

21 января 2013 г.

Последние рабочие дни ознаменовались выходом на первичный рынок, причем как на рублевый, так и на валютный, сразу нескольких эмитентов. Открыли год при этом преимущественно компании первого эшелона, то есть имеющие инвестиционный рейтинг: Газпромбанк, ВТБ, Ростелеком, Росбанк, ФСК ЕЭС. Первые два уже закрыли книги, при этом ниже первоначально обозначенных диапазонов. Остальные эмитенты также предложили интересные уровни. Причем на фоне увеличения оценки риска при расчете N1 для бумаг неинвестиционного уровня интерес со стороны участников рынка к перечисленным бумагам может быть повышенным. Впрочем, второй эшелон также «прощупывает почву»: сейчас действуют предложения со стороны МРСК Урала и МКБ. Последним на момент выпуска обзора обозначил интерес к размещению Микояновский комбинат, не имеющий рейтингов и предлагающий высокодоходные облигации.

На наш взгляд, обозначенные Ростелекомом и Росбанком уровни будут интересны.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Планируемая дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW Ростелеком 18	-BB+/BBB-	да	10 000	22 янв	30 янв	8,25-8,5% / 8,42-8,68%	-	аморт. / 5	от 8,55%
NEW Росбанк БО-06	Ваа3-/BBB+	да	5 000	24 янв	30 янв	9,00-9,25% / 9,20-9,46%	-	- / 3	от 9,2%
NEW ФСК ЕЭС 24	Ваа3/BBB/-	да	10 000	-	25 янв	не выше 8,4% / не более 8,58%	-	7 / 15	-
NEW МРСК Урала БО-01	Ва2/-/-	да	3 000	29 янв	31 янв	8,5-9,0% / 8,68-9,2%	-	- / 3	-
NEW Микояновский комбинат БО-01	-/-/-	-	2 000	30 янв	1 фев	12,5-13,5% / 12,89-13,96%	-	1 / 3	-

Еврооблигации

NEW МСВ	B1/B+/BB-	-	в долл. США	24 янв	-	-	-	-	от 6,8%
----------------	-----------	---	-------------	--------	---	---	---	---	---------

Выпуск	Рейтинг, М / 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
--------	----------------------	------------------------------------	-----------------	-----------------------	---------------------------	------------------------------	---	--	---------------------

Завершенные размещения

ВТБ БО-21	Ваа1/BBB/BBB	да	15 млрд руб.	18 янв	22 янв	8,24-8,48% / 8,5-8,75%	-	8,155% / 8,316%	- / 3
-----------	--------------	----	--------------	--------	--------	------------------------	---	-----------------	-------

Еврооблигации

VTB (доразми.)	Ваа1/BBB/BBB	-	в юанях	-	18 янв	4,5% / 3,8-3,9%	-	3,802%	30.10.2015
VTB (ЕСР)	Ваа1/BBB/BBB	-	89 млн долл.	-	18 янв	-	-	-	-/1
Gasprombank	Ваа3/BBB/-	-	20 млрд руб.	-	15 янв	8,0-8,25%	-	7,875%	25.07.2016

Комментарии к размещениям

NEW Ростелеком (-/BB+/BBB-)

Текущий кредитный профиль компании не уступает «большой тройке» мобильных операторов, а участие государства в капитале обеспечивает высокие рейтинговые оценки эмитенту, тем не менее, новый выпуск при довольно длинной дюреции выглядит интересным от середины индикатива.

NEW Росбанк (Ваа3-/BBB+)

Предложенный ориентир доходности 9,2-9,46% к погашению через 3 года смотрится рыночным ближе к нижней границе диапазона. В «плюс» банку можно отнести тот факт, что все облигации входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом всего 12,5%.

NEW МКБ (B1/B+/BB-)

На наш взгляд, банк может рассчитывать на евробонд объемом в 300-500 млн долл., при этом наиболее вероятная срочность бумаг – 3 года, интересная доходность – от 6,8% годовых.

Итоги последних размещений:

На прошлой неделе на первичном рынке отметились Газпромбанк и ВТБ. Причем последний был наиболее активен: несмотря на негативные рейтинговые действия со стороны Fitch, банк сумел провести

доразмещение на рынке еврооблигаций по нижней границе предложенного диапазона, а по рублевым облигациям и вовсе уйти ниже заявленных ориентиров – 3,802% в юанях на 2 года и 9 месяцев (до октября 2015 года) и 8,155% в рублях на три года соответственно. Кроме того банк немного занял и в долларах – 89 млн через ЕСР.

Газпромбанк, воспользовавшись интересом участников рынка к рублю, успешно привлек через еврооблигации 20 млрд руб. на 3,5 года под 7,875% при первоначально заявленных 8,0-8,25%.

Комментарии:

NEW Ростелеком (-/BB+/BBB-)

Событие. Сегодня Ростелеком открыл книгу заявок на облигации серии 18 объемом 10 млрд руб. Срок обращения 5 лет, по выпуску предусмотрена амортизация номинала. Диапазон ставки купона – 8,25-8,50% годовых, что формирует доходность в 8,42-8,63% при дюреции около 4 лет.

Комментарий. Напомним, что Ростелеком впервые после консолидации с МРК вышел на долговой рынок в ноябре 2012 г., разместив выпуск облигаций серии 17 объемом 10 млрд руб. Тогда, по итогам book-building доходность бумаг была определена на уровне 8,73% годовых к ofercie через 3 года. В настоящее время выпуск торгуется выше номинала по цене 101,26%, УТР 8,19% годовых/2,51 года, что формирует спрэд к кривой ОФЗ 200-210 б.п. Важно отметить, что данный выпуск довольно быстро попал в Ломбард и список РЕПО ЦБ, причем дисконт составил минимальные для корпоративных эмитентов 10%.

В то же время на рассматриваемом временном отрезке среди отраслевых аналогов (из «большой тройки») торгуется единственный выпуск МТС-7 (УТМ 8,64%/3,95 года), ликвидность в котором в целом присутствует, и спрэд к кривой ОФЗ составляет порядка 230-240 б.п. Отметим, что Ростелеком (-/BB+/BBB-) в сравнении с МТС (Ba2/BB/BB+) располагает более высокими рейтинговыми оценками - на 1 ступень выше от S&P и Fitch, что главным образом обусловлено государственным участием, в то время как по эффективности (OIBDA margin 39,4% против 43,3% соответственно) и уровню долговой нагрузки (Долг/OIBDA 1,6x против 1,4x соответственно), особенно с точки зрения рефинансирования короткого долга, МТС смотрится лучше. В свою очередь, по нашим оценкам, справедливая премия бумаг МТС к выпускам Ростелекома должна составлять около 20-30 б.п.

Тем не менее, инвестиционный уровень рейтинга дает бумагам Ростелекома преимущества в свете последних нововведений, касающихся оценки риска при расчете Н1 для банков (ключевых покупателей бумаг), которые не затронут данный выпуск в силу уровня рейтинговой оценки.

Кроме того, в целом мы ожидаем повышенный интерес инвесторов к корпоративным выпускам в этом году, особенно с рейтингом класса «BBB-/BBB» (как у Ростелекома), по причине того, что уровни доходности популярных в 2012 году ОФЗ (в свете прихода в Россию Euroclear и Clearstream) уже малопривлекательны, в то время как «корпораты» дают премию к госбумагам около 150-200 б.п.

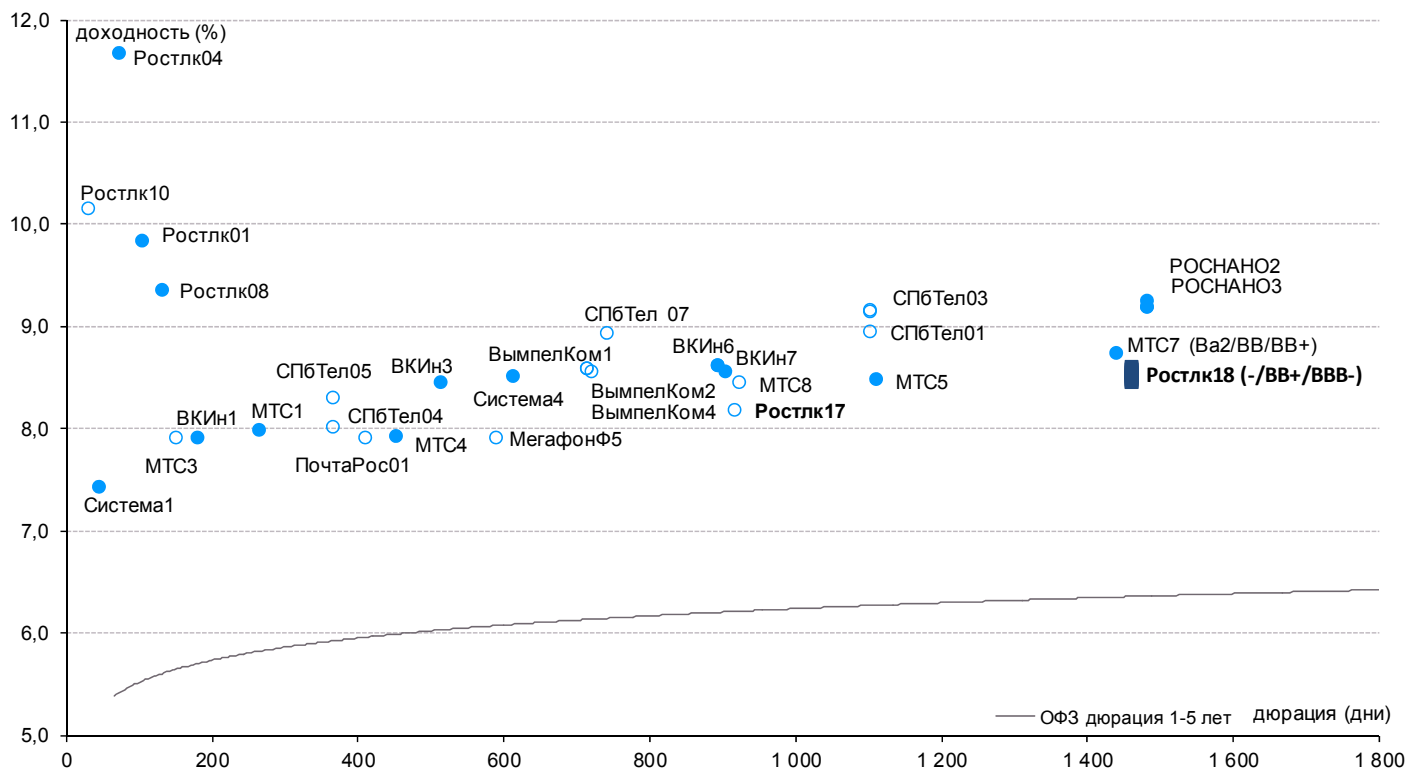
Вместе с тем, учитывая амортизационную структуру займа и продолжительную дюрецию новых бумаг Ростелекома (4 года), а также обозначенные спрэды и премии, облигации оператора, на наш взгляд, представляют интерес от середины предложенного индикатива – с доходностью от 8,55% годовых.

Финансовые показатели операторов «большой тройки» и Ростелеком

млн долл.	МегаФон (US GAAP)	МТС (US GAAP)	VimpelCom Ltd. (Pro Forma)	Ростелеком (МСФО)		
	9м2012	9м2012	9м2012	9м2011	9м2012	Изм., %
Рейтинг (M/S&P/F)	Baa3 / BBB- / BB+	Ba2 / BB / BB+	Ba3 / BB / -	- / BB+ / BBB-		
Выручка	6 472	9 268	17 111	7 718	7 682	-0,5
Операционный денежный поток	2 644	3 446	4 956	2 186	2 355	7,7
OIBDA	2 766	4 012	7 322	3 022	3 024	0,07
margin	42,7%	43,3%	42,8%	39,2%	39,4%	0,2 п.п.
Чистая прибыль	836	484	1 344	941	986	4,8
margin	12,9%	5,2%	7,8%	12,2%	12,8%	0,6 п.п.
	9м2012	9м2012	9м2012	2011	9м2012	Изм., %
Денежные средства и их эквиваленты	622	752	3 956	229	109	-52,4
Долг	5 147	7 304	26 637	5 350	6 521	21,9
краткосрочный	922	781	2 448	2 530	2 392	-5,5
долгосрочный	4 225	6 523	24 189	2 820	4 129	46,4
Чистый долг	4 525	6 552	22 681	5 121	6 412	25,2
Долг/OIBDA	1,4x	1,4x	2,8x	1,3x	1,6x	
Чистый долг/OIBDA	1,3x	1,2x	2,4x	1,2x	1,5x	

Источник: данные компаний, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций



Александр Полютков

NEW Росбанк (Ваа3/-/ВВВ+)

Событие. Росбанк 22 января планирует открыть книгу заявок на облигации серии БО-06 объемом 5 млрд руб. Предварительная дата закрытия книги – 24 января, размещения – 30 января. Ориентир по ставке купона – 9,0-9,25%, что соответствует доходности 9,2-9,46% к погашению через 3 года (оферта не предусмотрена).

Комментарий. В 2012 году, по крайней мере по итогам 9 месяцев прошлого года, результаты Росбанка были неоднородными, в том числе благодаря списанию гудвилла на 250 млн евро в 1 полугодии. На результаты всей Группы Societe Generale (A2/A/A+) также повлияли разовые операции – см. наш комментарий от 8 ноября «Итоги Societe Generale за 9 месяцев 2012 года, в том числе в России» (http://www.nomos.ru/upload/iblock/a3d/NOMOS_daily_debt_markets_08_11_2012.pdf).

Впрочем, инвестсообщество ожидает, что следующий год с точки зрения прибыли сложится для Группы заметно лучше, чем 2012 или 2011 годы.

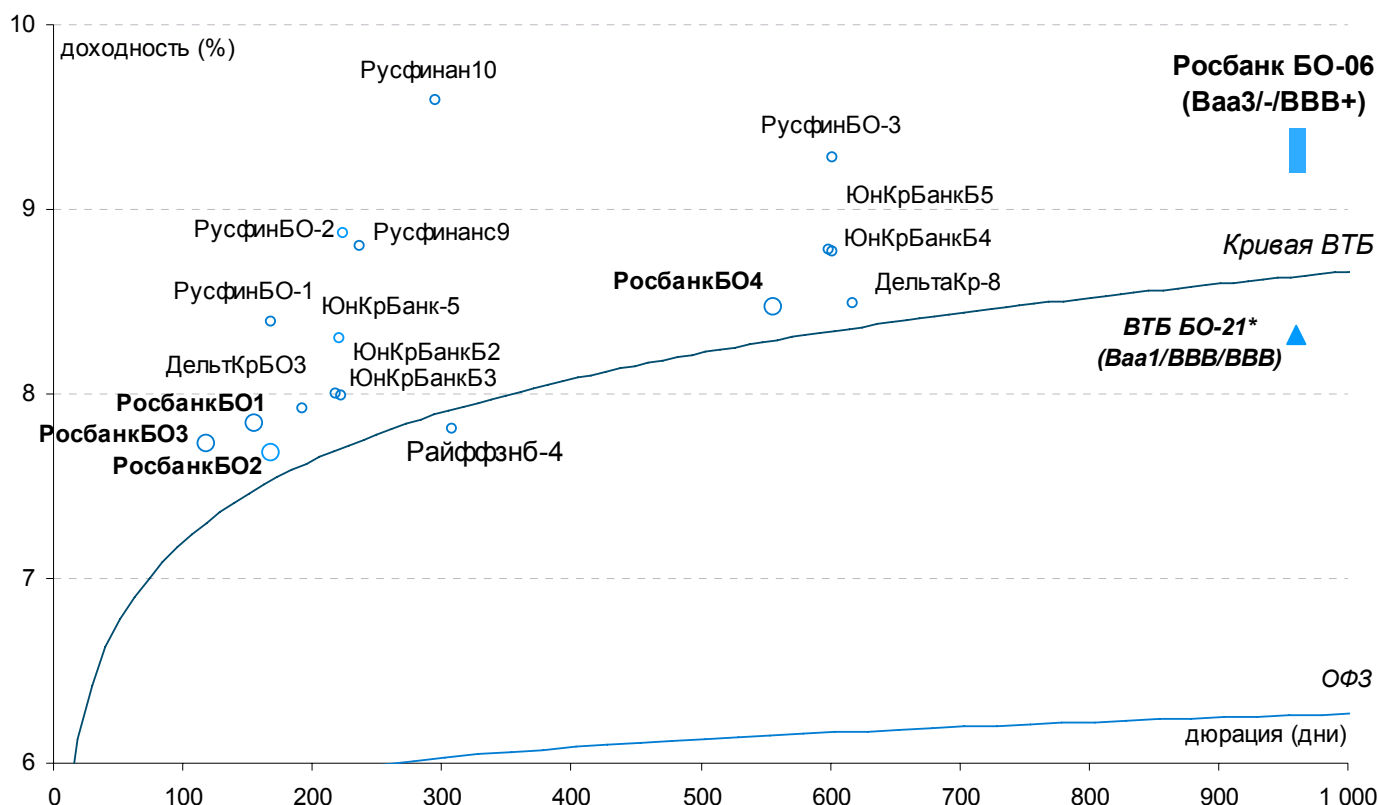
На внутреннем долговом рынке Росбанк представлен как через собственные облигации, так и через бонды ДельтаКредит и Русфинанс банка. Тем не менее, традиционно «дочки» торгуются с премией к бумагам «материнской» структуры до 100 б.п. в силу розничной составляющей, увеличения юридических рисков и разницы в масштабах бизнеса. Таким образом, мы бы в первую очередь ориентировались на облигации самого Росбанка. Отметим, что в настоящее время у эмитента нет столь длинных бондов в обращении. Наибольшая дюрация у выпуска серии БО-04 с офертой в сентябре 2014 года, который в настоящее время торгуется с УТР 8,47%. На этом фоне предложенный ориентир доходности 9,2-9,46% смотрится рыночным ближе к нижней границе диапазона, то есть премия за 1 год и 4 месяца составит 70 б.п. В «плюс» банку можно отнести тот факт, что все облигации входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом всего 12,5%.

Розничный бизнес Societe Generale в России

млн евро	2010	2011	1H 2011	1H 2012	3Q 2011	3Q 2012	9m 2011	9m 2012	9m 2012 / 9m 2011
Net banking income	925	973	492	491	225	250	717	741	3,3%
Operating expenses	-651	-807	-399	-416	-189	-192	-588	-608	3,4%
Gross operating income	274	166	93	75	36	58	129	133	3,1%
Net cost of risk	-339	-134	-78	-130	-17	-37	-95	-167	75,8%
Operating income	-65	32	15	-55	19	21	34	-34	-
Net profits or losses from other assets	-2	-1	1	-2	-1	-1	0	-3	-
Impairment losses on goodwill	0	0	0	-250	0	0	0	-250	-
Group net income	-35	5	3	-291	8	10	11	-281	-
Cost / Income ratio	70%	83%	81%	85%	84%	77%	82%	82%	stable

Источник: данные банка

Доходности облигаций финансового сектора (средневзв.)



* данные по последнему размещению

Елена Федоткова

NEW МКБ (В1/В+/ВВ-)

На наш взгляд, банк может рассчитывать на евробонд объемом в 300-500 млн долл., при этом наиболее вероятная срочность бумаг – 3 года, интересная доходность – от 6,8% годовых.

Событие. На прошлой неделе МКБ начал road show нового выпуска евробондов в долларах, которое продлится до 24 января и пройдет в Азии, Европе, США. Параметры займа пока не раскрываются и будут определены по итогам встреч с инвесторами.

Комментарий. По нашим оценкам, МКБ вполне может привлечь 300-500 млн долл. сроком 3-5 лет. Вместе с тем, наиболее вероятным сроком выпуска, как нам кажется, являются все-таки 3 года, учитывая, что последние размещения евробондов частных российских банков, таких как Банк Русский Стандарт, Ак Барс Банк, ТКС Банк, проходили именно на этом временном отрезке (не беря в расчет субординированные выпуски).

В настоящее время у МКБ (В1/В+/ВВ-) имеется единственный выпуск еврооблигаций – МСВ-14 (УТМ 6,52%/1,38 года), который дает премию порядка 200-210 б.п. к близкому по срочности займу Промсвязьбанка (Ва2/-/ВВ-) – PSB-14 (УТМ 4,49%/1,19 года), что неоправданно высоко, даже учитывая

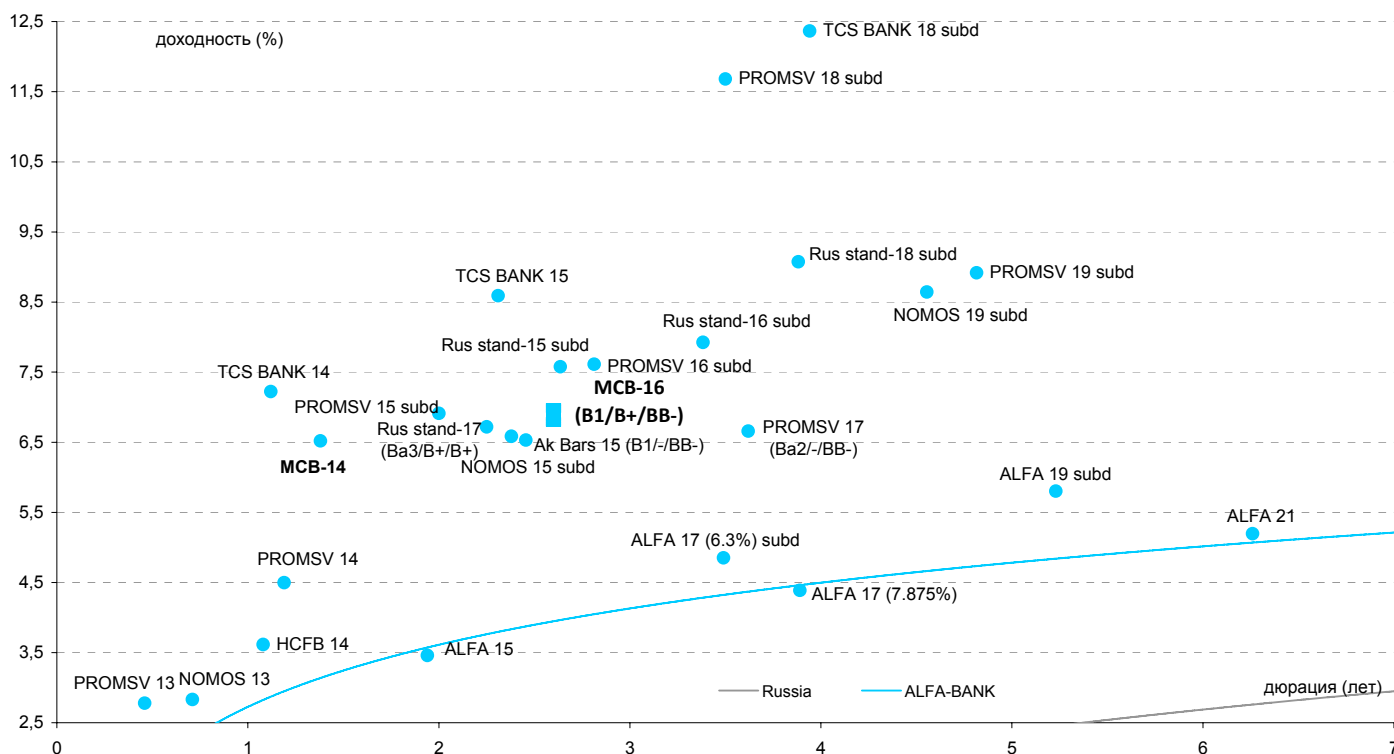
разницу в кредитных рейтингах (на 2 ступени ниже от Moody's, но на одном уровне от Fitch) и в масштабах бизнеса (более чем в 2 раза меньше) – по размеру активов МКБ занимал в рейтинге Интерфакса 20 место с 278 млрд руб. (по итогам 3 кв. 2012 г., РСБУ) против 10 места или 614 млрд руб. у Промсвязьбанка. На наш взгляд, данная премия не должна превышать 60-80 б.п.

В то же время в обращении находятся вышедший на рынок в конце 2012 г. выпуск Ак Барс Банка (B1-/BB-) – АК BARS-15 (YTM 6,53%/2,46 года), а также доразмещенные еврооблигации Банка Русский Стандарт (Ba3/B+/B+) – Rus Standard-17 (YTP 6,72%/2,25 года). Данные банки близки к МКБ по уровню кредитных оценок и масштабам бизнеса (в рейтинге Интерфакса 20 место против 16 позиции у Ак Барс Банка и 23 место у Банка Русский Стандарт), безусловно, отличаясь спецификой деятельности. Так, Ак Барс Банк контролируется Республикой Татарстан, являясь ее уполномоченным банком, участвуя в реализации многих проектов республики (в частности, проведение Универсиады в 2013 году). Последнее требует серьезных финансовых вложений, что, на наш взгляд, находит отражение на балансе банка. В свою очередь, Банк Русский Стандарт является исключительно розничным банком, что предопределяет более высокий уровень риска его бизнеса.

Вместе с тем, среди позитивных моментов кредитного профиля МКБ можно отметить хорошие финансовые результаты за 9 мес. 2012 г. (кредитный портфель вырос на 28,6% к 2011 г. до 209 млрд руб., активы – на 20,1% до 279 млрд руб.) и размещение в декабре субординированного выпуска облигаций серии 11 на 3 млрд руб., которое позволило улучшить ситуацию с достаточностью капитала. Отметим, что по итогам 9 мес. 2012 г. капитал МКБ (по Базелю) увеличился на 35,1% к 2011 г. до 39,8 млрд руб., коэффициент достаточности капитала составил 14,8% против 14,4% в 2011 г. Напомним, что в 3 кв. 2012 г. завершилась процедура привлечения в капитал банка IFC и ЕБРР, которые приобрели по 7,5% акций МКБ – общая сумма инвестиций составила 5,8 млрд руб. Вместе с тем, допэмиссия акций после ужесточения требований ЦБ РФ к капиталу позволила банку обеспечить на приемлемом уровне норматив Н1 (по РСБУ), который на 1 октября 2012 г. составил 11,5% (min 10%), хотя 1 июля 2012 г. он был 10,6%. Субординированный заем обеспечит дополнительный задел по капиталу, необходимый для поддержания высоких темпов развития бизнеса МКБ.

Таким образом, принимая во внимание уровни доходности еврооблигаций частных банков, сопоставимых с МКБ, и разницу в их кредитных профилях, мы считаем, что новые бумаги банка могут представлять интерес для инвесторов срочностью 3 года и с доходностью от 6,8% годовых.

Доходности еврооблигаций



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

ТЭК

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Металлургия

Юрий Воллов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@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

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.