%	55,6	16,1	-6,5	0,6	19,2%
Ярославская область	40,7	14,1	35,8	11,3	88,0%	80,2%	46,7	14,7	-6,1	-0,6	39,7%
Нижегородская область	97,8	32,0	80,2	24,5	82,0%	76,5%	113,3	35,1	-15,5	-3,1	42,2%
Краснодарский край	174,2	56,3	123,4	37,8	70,8%	67,3%	213,4	48,3	-39,1	7,9	49,6%
Красноярский край	125,1	42,1	107,7	33,8	86,0%	80,4%	151,2	43,2	-26,0	-1,1	16,4%

Источник: Минфин РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Кроме того, относительно недавно (в июне) прошли размещения Липецкой области (-/BB/-) и Самарской области (Ba1/BB+/-), которые сложно назвать успешными, поскольку они длились в течение месяца, а спрос был не на весь заявленный объем: у Липецкой области покупатели нашлись на 44,4% выпуска (или 1,11 млрд руб. из 2,5 млрд руб.), у Самарской области – на 43,6% (или 6,5 млрд руб. из 15 млрд руб.). Уровень доходности облигаций Липецкой области серии 34007 был определен при размещении на уровне 9,2% годовых (спрэд к кривой ОФЗ порядка 150-155 б.п.), а Самарской области серии 35008 – 9,31% годовых (спрэд к кривой ОФЗ порядка 160-165 б.п.). Сейчас выпуск Самарской области торгуется выше номинала 100,64% (YTM 8,96%/722 дн.), в то время как сделки по бумагам Липецкой области не проходят, но цены на покупку стоят ниже номинала (90,0-98,75%).

Основываясь на сложившихся за последнее время уровнях доходности собственных облигаций Чувашии, выпусков других субъектов РФ с аналогичными рейтинговыми оценками и регионов с более высоким кредитным качеством, а также учитывая не вполне успешные итоги последних размещений регионов, мы считаем, интересным участие в размещении облигаций Чувашии серии 34009 с доходностью от 9,0% годовых, то есть по цене от 100,466%.

Распределение доходностей бумаг субъектов РФ (11.07.2012)



Александр Полотов

Банк Санкт-Петербург (Ba3/-/-).

Событие. Информационное агентство «Интерфакс», ссылаясь на источники в банковских кругах, сообщило, что Банк Санкт-Петербург вернулся к идее размещения 7-летних субординированных евробондов объемом 250-300 млн долл. Напомним, банк хотел разместить еврооблигации еще весной этого года и провел 14-19 апреля road show для инвесторов в Азии и Европе, но, вероятно, из-за ухудшения ситуации на мировых долговых рынках намеченное пришлось отложить. Ориентир доходности для выпуска от 11% годовых.

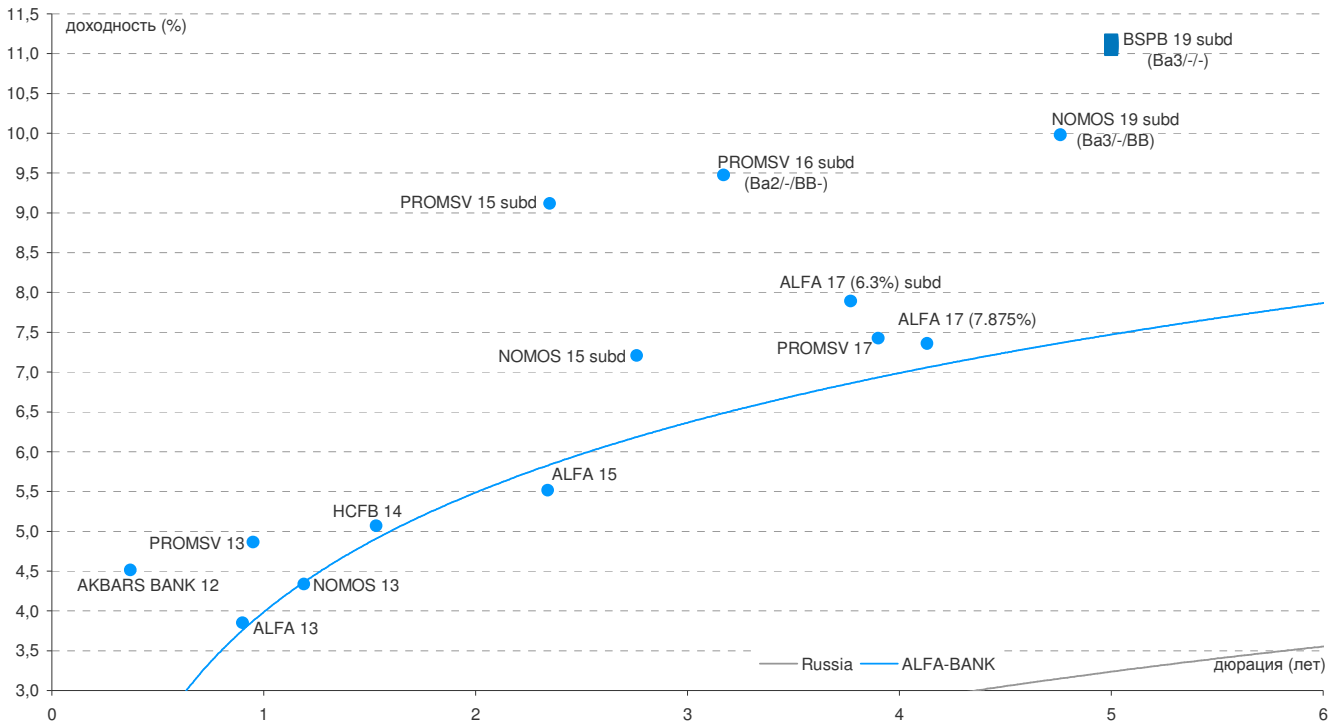
Комментарий. Банк Санкт-Петербург, очевидно, решил воспользоваться возникшим «потеплением» конъюнктуры на долговом рынке, по крайней мере, для российских эмитентов. Напомним, что за последние 2 недели «классические» еврооблигации разместили Сбербанк, Россельхозбанк, ВЭБ. Кроме того, сейчас road show своих возможных евробондов проводят Банк Русский Стандарт и Газпромбанк.

В свою очередь, Банк Санкт-Петербург планирует еврооблигации в статусе «субординированные», которые в апреле этого года смог разместить НОМОС-БАНК (Ba3/-/BB). Кроме того, неплохим ориентиром для бумаг Банка Санкт-Петербург, к тому же сопоставимого по уровню рейтинга, может стать субординированный евробонд Промсвязьбанка (Ba2/-/BB-). Собственный субординированный выпуск BSPB-17 в силу call-option в июле 2012 года вряд ли может выступить в качестве индикатива.

В настоящее время наиболее близкими по срочности к новому евробонду Банк Санкт-Петербург являются выпуски: NOMOS-19 (YTM 9,98%/4,76 года) и PROMSV-16 (9,48%/3,17 года). Учитывая сложившиеся уровни доходности бумаг рассматриваемых банков, их несколько больший масштаб бизнеса, а также не очень удачное начало года для Банка Санкт-Петербург (см. наш комментарий: http://www.nomos.ru/upload/iblock/614/NOMOS_daily_debt_markets_09_06_2012.pdf), мы считаем, что доходность его новых 7-летних субординированных евробондов должна составлять не менее 11% годовых. При этом учитывая премию ко вторичному рынку, которую, к примеру, предоставили Сбербанк, РСХБ и ВЭБ в своих последних размещениях (20-30 б.п.), интересным для участия выглядит доходность на уровне 11,2% годовых.

Вместе с тем, размещение субординированного займа положительно отразится на капитале Банка Санкт-Петербург, поскольку он, скорее всего, может быть включен в него (данный вопрос банками согласовывается с ЦБ). Кроме того, судя по всему, банк не планирует исполнять call-option по обращающемуся субординированному евробонду BSPB-17 объемом 100 млн долл. Отметим, норматив H1 (по РСБУ) на начало июня у банка составлял 11,86% (min 10%).

Доходности бумаг финансового сектора (11.07.2012)



Александр Полютков

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48
Факс. (495) 797-52-48
research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Воллов, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной
Golosnoy_EA@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA
Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.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 НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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 банков 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.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их 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. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут 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 НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.