

10 июня 2021 г.

Юлия Гапон gaпон@region.ru
Александр Ермак aermak@region.ru

Перед последними аукционами по размещению обращающихся выпусков ОФЗ на вторичном рынке по мере приближения заседания Банка России, на котором будет обсуждаться денежно-кредитная политика, включая вопрос повышения ключевой ставки, оцениваемое нами в размере не менее 50 б.п., цены большей части гособлигаций продолжили свое снижение, которое в последние дни даже ускорилось. С начала июня повышение доходности в среднем по рынку составило 18 б.п. При этом по выпускам со сроком обращения до 6 лет доходность выросла в пределах 19-29 б.п., а по более долгосрочным выпускам повышение доходности составило в пределах 8-16 б.п.

Очевидно, что ускорение роста ставок на вторичном рынке предопределило повышение агрессивности заявок инвесторов на аукционе при размещении десятилетнего выпуска ОФЗ. Спрос на ОФЗ-ИН почти в 1,9 раза превысил объем предложения, которое было реализовано в полном объеме при средневзвешенной цене на 0,157 п.п. ниже уровня вторичного рынка накануне. Более подробно в специальном комментарии [«Минфин завершил размещение обращающихся на рынке ОФЗ с максимальным с середины апреля объемом»](#).

Большинство эмитентов, что планировали «книги» до заседания Банка России по ключевой ставке, book-building выпусков уже провели. Сегодня г. Москва проводит размещение облигаций объемом 35 млрд руб., а Аэрофлот - сбор заявок инвесторов на выпуск от 15 млрд руб. В премаркетинге остаются только 4 выпуска облигаций Республики Казахстан, которая планирует размещение позже в июне.

Параметры выпуска

Комментарий к размещению

Оценка РЕГИОНа

10.06.2021г.

Эмитент	Москва	г. Москва – самый финансово устойчивый субъект Российской Федерации. Размер доходов бюджета составил в 2020г. порядка 2,8 трлн руб., расходы – 3,2 трлн руб., дефицит – 0,4 трлн руб. Доходная база бюджета основана на собственных источниках доходов: 46% приходится на поступления от НДФЛ и 30% от налога на прибыль организаций. Долговая нагрузка очень низкая: объем долга составлял на 31.12.2020г. 30 млрд руб. (или 1,16% к НиННД) и был представлен единственным выпуском облигаций. На данный момент у Москвы в обращении 2 выпуска обычных облигаций и один «зеленых» бондов. При максимально допустимом верхнем пределе госдолга, запланированном на 2021г. в размере 426 млрд руб., долговая нагрузка сохранится на низком уровне, составив 16,1% от доходов. График погашения долга комфортный, по состоянию на 01.06.2021г. городу предстоит погашение прямого долга в размере 30 млрд руб. в 2022г., 35 млрд руб. в 2024г. и 70 млрд руб. в 2028г. По оценкам рейтинговых агентств «большой тройки» Москва имеет наивысший кредитный рейтинг среди субъектов РФ, соответствующий уровню суверенного кредитного рейтинга России. Привлекаемые с публичного рынка средства будут направлены на финансирование инвестиций в инфраструктуру города. Законом о бюджете города утвержден максимально возможный объем заимствований в 2021г. в размере 396 млрд руб., в 2022г. – 178,5 млрд руб. и в 2023г. – 44,1 млрд руб.	С начала текущего года Москва разместила трехлетний выпуск с доходностью 6,73% годовых и спрэдом к G-кривой ОФЗ 61 б.п., а также семилетний выпуск «зеленых» облигаций с доходностью 7,52% годовых и спрэдом к G-кривой ОФЗ 71 б.п. В настоящий момент выпуски торгуются по цене ниже номинала с доходностью 6,73% и 7,58% годовых соответственно при сужении спрэдов к ОФЗ до 17 и 53 б.п. Ориентир доходности по новому выходу предполагает 55-95 б.п. к G-кривой на сроке 4,15 года, что транслируется в доходность на уровне 6,41-6,51% годовых (что соответствует цене 99,68-99,30% от номинала).
Выпуск	25073		
Рейтинг (S&P/M/F/АКРА/Эксперт/НКР) эмитента	-/Ba1/BB+/AA-(RU)/-/-		
Объем размещения	35,0 млрд руб.		
Срок обращения	4,87 г.		
Оферта	не предусм.		
Купонные периоды	6 мес.		
Дюрация	4,15 г.		
Купон	7,20%		
Индикативная доходность	7,41-7,51%		
Дата размещения	10.06.2021г.		

Параметры выпуска

Комментарий к размещению

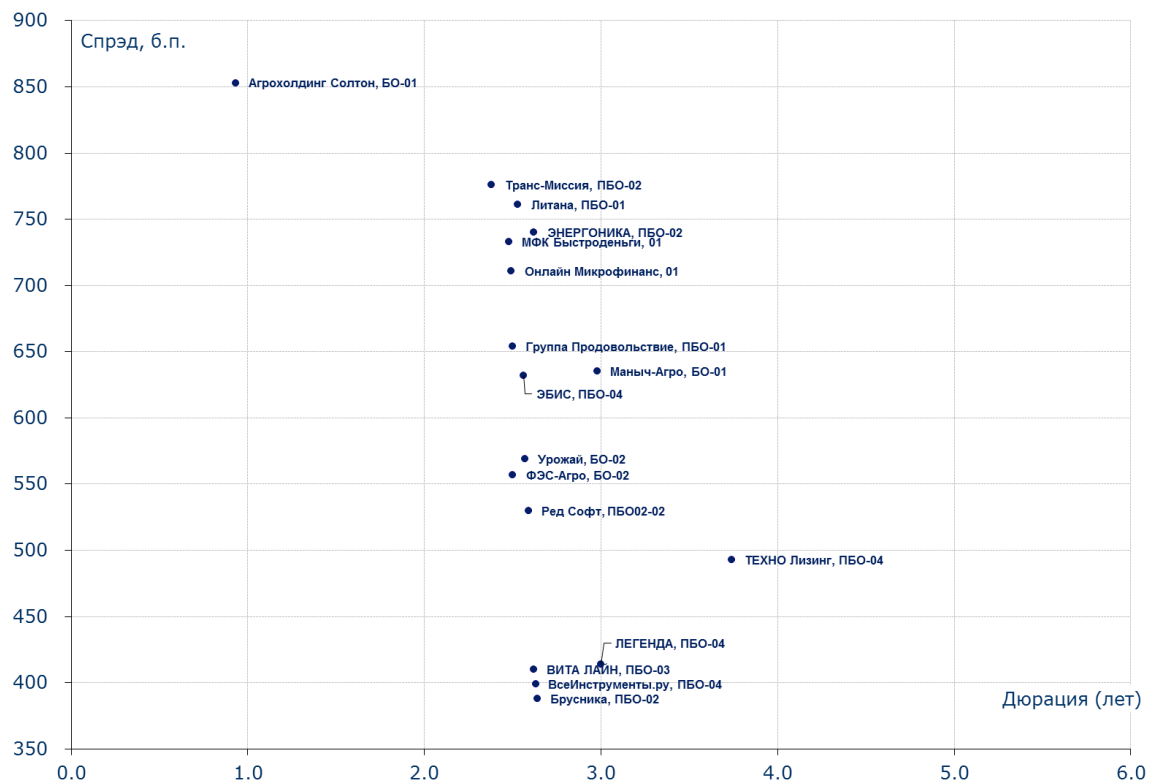
Оценка РЕГИОНа

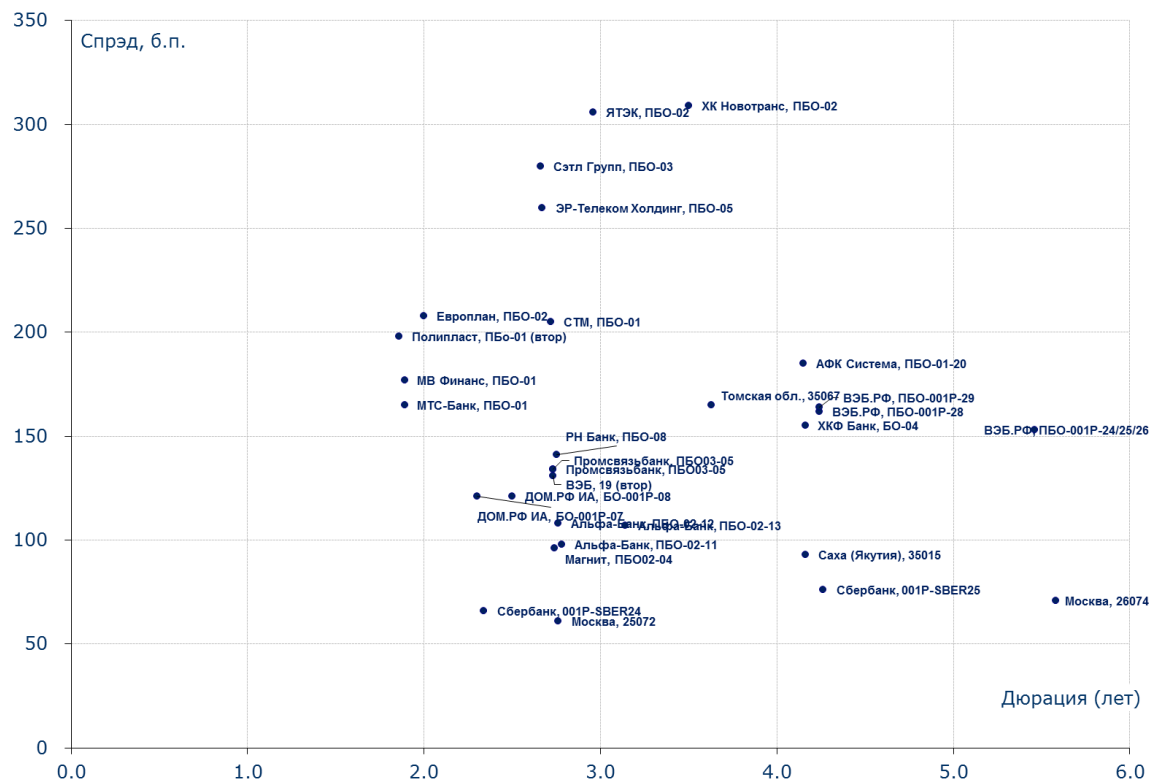
17.06.2021г.

Эмитент	Аэрофлот	В Группу Аэрофлот входят премиальный перевозчик «Аэрофлот Российские авиалинии», лоукостер «Победа» и региональный перевозчик «Россия». Государству принадлежит 57,3% акций компании. На российском рынке доля по итогам 2020г. составила 41% (ближайший конкурент S7 с долей 13%). При этом пассажиропоток снизился на 50,3% до 30 млн пасс.	С новым выпуском Аэрофлот возвращается на рынок после долгого перерыва – с 2016г. В мае 2020г. компания проводила премаркетинг выпуска, однако в последующем отказалась от размещения. Новый выпуск Аэрофлота предлагает «премию» к G-кривой доходности в диапазоне 235-262б.п. при дюрации порядка 4,08 г. Такая премия на данный момент более соответствует для эмитентов третьего эшелона. С учетом очень высокой вероятности получения господдержки, а также прохождения кризисных моментов, вызванных пандемией и восстановления бизнеса Аэрофлота, такая премия выглядит избыточной. Обращаем внимание, что инвестиции в облигации Аэрофлота подходят преимущественно для инвесторов с длительным горизонтом инвестирования.
Выпуск	П01-БО-01		
Рейтинг (S&P/M/F/АКРА/Эксперт/НКР) эмитента	-/-/BB-/-/ruAA-/-		
Объем размещения	от 15 млрд руб.	Основное влияние на финансовые результаты 2020г. и 1кв.21г. оказали ограничения на международные перелеты, связанные с коронавирусом. В 1кв.21г. падение выручки составило 39,1% до 75,5 млрд руб., показателя EBITDA – на 41% до 7,7 млрд руб., снижение маржи по EBITDA составило 0,3 п.п. (с 10,5% в 1кв.20г. до 10,2% в 1 кв.21г.).	
Срок обращения	5 лет	По итогам квартала получен убыток в размере 25,1 млрд руб. Вместе с тем по сравнению с 4кв.20г. основные финансовые показатели показывают существенный рост, что является признаком восстановления бизнеса перевозчика. Такая динамика связана, в первую очередь, с улучшением доходных ставок, ростом загрузки и грузоперевозок. Долговой портфель на 31.03.21г. остался на уровне начала года – 88,7 млрд руб., лизинговые обязательства также изменились незначительно (+0,3%), составив 664,2 млрд руб. Из-за обвала EBITDA долговая нагрузка выросла существенно – с 5,8х на 30.06.20г. до беспрецедентных 31,2х на 31.03.21г. Цель выпуска облигаций – стабилизация финансового положения.	
Оферта	не предусм.	В апреле 2020г. Fitch понизило рейтинг компании на одну ступень до «BB-» с негативным прогнозом.	
Купонные периоды	91 день		
Дюрация	4,08 года		
Индикативный купон	8,90-9,15%		
Индикативная доходность	9,20-9,47%%		
Дата book-building	10.06.2021г.		



Карта первичного рынка рублевых облигаций (спрэды к кривой ОФЗ, б.п.), март-июнь 2021г.







РЕГИОН
ГРУППА КОМПАНИЙ

Источник: расчеты ООО «БК РЕГИОН»

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Календарь первичного рынка

Общество с ограниченной ответственностью «Брокерская компания «РЕГИОН» (ООО «БК РЕГИОН»)

Адрес: Москва, Зубовский бульвар, д.11А, этаж 9, помещение I, комната 1

Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

www.region.broker

REUTERS: REGION

BLOOMBERG: RGNM

ОПЕРАЦИИ НА ДОЛГОВОМ РЫНКЕ

Екатерина Шилиева (доб. 253, shilyaeva@region.ru)

Татьяна Тетеркина (доб. 112, Teterkina@region.ru)

Максим Швецов (доб. 694, SHvetsov@region.ru)

МАКРОЭКОНОМИКА, ОТРАСЛЕВАЯ АНАЛИТИКА

Валерий Вайсберг (доб.192, vva@region.ru)

АНАЛИТИКА ПО ДОЛГОВЫМ РЫНКАМ

Александр Ермак (доб. 405, aermak@region.ru)

Юлия Гапон (доб. 294, gapon@region.ru)

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями ГК РЕГИОН. Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. ГК РЕГИОН не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.