

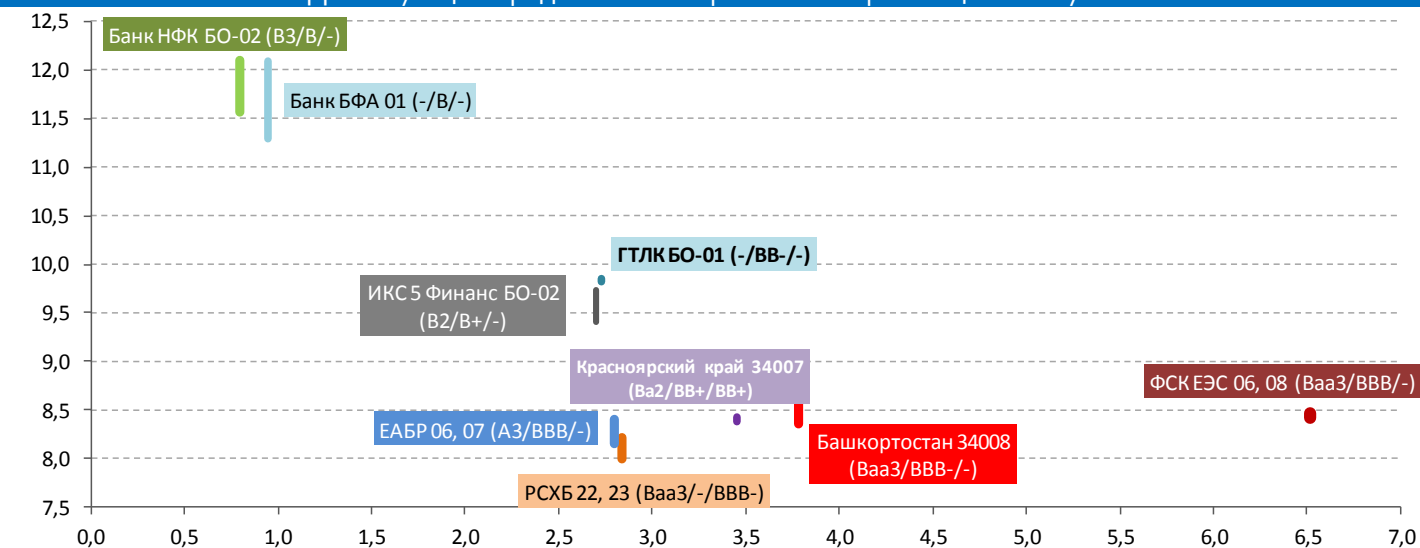
Мониторинг первичного рынка

После выступления Б.Бернанке и озвученных решений рынок первичных размещений заметно оживился. Так, только за сегодняшний день было объявлено о размещении порядка 5 выпусков. Инвесторам предложен широкий выбор бумаг эмитентов различного качества. Тем не менее, по-прежнему продолжает доминировать финансовый сектор. Также нельзя не отметить активность субфедерального сегмента. В качестве привлекательных предложений стоит обратить внимание на следующие займы: Омская обл. 34001, ЕАБР об и 07. Одним днем, будучи уверены в своих силах, размещаются ГТЛК (расширение объема предложения), РСХБ.

Облигации, аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, М / S & P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Заккрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW ГТЛК БО-02	-/BB-/	Да	5 000	23 сен	26 сен	9,50% / 9,84%		Дюр. 2,74-2,71 г. / 5 / 10	9,84%
NEW РСХБ 22	Baa3 /-/BBB-	Да	5 000	24 сен	30 сен	7,85-8,05% / 8,00-8,21%	-	3 / 10	от 8,1%
NEW РСХБ 23			5 000		1 окт		-	3 / 10	
NEW ВТБ Капитал Финанс, 13	-/-*****		1 000	24 сен	26 сен	Фикс. 0,1% + доп. доход, в	-	2 / 10	-
Красноярский край 34007	Ba2/BB+/BB+	Да	11 000	-	25 сен	8,23% / 8,4%	-	Дюр. 3,45 г. / 5 лет	8,3-8,4%
NEW ФСК ЭЭС об, вторичн.	Baa3/BBB-/	Да	до 10 млрд руб.	25 сен	26 сен	купон 8,25%, цена не более 100,0%	-	- / 7	цена 100%
NEW ФСК ЭЭС об, вторичн.			до 10 млрд руб.				-	- / 7	цена 100%
ИКС 5 Финанс БО-02	B2/B+/-	Да	5 000	25 сен	27 сен	9,2-9,5% / 9,41-9,73%	-	- / 3	от 9,6%
NEW ЕАБР об	A3/BBB-/	Да	5 000	26 сен	2 окт	8,0-8,5% / 8,16-8,68%	8,0-8,25% / 8,16-8,4%	3 / 7	от 8,16%
NEW ЕАБР 07		Да	5 000						от 8,16%
Башкортостан 34008	Baa3/BBB-/	Да	5 000		сентябрь	8,1-8,38% / 8,35-8,65%	-	Дюр. 3,78 г. / 7 лет	от 8,35%
Банк БФА 01	-/B-/	Да	1 500		конец сентября	11-11,75% / 11,3-12,1%	-	1 / 3	от 11,9%
NEW Омская область 34001	Ba2/-/-	Да	5 000	9 окт	15 окт	8,15-8,30% / 8,40-8,56%	-	амортиз. 1,93 / 3	от 8,5%
NEW Банк НФК (ЗАО) БО-02	B3/B-/	Да	2 000		Первая декада октября 2013 г.	11,25-11,75% / 11,57-12,10%	-	1 / 3	-
Еврооблигации									
Газпромбанк, суборд.	Baa3/BBB-/BBB-		в долл. США	road show 16-18 сен.	23/24 сен.	7,5-8,0%	-	Call 5,25 / 10,25	7-7,5%
КБ Восточный (суборд.)	B1/-/-	-	100-150 млн долл.		до 31 октября 2013	11,5-12%	n/a	-/5,5	от 11,6%

Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг



Источник: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка



КАЛЕНДАРЬ ДОЛГОВЫХ И ДЕНЕЖНЫХ РЫНКОВ

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

23 сентября 2013

Прошедшие размещения

Выпуск	Рейтинг, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Заккрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, аукционы, book building									
Газпромбанк БО-06	Baa3/BBB- /BBB-	Да	10 000	20 сен	25 сен	8-8,2% / 8,16-8,37%	7,85-8,0% / 8-8,16%	n/a	- / 3
Бинбанк БО-02	-/B/-	Да	3 000	20 сен	24 сен	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	-	10,85% / 11,14%	1/3
ГТЛК БО-01	-/BB-/-	Да	5 000	20 сен	24 сен	9,25-9,75% / 9,58-10,11%	-	9,5% / 9,83%	дюр.2,74-2,71 / 5 / 10
АИЖК БО-01	Baa1/BBB/-	Да	5 000	19 сен	25 сен	7,9-8,1% / 8,14-8,35%	7,6-7,75% / 7,82-7,98%	7,6% / 7,8%	- / 3
УБРИР БО-08	-/B/-	Да	3 000	17 сен	19 сен	10,75-11,25% / 11,04-11,5%	10,75-11% / 11,04-11,3%	10,75% / 11,04%	1 / 3
Крайинвестбанк БО-03	B/-/-	Да	2 000	11 сен	13 сен	11 - 11,25% / 11,3 - 11,57%	10,75-11% / 11,04-11,30%	10,75% / 11,05%	1,5 / 6
ИА Открытие 1, класс А	Baa3***/-/-	Да	3 448	11 сен	13 сен	8,8-9,1% / 9,1-9,42%	-	9,1% / 9,42%	2,3-2,28 года****
Татфондбанк БО-08	B3/-/-	Да	2 000	11 сен	17 сен	11,25 - 11,75% / 11,57 - 12,1%	11-11,5% / 11,32-11,85%	11,25% / 11,82%	1/3
РЖД БО-12	Baa1/BBB/ BBB	Да	25 000	10 сен	12 сен	-	-	7,5% / плав. / ИПЦ+1%	- / 20
Банк Санкт-Петербург БО-09	Ba3/-/-	Да	5 000	10 сен	12 сен	8.4-8.9% / 8.58 - 9.1%	-	8,5% / 8,7%	1 / 3
Меткомбанк БО - 06	B2/-/-	Да	1 500	10 сен	12 сен	10,75 - 11,25% / 11,04 - 11,57%	-	10,25% / 10,5%	1,5 / 3
Еврооблигации, ЕСР, аукционы, book building									
ЕАБР	A3/BBB/ BBB		500 млн долл.	встречи с 6 сен.	23 сен	-	-	цена 98,310 / 5,0% / 5,292%	- / 7
ГК "Борец"	Ba1/BB/-		в долл. США	road show 12-18 сен.	20 сен	-	-	7,60%	- / 5
Газпром	Baa1/BBB/ BBB		500 млн GBP	с 5 сен. road show	19 сен	-	-	5,338%	см.комментарий
Russia 5y			1,5 млрд \$	-		T+212,5	-	3,672%	- / 5
Russia 10y			3 млрд \$	-		T+237,5	-	5,123%	- / 10
Russia 30y	Baa1/BBB/ BBB	Да	1,5 млрд \$	-	9 сен	T+237,5	-	5,459%	- / 30
Russia 7y			750 млн евро	-		ms+185	-	3,702%	- / 7
Russia 12y			в EUR	-		ms+195	-	-	- / 12

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

*рейтинг поручителя O1 Properties Ltd

** рейтинг материнской структуры

*** ожидаемый рейтинг выпуска

**** при текущей срочности досрочных погашений

***** выпуск обеспечен поручительством Банка ВТБ.

23 сентября 2013

Комментарии к размещениям:



NEW РСХБ (Ваа3/-/BBB-): первичное предложение.

На наш взгляд, основной спрос стоит ждать на уровне от 8,1%.



Красноярский край (Ва2/BB+/BB+): первичное предложение.

Размещение края найдет повышенный интерес у инвесторов, что традиционно для бумаг региона. Кредитный профиль субъекта остается довольно устойчивым даже в условиях снижения поступлений по налогу на прибыль. Уровень госдолга в 2013 г., вероятно, вырастет, но останется приемлемым. Облигации края могут представлять интерес с доходностью 8,3-8,4% годовых.



NEW ФСК ЕЭС (Ваа3/BBB/-): вторичное предложение.

ФСК ЕЭС в рамках прохождения oferty по выпускам серии 06 и 08 объемом по 10 млрд рублей каждый установила новый купон размером 8.25% годовых против предыдущего значения в 7.15%. Ориентир по цене размещения: не ниже номинала. На наш взгляд, 7-летние выпуски -06 и -08 практически идеально ложатся на кривую при ставке купона в 8.25% и цене размещения равной номиналу.



ИКС 5 Финанс (В2/В+/-): первичное предложение.

Сеть Х5, вероятно, решила рефинансировать значительный короткий долг, в том числе и за счет новых бондов. Новые облигации предлагают премию к вторичному рынку 20-50 б.п., что с учетом слабых кредитных метрик вполне оправдано. На наш взгляд, выпуск ИКС 5 Финанс БО-02 может представлять интерес с доходностью от 9,5% годовых.



Башкортостан (Ваа3/BBB/-): первичное предложение.

Облигации Башкортостана, безусловно, найдут повышенный интерес инвесторов, учитывая инвестиционный уровень рейтинга региона. Кроме того, выпуск выглядит перспективно в ожидании прихода иностранных игроков в рамках дальнейшее либерализации рынка. Бумаги интересны от нижней границы индикатива.



NEW Банк БФА (-/В/-): первичное предложение.

Размещение банка является дебютным и высокодоходным, что отвечает кредитному профилю заемщика из третьего эшелона. Облигации могут найти интерес у инвесторов толерантных к рискам данной категории банков, желающих повысить доходность своего портфеля. Рекомендуем участие в выпуске с доходностью ближе к верхней границе индикатива.



NEW Омская область (Ва2/-/-): первичное предложение.

Облигации Омской области, предлагающие премию ко вторичному рынку 15-30 б.п., могут найти интерес инвесторов с доходностью от 8,5%, учитывая компенсацию за дебют и умеренное кредитное качество региона.



NEW ЕАБР (А3/BBB/BBB): первичное предложение.

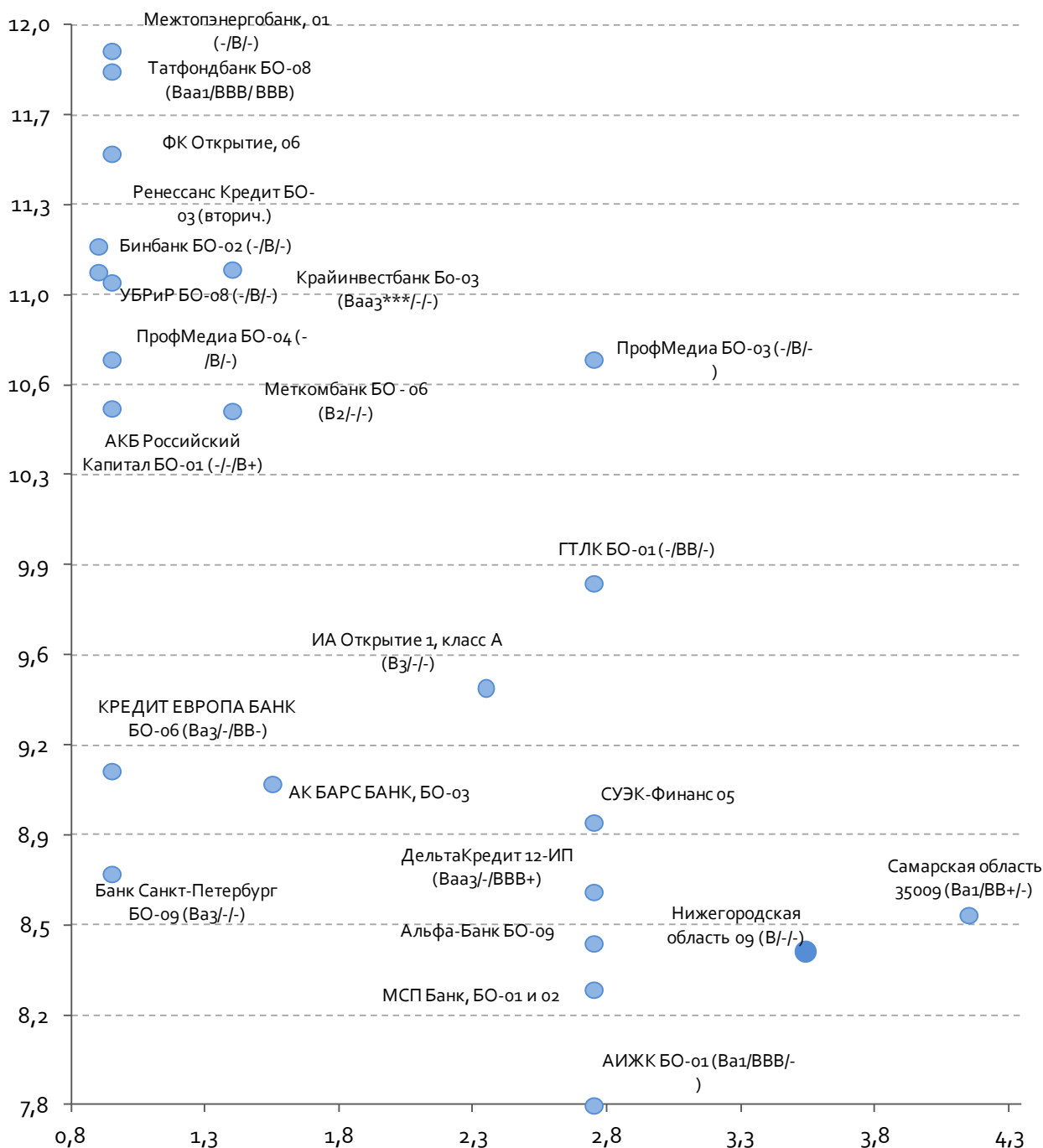
Облигации ЕАБР могут найти интерес инвесторов ближе к нижней границе индикатива, учитывая обозначенную премию от 30 б.п. к вторичному рынку.

23 сентября 2013

Итоги последних размещений:

Последняя неделя была довольно успешной для первичного рынка. Большинство книг закрылась около нижней границы первоначального диапазона – это касается Бинбанка, УБРиРа. Заметно выделялось размещение АИЖК – конечный сложившийся уровень закрытия книги был заметно ниже заявленных ориентиров – УТМ 7,8% на 3 года против первоначальных 8,14-8,35%. По середине диапазона разместились ГТЛК, при этом увеличив объем предложения в 2 раза, открыв сегодня на один день книгу также на 5 млрд руб.

Карта последних размещений:



Источник: ММВБ, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Комментарии:

РСХБ (Вааз/-/BBB-): первичное предложение.

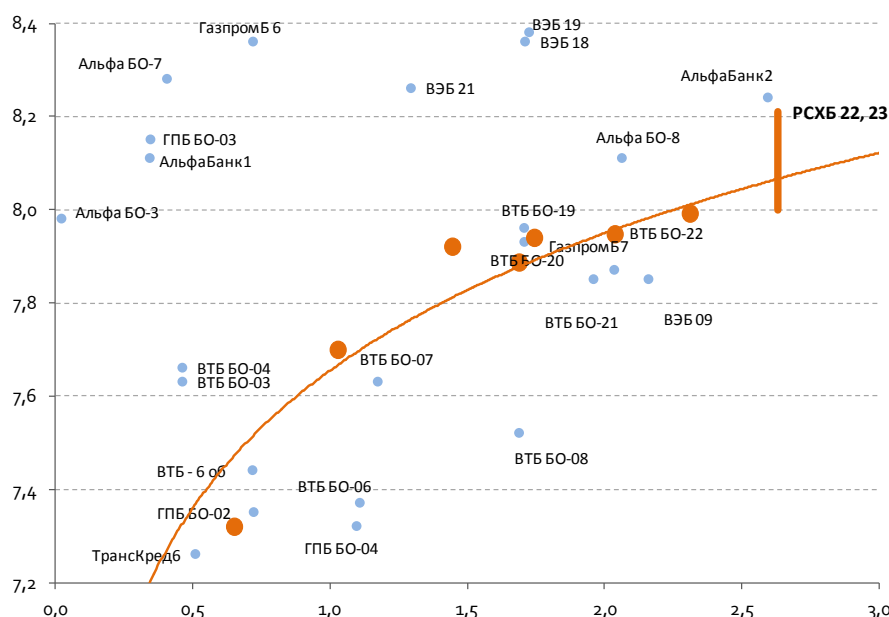
На наш взгляд, основной спрос стоит ждать на уровне от 8,1%.

Комментарий. Сегодня РСХБ начал book-building по двум выпускам облигаций серий 22 и 23 объемом 5 млрд руб. каждый. Закрытие книги – 24 сентября, планируемая дата размещения – 30 сентября и 1 октября соответственно. Ориентир по ставке купона – 7,85-8,05%, что соответствует доходности к 3-летней оферте на уровне 8,0-8,21%.

В целом, нижняя граница предложенного по новому выпуску диапазона «лежит» несколько ниже уже сформированной кривой Россельхозбанка. Учитывая время, необходимое для выхода бумаг на вторичный рынок, а также период до включения выпусков в Ломбардный список, мы предполагаем, что потребуются также небольшая премия во время размещения: в пределах 10 б.п. Поэтому, на наш взгляд, основной интерес к бумагам банка сложится около отметки 8,1%.

Отметим также, что кредитные метрики Банка остаются под давлением, о чем мы писали в своем *обзоре* к вышедшей отчетности по МСФО за 1 полугодие 2013 года. В результате, недавно прошло понижение обоих международных рейтингов Эмитента.

Карта доходностей: финансовый сектор



Финансовые показатели Россельхозбанка по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2012	1Н 2012	1Н 2013	Изм. за 1Н '13
Активы	1 284	1 429	1 334	1 541	8%
Кредиты (net)	904	1 071	973	1 167	9%
Кредиты (gross)	980	1 168	1 063	1 271	9%
доля в активах	70,4%	74,9%	72,9%	75,7%	-
NPL (90+)	7,3%	9,1%	n/a	n/a	-
уровень резервов	7,7%	8,3%	8,5%	8,2%	-
Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	1,1	0,9	n/a	n/a	-
Кредиты / Средства клиентов	1,5	1,9	1,8	1,7	-
Финансовые активы	145	143	164	154	8%
доля в активах	11,3%	10,0%	12,3%	10,0%	-
Средства клиентов	607	557	552	678	22%
доля в активах	47,3%	39,0%	41,4%	44,0%	-
Коэффициент достаточности общего капитала*	17,1%	14,9%	14,8%	13,4%	-
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	54	56	28	31	13%

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

23 сентября 2013

Прибыль	0,06	0,14	0,14	0,60	347%
Качественные показатели деятельности	2011	2012	1Н 2012	1Н 2013	Изм. за 1Н '13
ROA	0,01%	0,01%	0,02%	0,08%	0,06 п.п.
ROE	0,04%	0,08%	0,17%	0,68%	0,51 п.п.
C / I	56,01%	55,20%	50,68%	62,92%	12,24 п.п.
NIM	5,67%	4,81%	4,92%	4,80%	-1,14 п.п.

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

* для РСХБ данные приведены согласно РСБУ - норматив Н1

Елена Федоткова

Красноярский край (Ba2/BB+/BB+): первичное предложение.

Размещение края найдет повышенный интерес у инвесторов, что традиционно для бумаг региона. Кредитный профиль субъекта остается довольно устойчивым даже в условиях снижения поступлений по налогу на прибыль. Уровень госдолга в 2013 г., вероятно, вырастет, но останется приемлемым. Облигации края могут представлять интерес с доходностью 8,3-8,4% годовых.

Комментарий. Красноярский край планирует 25 сентября размещение 5-летних облигаций серии 34007 объемом 11 млрд руб. По выпуску предусмотрена амортизация номинала в даты выплаты 6-го (30%), 8-го (40%), 10-го (30%) полугодовых купонов – дюрация займа составляет 3,45 г. Определение ставки купона будет проходить на конкурсе. Индикатив ставки купона составляет 8,23% (YTM 8,40%).

Напомним, что Красноярский край располагает довольно крепким кредитным профилем – размер бюджета региона один из крупнейших в стране (в 2013 г. запланировано 140 млрд руб.), при этом уровень обеспеченности собственными доходами довольно высокий (более 80% от общего размера доходов). Данные цифры подкреплены значительным экономическим потенциалом края, представленным в основном добывающими отраслями как угольная и горнодобывающая промышленность, черная и цветная металлургия, нефтедобыча, а также заметный вклад в экономику региона вносят электроэнергетика, машиностроение и металлообработка. Отметим, что по размеру ВРП Красноярский край в 2011 г. занимал 9 место в России.

Вместе с тем, присутствие циклических отраслей в краевой экономике делает волатильным поступление собственных доходов, в частности налога на прибыль организаций, который за 6 мес. 2013 г. в условиях экономического замедления сократился на 19% до 18,3 млрд руб. к а.п.п.г. Тем не менее, кредитный профиль остается устойчивым, в том числе благодаря более стабильному НДФЛ, который за тот же период вырос на 7% до 14,2 млрд руб.

Что касается госдолга Красноярского края, то он был довольно низким, составив 23% от собственных доходов, что ниже его уровня по итогам 2012 г. – 25%. Добиться снижения удалось благодаря сокращению размера госдолга на 11% до 25,4 млрд руб. Вместе с тем, по итогам 2013г. долговая нагрузка может вырасти, учитывая значительный размер дефицита бюджета, заложенный на этот год в объеме 37 млрд руб. Для покрытия опережающих расходов регион, скорее всего, будет вынужден обратиться к заимствованиям. В то же время вряд ли можно ожидать критического роста госдолга, который, вероятно, будет в разумных пределах и не выйдет за рамки 45%.

Отметим, что бумаги Красноярского края традиционно пользуются спросом. Вместе с тем, самый длинный выпуск Красноярского края 34006, находящийся в обращении, торгуется на уровне 7,9-8,0% годовых при дюрации 2,0 г., что формирует спрэд кривой ОФЗ порядка 150-160 б.п.

Кроме того, в конце августа на первичный рынок выходили Самарская область (Ba1/BB+/-) с 7-летним выпуском 35009 (YTM при размещении 8,4% годовых), а также Нижегородская область (Ba2/-/BB-) с 7-летним 34009 (YTM 8,79%). Сейчас облигаций данных регионов несут премию к кривой ОФЗ 145 б.п. и 155 б.п. соответственно.

В то же время по кредитному качеству Красноярский край в большей степени схож с Самарской областью по размеру бюджета, доле собственных доходов и уровню госдолга, что подтверждается сопоставимыми рейтинговыми оценками. В свою очередь, кредитный профиль Нижегородской области уступает Красноярскому краю и по масштабу бюджета, а самое главное по уровню госдолга и уровню рейтинга (на 2 ступени ниже от Fitch).

23 сентября 2013

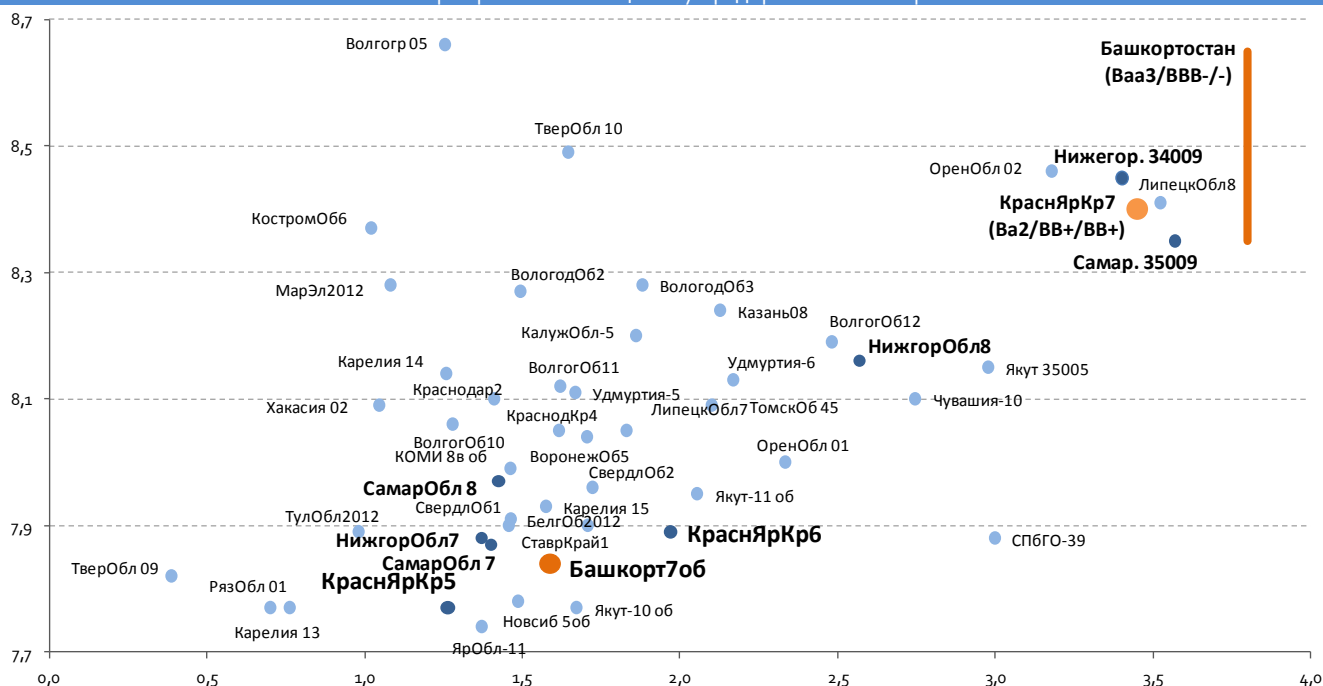
Таким образом, при текущей конъюнктуре с учетом спрэдов по собственным бумагам и выпускам сопоставимых субъектов РФ доходность новых облигаций Красноярского края серии 34007 может составить порядка 8,3-8,4% годовых при дюрации 3,45 г. Конкуренцию края на первичном рынке могут составить новые 7-летние бонды Башкортостана (Ваа3/BBB-/-) серии 34008 объемом 5 млрд руб., индикатив YTM 8,35-8,65% при дюрации 3,8 г. Отметим, что Башкортостан располагает более высоким рейтингом (на 1 ступень выше), но по срочности бумага республики длиннее, чем у Красноярского края, за что, впрочем, предлагается соответствующая премия в доходности.

Финансовые показатели субъектов РФ

Ключевые бюджетные показатели, млрд руб.	Красноярский край (Ва2/BB+/BB+)					Самарская область (Ва1/BB+/-)			Нижегородская область (Ва2/-/BB-)		
	6м2012	6м2013	Изм. %	2013П	Исп-е %	6м2013	2013П	Исп-е %	6м2013	2013П	Исп-е %
Доходы	66,6	63,0	-5,4	139,9	45,0	56,1	125,1	44,8%	49,4	106,5	46,4
Соб.доходы	53,6	51,7	-3,5	121,3	42,6	48,9	112,5	43,4%	40,8	92,4	44,1
Налог на прибыль	22,6	18,3	-18,8	48,0	38,3	19,5	47,4	41,1%	12,6	n/a	-
НДФЛ	13,2	14,2	7,2	32,8	43,3	12,4	27,0	45,9%	12,7	n/a	-
Соб.доходы/Доходы	80,5%	82,1%	1,6 п.п.	86,7%	-	87,1%	89,9%	-	82,6%	86,8%	-
Безвозмездные перечисления	13,0	11,2	-13,4	18,5	60,6	7,2	12,6	57,4%	8,6	14,1	60,9
Расходы	70,0	73,0	4,3	177,0	41,3	51,2	137,2	0,4	52,9	118,5	44,6
Дефицит/профицит	-3,5	-10,1	-	-37,1	-	4,9	-12,1	-	-3,5	-12,1	-
	2012	6м2013	Изм. %	2013П	Изм. %	6м2013	2013П		6м2013	2013П	
Госдолг	28,7	25,4	-11,3	54,5	114,6	31,0	38,4		41,7	55,2	
Госдолг/Соб.доходы	25,4%	22,9%	-9,8	45,0%	19,6 п.п.	30,6%	34,1%		51,4%	59,7%	

Источники: данные региональных минфинов, расчеты Промсвязьбанка

Карта рынка облигаций: Субфедеральный сектор



Александр Полютков

23 сентября 2013

ФСК ЕЭС (Вааз/BBB/-): вторичное предложение.

ФСК ЕЭС в рамках прохождения оферты по выпускам серии 06 и 08 объемом по 10 млрд рублей каждый установила новый купон размером 8.25% годовых против предыдущего значения в 7.15%. Ориентир по цене размещения: не ниже номинала. На наш взгляд, 7-летние выпуски -06 и -08 практически идеально ложатся на кривую при ставке купона в 8.25% и цене размещения равной номиналу.

ФСК ЕЭС в рамках прохождения оферты предлагает новый купон по выпускам серии 06 и 08 размером 8.25% против старого в 7.15%.

7-летние выпуски -06 и -08 практически идеально ложатся на кривую ФСК при ставке купона 8.25%.

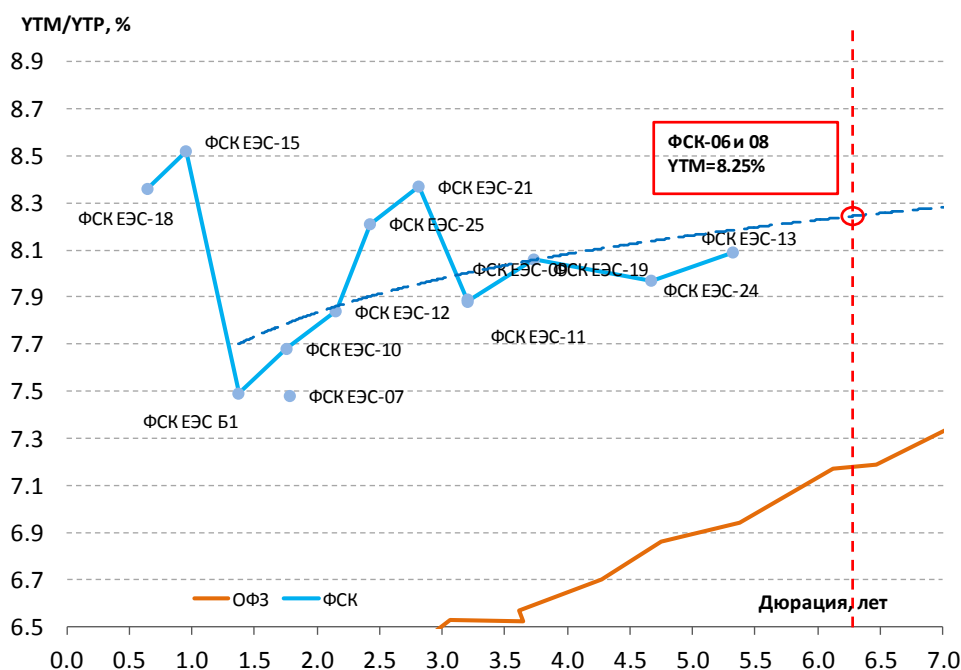
Кредитное качество ФСК ЕЭС остается на высоком уровне, в том числе благодаря такому надежному источнику заимствований как инфраструктурные облигации.

Комментарий. 26 сентября 2013 года наступает дата оферты для выпусков серии ФСК-06 и ФСК-08 объемом по 10 млрд рублей каждый. Тогда же будут произведены расчеты по вторичному размещению. Закрывание книги намечено на 25 сентября. ФСК установило новый купон размером 8.25% годовых против предыдущего значения в 7.15%. Ориентир по цене размещения – не ниже номинала. Погашение - через 7 лет, в 2020 году. Также отметим, что в последние полгода данные выпуски торговались чуть выше номинала в диапазоне 100-100.5%.

Спрэд кривой ФСК к кривой ОФЗ составляет в среднем 130-140 б.п., сужаясь до 115 б.п. на длинном конце (дюрация ~5.3 года). Таким образом, при спреде доходностей ФСК-06 и ФСК-08 к 26211 (дюрация ~6.3 лет) примерно в ~110 б.п. доходность составит около 8.3%. Таким образом, 7-летние выпуски -06 и -08 практически идеально ложатся на кривую ФСК при ставке купона в 8.25% и при условии того, что выпуск разместится не ниже номинала.

Также напомним, что мы видим кредитный профиль ФСК как очень надежный особенно в свете выпущенных инфраструктурных облигаций. Инфраструктурные облигации, выпускаемые под гарантию государства на столь длинный срок (34 года до оферты) стали для ФСК ЕЭС ожидаемым выходом из затруднительного положения. В последнее время ФСК становилось все труднее занимать на рынке облигаций. Соотношение Чистый долг/EBITDA приближалось к уровню 3X. Обширная инвестиционная программа размером около 155 млрд рублей ежегодно на период 2013 - 2017 гг. требует значительных денежных средств. При росте тарифа в 9,9% в ближайшие годы, EBITDA по нашим расчетам составит в среднем 103 млрд рублей в следующие три года. Соответственно, инфраструктурные облигации позволят закрыть нехватку денежных средств по разумной цене.

Карта доходностей: ФСК-06 и ФСК-08 ложатся на кривую с купоном 8.25%.



Вадим Паламарчук

ИКС 5 Финанс (B2/B+/-): первичное предложение.

Сеть Х5, вероятно, решила рефинансировать значительный короткий долг, в том числе и за счет новых бондов. Новые облигации предлагают премию к вторичному рынку 20-50 б.п., что с учетом слабых кредитных метрик вполне оправдано. На наш взгляд, выпуск ИКС 5 Финанс БО-02 может представлять интерес с доходностью от 9,5% годовых.

ИКС 5 Финанс проведет 24-25 сентября book-building биржевых облигаций БО-02 на 5 млрд руб. ...

Кредитный профиль Х5 не показал в 1 пол. явного улучшения, но во 2 кв. появились первые признаки положительного изменения финансовых показателей...

Уровень долга остается высоким: в 1 пол. 2013 г. Чистый долг/EBITDA – 3,1х

Размер краткосрочного погашения – 45% долга или 1,7 млрд долл., которые покрываются кредитными ресурсами...

Комментарий. Продуктовый ритейлер Х5 планирует 24-25 сентября 2013 г. провести book-building 3-летних биржевых облигаций серии БО-02 на 5 млрд руб. Индикатив ставки купона находится в диапазоне 9,2-9,5% годовых (YTM 9,41-9,73% годовых). Размещение облигаций намечено на 27 сентября.

Напомним, что относительно недавно, в середине августа, сеть Х5 обнародовала финансовые результаты за 1 пол. 2013 г. по МСФО. В целом, ритейлер не показал явного улучшения кредитного профиля, хотя во 2 кв. появились первые признаки положительного изменения финансовых показателей (см. наш комментарий: http://psbinvest.ru/upload/files/stocks-ic/14082013_Credit_Research.pdf).

Уровень долга Х5 по итогам 1 пол. 2013 г. оставался высоким, хотя его размер в абсолютных цифрах снизился на 6,7% до 3,76 млрд долл. относительно 2012 г. При этом метрика Долг/EBITDA составил 3,3х против 3,6х в 2012 г., Чистый долг/EBITDA – 3,1х против 3,2х соответственно. Короткая часть долга Х5 составила 1,68 млрд долл. (или 45% кредитного портфеля), при этом денежных средств на счетах ритейлера было на сумму 221 млн долл., которых явно будет не достаточно для предстоящих погашений.

В то же время в начале августа Х5 подписал соглашение с банками о привлечении клубного кредита на 15 млрд руб. (или около 455 млн долл.) для рефинансирования клубного кредита на 12,35 млрд руб. с погашением в сентябре 2013 г. и других краткосрочных заимствований. Таким образом, компания смогла практически на треть разрешить вопрос рефинансирования долга 2013 г. Кроме того, по данным Х5, на конец июня 2013 г. у компании было невыбранных кредитных линий на общую сумму около 2,48 млрд долл., которые полностью покроют потребность ритейлера в рефинансировании краткосрочного долга.

Ключевые финансовые показатели млн долл.	Лента (МСФО)			О'КЕЙ (МСФО)			Х5 (МСФО)			Магнит (МСФО)		
	1 пол. 12	1 пол. 13	Изм. %	1 пол. 12	1 пол. 13	Изм. %	1 пол. 12	1 пол. 13	Изм. %	1 пол. 12	1 пол. 13	Изм. %
Выручка	1 605	2 001	24,7	1 771	2 084	17,7	7 559	8 382	6,7	6 776	8 796	29,8
Операционный денежный поток	60	-32	-154,2	2	14	513,4	-8	78	-	408	756	85,1
EBITDA	167	213	27,5	121	137	12,7	554	576	3,8	671	890	32,7
EBITDA margin	10,4%	10,6%	п.п.	6,8%	6,6%	-0,2 п.п.	7,1%	6,9%	-0,2 п.п.	9,9%	10,1%	0,2 п.п.
Чистая прибыль	80	86	6,8	48	52	8,1	135	139	2,7	340	469	38,0
margin	5,0%	4,3%	п.п.	2,7%	2,5%	-0,2 п.п.	1,7%	1,7%	0,0 п.п.	5,0%	5,3%	0,3 п.п.
	2012	1 пол. 13	Изм. %	2012	1 пол. 13	Изм. %	2012	1 пол. 13	Изм. %	2012	1 пол. 13	Изм. %
Активы	1 845	1 899	2,9	1 759	1 594	-9,4	9 582	8 587	-10,4	7 261	7 029	-3,2
Денежные средства и эквиваленты	116	103	-11,3	149	78	-47,8	408	221	-45,8	410	266	-35,1
Долг	949	1 155	21,7	451	489	8,5	4 027	3 757	-6,7	2 086	1 865	-10,6
краткосрочный	126	87	-30,8	126	98	-22,5	1 681	1 681	0,0	827	949	14,8
долгосрочный	822	1 067	29,7	325	392	20,6	2 346	2 076	-11,5	1 259	916	-27,3
Чистый долг	833	1 052	26,3	301	411	36,5	3 619	3 536	-2,3	1 676	1 599	-4,6
Долг/EBITDA	2,3	2,5		1,5	1,5		3,6	3,3		1,4	1,1	
Чистый долг/EBITDA	2,0	2,3		1,0	1,3		3,2	3,1		1,1	0,9	

Источники: данные компаний, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Похоже, что для погашения текущих кредитов и займов сеть Х5 также решила обратиться к рынку рублевых облигаций. Торгующиеся на вторичном рынке бонды ИКС 5 Финанс по-прежнему остаются низколиквидными и предлагают премию к бумагам Магнита (-/BB/-) порядка 80-100 б.п., что вполне оправдано, учитывая рейтинг последнего (на 2 ступени выше) и заметно более комфортные кредитные метрики (Чистый долг/EBITDA – 0,9х у Магнита против 3,1х – у Х5).

Вместе с тем, облигации Ленты серий 02 с текущей доходностью 9,3% годовых при меньшей дюрации (2,1 г.) могут составить конкуренцию бондам ИКС 5 Финанс. Правда, затруднить покупку бондов Ленты может их низкая ликвидность. Кроме того, по размеру бизнеса Лента ощутимо уступает Х5 (по итогам 1 пол. 2013 г. выручка в 4,2 раза меньше – 2,0 млрд долл. против 8,4 млрд долл. соответственно), но по прибыльности и уровню долга выглядит лучше (EBITDA margin 10,6% у Ленты против 6,9% у Х5; Чистый долг/EBITDA – 2,3х против 3,1х соответственно).

Конкуренцию по доходности могут составить выпуски Ленты...

23 сентября 2013

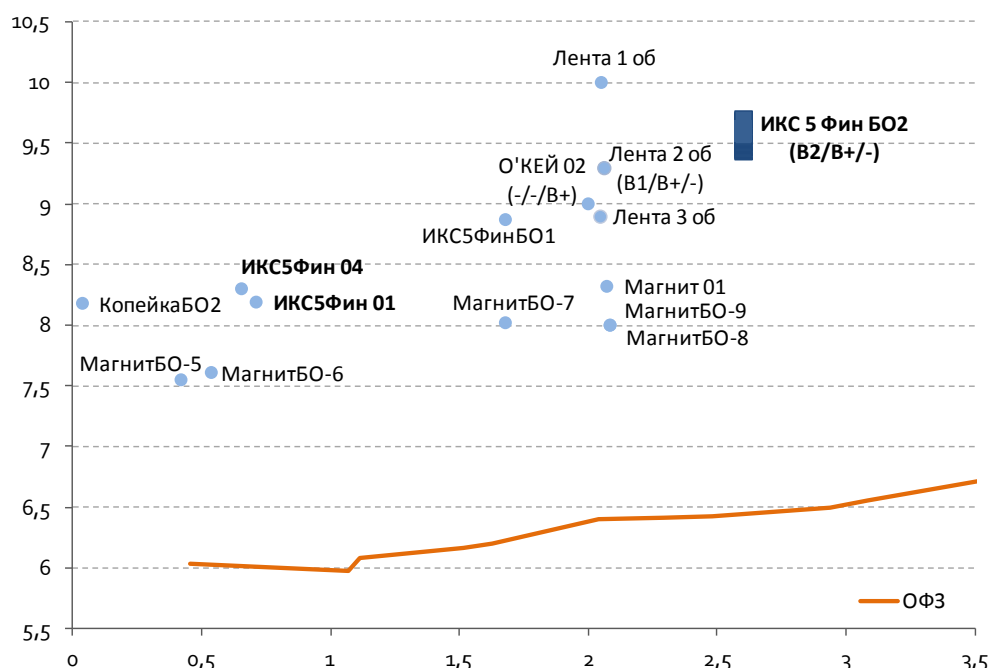
Новый бонд дает премию 20-50 б.п. к вторичному рынку...

ИКС 5 Финанс БО-02 интересен с доходностью от 9,5% годовых...

В свою очередь, новые облигации ИКС 5 Финанс БО-02 предлагают премию к собственным бумагам в обращении порядка 20-50 б.п., что повышает их привлекательность на первичном рынке. На наш взгляд, с учетом уровня бумаг других эмитентов продуктовой розницы, облигации ИКС 5 Финанс БО-02 могут представлять интерес с доходностью от 9,5% годовых к погашению через 3 года с премией от 30 б.п. к вторичному рынку как компенсацию за высокий уровень долга. Тем не менее, на наш взгляд, сделка с Седьмым континентом может нести дополнительные риски для финансового профиля Х5, что потребует компенсации в доходности, поэтому мы рекомендовали бы участие в бумагах ритейлера ближе к верхней границе индикатива с доходностью от 9,6% годовых.

Александр Полютов

Карта доходностей: Продуктовый ритейл



Башкортостан (Вааз/BBB-/-): первичное предложение.

Облигации Башкортостана, безусловно, найдут повышенный интерес инвесторов, учитывая инвестиционный уровень рейтинга региона. Кроме того, выпуск выглядит перспективно в ожидании прихода иностранных игроков в рамках дальнейшего либерализации рынка. Бумаги интересны от нижней границы индикатива.

Башкортостан размещает 7-летние облигации 34008, УТМ 8,35-8,65%, дюрация 3,8 г....

Комментарий. Башкортостан планирует в сентябре разместить 7-летние облигации серии 34008 объемом 5 млрд руб. По выпуску предусмотрена амортизация номинала в даты выплаты 8-го (20%), 12-го (15%), 16-го (15%), 20-го (10%), 24-го (10%), 28-го (30%) ежеквартальных купонов – дюрация займа составляет 3,8 г. Индикатив ставки купона составляет 8,1-8,38% годовых (УТМ 8,35-8,65% годовых). Определение ставки купона будет проходить по результатам book-building.

В апреле и июне у республики были повышены рейтинги до инвестиционной категории...

Напомним, что в апреле и июне 2013 г. агентства S&P и Moody's повысили кредитные рейтинги Башкортостана до инвестиционного уровня, что, впрочем, вполне отвечало кредитному качеству региона. Так, размер республиканского бюджета является одним из крупнейших в РФ (в 2013 г. по плану 111 млрд руб.), причем доля собственных доходов заметно доминирует (порядка 82% от общих доходов по плану и 77% по итогам 6 мес. 2013 г.).

Пожалуйста, ознакомьтесь с Ограничением ответственности аналитика на последней странице настоящего документа.

23 сентября 2013

**Кредитное качество
надежное....**

**Госдолг один из самых
низких среди субъектов
РФ...**

Столь сильные цифры объясняются потенциалом региональной экономики (размер ВРП в 2012 г. – 1 065 млрд руб.; в 2011 г. – 952 млрд руб. или 11 место среди субъектов РФ), в которой преобладают нефтяная и нефтехимическая отрасли, а также пищевая промышленность и др. В целом, налогооблагаемая база региона довольно устойчивая. По итогам 1 пол. 2013 г. поступления налога на прибыль несколько снизились («-13,5%» до 13,5 млрд руб.), при этом НДФЛ напротив вырос («+11,4%» до 11,3 млрд руб.), что придает некоторую стабильность собственным доходам региона в целом.

Госдолг Башкортостана один из самых низких среди субъектов РФ – соотношение Госдолга/Собственные доходы составляло по итогам 6 мес. 2013 г. порядка 15,4%, что в том числе поспособствовало присвоению рейтинга инвестиционной категории. В 2013 г. на фоне заметного дефицита бюджета (по плану 20 млрд руб.) ожидается рост размера госдолга (преимущественно за счет размещения рублевых облигаций на 5 млрд руб.) до уровня 20 млрд руб. против 14 млрд руб. в 2012 г., что, впрочем, не должно серьезно сказаться на уровне долга – Госдолг/Собственные доходы, скорее всего, не превысит 25%. Кроме того, по данным презентации к размещению, у Башкортостана была хорошая позиция ликвидности – остатки средств бюджета на 01.08.2013 г. составляли 15,4 млрд руб.

Ключевые бюджетные показатели млрд руб.	Башкортостан (Baaz/BVB-/-)					Красноярский край (Ba2/BV+/BV+)			Самарская область (Ba1/BV+/-)			Нижегородская область (Ba2/-/BV-)		
	6м2012	6м2013	Изм. %	2013П	Исп-е %	6м2013	2013П	Исп-е %	6м2013	2013П	Исп-е %	6м2013	2013П	Исп-е %
Доходы	58,9	55,8	-5,4	110,8	50,3	63,0	139,9	45,0	56,1	125,1	44,8%	49,4	106,5	46,4
Соб.доходы	43,3	43,0	-0,5	91,0	47,3	51,7	121,3	42,6	48,9	112,5	43,4%	40,8	92,4	44,1
Налог на прибыль	15,7	13,5	-13,5	31,0	43,7	18,3	48,0	38,3	19,5	47,4	41,1%	12,6	n/a	-
НДФЛ	10,1	11,3	11,4	25,0	45,1	14,2	32,8	43,3	12,4	27,0	45,9%	12,7	n/a	-
Соб.доходы/Доходы	73,4%	77,2%	3,8 п.п.	82,1%	-	82,1%	86,7%	-	87,1%	89,9%	-	82,6%	86,8%	-
Безвозмездные перечисления	15,7	12,7	-18,7	19,8	64,2	11,2	18,5	60,6	7,2	12,6	57,4%	8,6	14,1	60,9
Расходы	53,7	59,6	11,1	130,9	45,5	73,0	177,0	41,3	51,2	137,2	0,4	52,9	118,5	44,6
Дефицит/профицит	5,3	-3,9	-	-20,1	-	-10,1	-37,1	-	4,9	-12,1	-	-3,5	-12,1	-
	2012	6м2013	Изм. %	2013П	Изм. %	6м2013	2013П	Изм. %	6м2013	2013П		6м2013	2013П	
Госдолг	13,8	13,9	0,3	20,4	47,3	25,4	54,5	114,6	31,0	38,4		41,7	55,2	
Госдолг/Соб.доходы	15,3%	15,4%	0,6	22,4%	7,1 п.п.	22,9%	45,0%	19,6 п.п.	30,6%	34,1%		51,4%	59,7%	

Источники: данные региональных минфинов, расчеты Промсвязьбанка

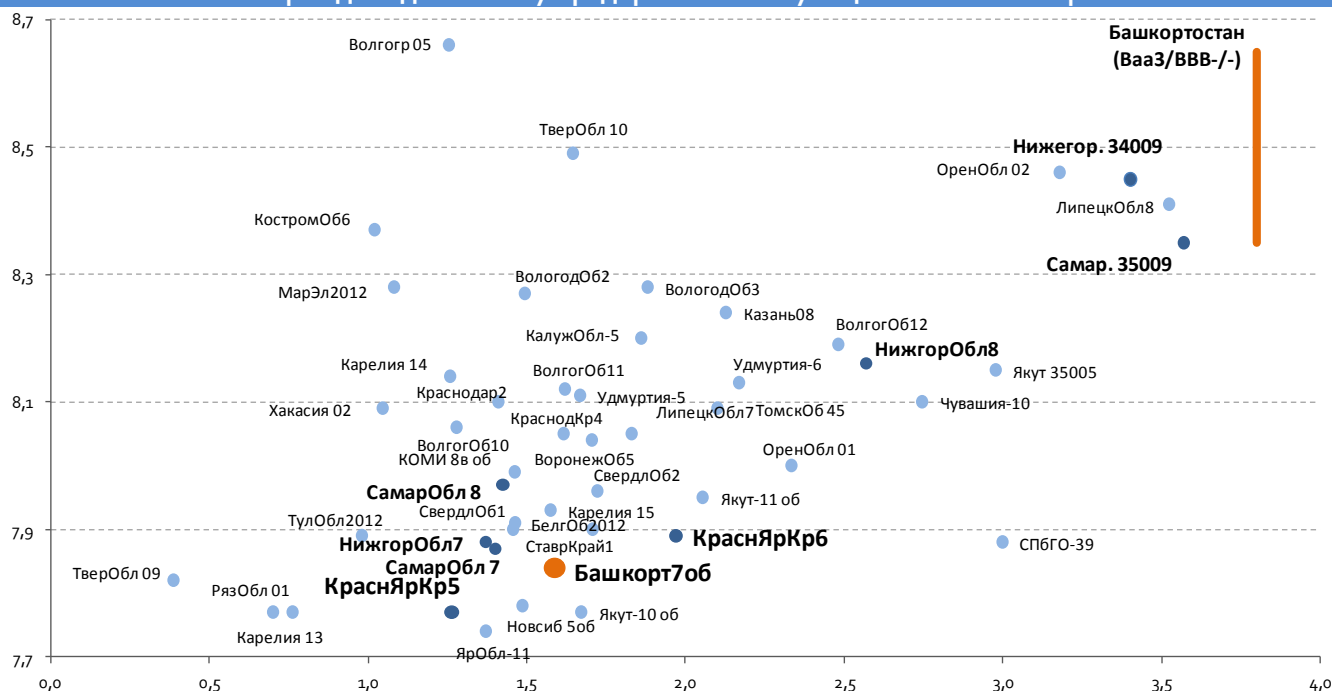
Отметим, что у Башкортостана имеется в обращении один выпуск облигаций серии 34007 (YTM 7,7-7,9% годовых/~1,7 г.; спрэд к кривой ОФЗ 145-165 б.п.), но он неликвидный. В то же время в конце августа на первичный рынок выходили Самарская область (Ba1/BV+/-) с 7-летним выпуском 35009 (YTM при размещении 8,4% годовых), а также Нижегородская область (Ba2/-/BV-) с 7-летним 34009 (YTM 8,79%). Сейчас облигации данных регионов несут премию к кривой ОФЗ 145 б.п. и 155 б.п. соответственно.

По кредитному качеству Башкортостан в большей степени схож с Самарской областью по размеру бюджета и уровню госдолга, но превосходит ее по уровню кредитных оценок (на 1 степень выше). В свою очередь, кредитный профиль Нижегородской области уступает Башкортостану, в первую очередь по уровню госдолга, что отражено в более слабых рейтингах (на 3 степени ниже).

Учитывая разницу в кредитном качестве регионов и текущие уровни спрэдов облигаций к кривой ОФЗ, мы считаем, что бумаги Башкортостана выглядят привлекательно по нижней границе индикатива доходности – от 8,35% годовых. Отметим, что конкуренцию бондам Башкортостана на первичном рынке могут составить облигации Красноярского края (Ba2/BV+/BV+) серии 34007 на 11 млрд руб., уступающего республике по рейтингу на 1 степень, но близкого по масштабу бюджета, доле собственных доходов и уровню госдолга. В свою очередь, дюрация по облигациям Красноярского края ниже (3,45 г.), что делает их привлекательнее по срочности.

**Облигации интересны от
нижней границы
индикатива, конкуренцию
на первичном рынке
составят бонды
Красноярского края ...**

Карта доходностей: субфедеральный и муниципальный сектор.



Александр Полюттов

Банк БФА (-/В/-): первичное предложение.

Размещение банка является дебютным и высокодоходным, что отвечает кредитному профилю заемщика из третьего эшелона. Облигации могут найти интерес у инвесторов толерантных к рискам данной категории банков, желающих повысить доходность своего портфеля. Рекомендуем участие в выпуске с доходностью ближе к верхней границе индикатива.

Комментарий. Банк БФА планирует в конце сентября открыть книгу заявок на выпуск облигаций серии 01 объемом 1,5 млрд руб. Индикатив ставки купона составляет 11,0-11,75% годовых, что соответствует доходности 11,3-12,1% годовых к оферте через 1 год. Отметим, что размещение Банка БФА является дебютным на рынке рублевых облигаций, поэтому остановимся на ключевых моментах кредитного профиля банка из Северной столицы.

- **Акционерная структура.** Мы бы не назвали ключевым моментом инвестиционной привлекательности Банка. Здесь стоит отметить, что Эмитента контролирует пул физических лиц (без контроля у конкретного лица), среди которых может привлечь внимание Коган Е.В. (19,31% по данным материалов к размещению). По данным СМИ, он является сыном В.Когана, российского банкира и бывшего главы Госсторея. Подтверждает отчасти это и тот факт, что костяк управляющей команды БФА составляют бывшие топ-менеджеры Промышленно-строительного банка Санкт-Петербурга. Отметим, что на 1 сентября текущего года Н1 был довольно высоким, составляя 13,1%.
- **Интенсивные темпы развития.** Последние два года Банк развивался темпами, значительно превышающими среднеотраслевые значения. Основной рынок произошел в 2011 году, когда был влит капитал, увеличивший собственные средства почти в 2 раза, получена лицензия на привлечение депозитов физлиц, привлечена новая команда и началась реализация новой стратегии. Таким образом, Кредитная организация не так давно приобрела свое новое «лицо». Отчасти, на наш взгляд, риски повышаются тем, что в 2012 году рост был простимулирован приобретением кредитных портфелей. На наш взгляд, все это может говорить о возможности

Н1 был довольно высоким, составляя 13,1%...

Последние два года Банк развивался темпами, значительно превышающими среднеотраслевые значения.

23 сентября 2013

На 10 крупнейших заемщиков на конец 2012 года приходилось 56% кредитного портфеля....

...лизинг и девелопмент составляют в совокупности 50% портфеля...

RoAA, RoAE и NIM составили по итогам 2012 года довольно скромные 1,7%, 11,1% и 4,4% соответственно.

...с принятием рисков не только финансового, но и строительного секторов...

проявления еще не реализованных рисков.

- **Высокая концентрация бизнеса.** Несмотря на то, что банк получил лицензию на привлечение депозитов, основу его бизнеса по-прежнему составляет корпоративный сегмент. Причем нельзя не отметить здесь высокую концентрацию, которая свидетельствует о зависимости финансовой устойчивости Банка от довольно ограниченного круга клиентов. На 10 крупнейших заемщиков на конец 2012 года приходилось 56% кредитного портфеля. Причем лизинг и девелопмент составляют в совокупности 50% портфеля (26% и 24% соответственно). Почти половина портфеля представляет собой необеспеченные кредиты. Причем в пассивах мы также видим слабую диверсификацию – на 8 клиентов приходится более 52% размещенных средств клиентов. Девелопмент, строительство и операции с недвижимостью формируют 34,5% депозитов и средств клиентов.
- **Умеренная маржинальность бизнеса.** Отметим, что показатели эффективности остаются довольно низкими. RoAA, RoAE и NIM составили по итогам 2012 года довольно скромные 1,7%, 11,1% и 4,4% соответственно. Отчасти на это влияет существенный запас ликвидности, размещенный в денежных средствах и ценных бумагах и превышающий 40% активов. Хотя это давит на маржинальность, однако заметно повышает финансовую устойчивость кредитной организации.

Учитывая высокую концентрацию в пассивах кредитной организации, размещаемый заем поможет Кредитной организации отчасти повысить диверсификацию источников фондирования. Ранее долг по выпущенным ценным бумагам ограничивался лишь векселями, объем которых достигал 4% пассивов.

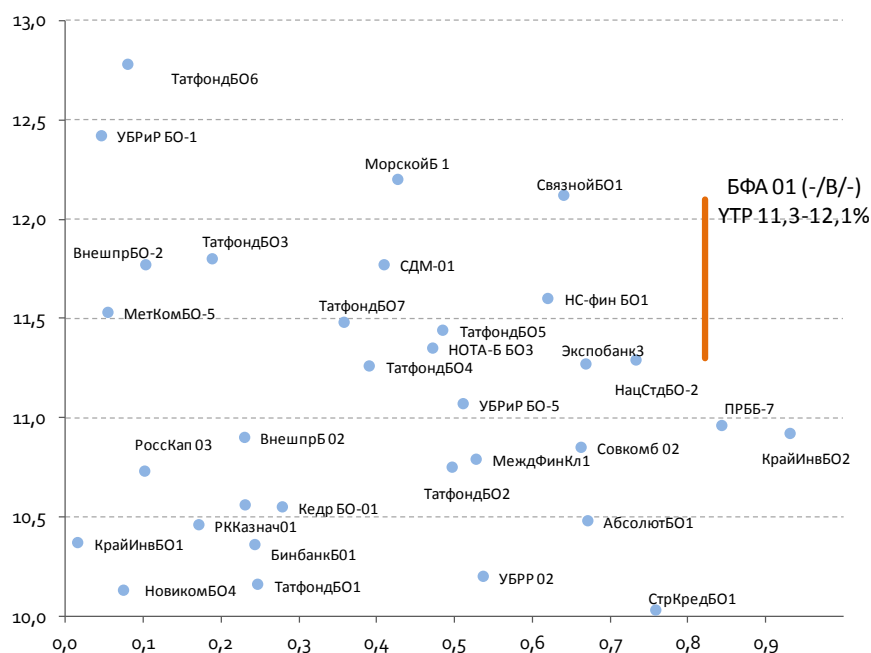
На наш взгляд, в качестве альтернативы бумагам БФА могут выступать облигации Татфондбанка, НОТА-Банка, которые торгуются на схожих уровнях. По нашему мнению, участие может быть интересно для игроков рынка с агрессивной стратегией с принятием рисков не только финансового, но и строительного секторов. Поскольку по нижней границе достаточно альтернатив, то основной спрос сложится, вероятно, от середины предложенного диапазона, ближе к верхней границе.

Финансовые показатели Банка БФА по МСФО

Балансовые показатели, млн руб.		2010	2011	2012	2012 / 2011
Активы		15 549	29 844	54 856	83,8%
Денежные средства		1 588	7 383	9 952	34,8%
	Доля в активах	10,2%	24,7%	18,1%	-
Кредиты (net)		6 417	10 943	24 754	126,2%
Кредиты (gross)		6 985	11 879	26 435	122,5%
	Доля в активах	41,3%	36,7%	45,1%	-
	NPL (90+), %	6,3%	2,3%	0,3%	-
	Резервы (совокупн.) / NPL (90+)	1,29	3,35	23,28	-
	Кредиты / Средства клиентов	0,76	0,53	0,63	-
Финансовые активы		3 382	9 085	12 504	37,6%
	Доля в активах	21,7%	30,4%	22,8%	-
Total Capital Adequacy Ratio		28,6%	32,5%	14,2%	-
Показатели прибыльности, млн руб.		2010	2011	2012	2012 / 2011
Создание резервов под обесценение		3	-393	-1 100	180,1%
Операционные доходы		1 086	1 403	3 331	137,4%
Прибыль за период		594	426	721	69,3%
Качественные показатели деятельности		2010	2011	2012	2012 vs 2011
RoAA		4,5%	1,9%	1,7%	-0,2 п.п.
RoAE		21,5%	9,7%	11,1%	1,4 п.п.
Cost / Income		29,7%	34,9%	41,0%	6,1 п.п.
Чистая процентная маржа*		3,1%	4,6%	4,4%	-0,2 п.п.

* данные банка

Карта рынка: финансовый сектор



Александр Полютов
Елена Федоткова

Омская область (Ва2/-/-): первичное предложение.

Облигации Омской области, предлагающие премию ко вторичному рынку 15-30 б.п., могут найти интерес инвесторов с доходностью от 8,5%, учитывая компенсацию за дебют и умеренное кредитное качество региона.

Омская область размещает 3-летние облигации 34001, УТМ 8,4-8,56%, дюрация 1,93 г....

У области в 2011 г. было 27 место по ВРП, экономика неплохо диверсифицирована, хорошо развита нефтехимическая промышленность...

Кредитное качество умеренное – ...

...размер бюджета 66 млрд руб. в 2013 г.,

Комментарий. Омская область планирует предварительно 7-9 октября провести book-building 3-летних облигаций серии 34001 объемом 5 млрд руб. Индикатив ставки купона 8,15-8,30% годовых, доходность 8,40-8,56% годовых при дюрации 1,93 года (предусмотрена амортизация номинала). Размещение облигаций предварительно намечено на 15 октября 2013 г.

Выход Омской области на рынок рублевых облигаций можно назвать дебютным, поэтому остановимся на ключевых характеристиках кредитного профиля региона. Так, область занимала в 2011 г. 27 место по размеру ВРП (448,7 млрд руб.) среди субъектов РФ, а в 2012 г., по данным региональных властей, объем ВРП уже достиг 482,5 млрд руб. («+7,5%» к 2011 г.). Отметим, что экономика региона базируется на хорошо развитом нефтехимическом промышленном комплексе (ОАО «Газпромнефть-ОНПЗ», ООО «Омский завод технического углерода», ОАО «Омскшина» и др.), при этом экономика в целом неплохо диверсифицирована (37% – промпроизводство; 13% – торговля; 10% – с/х; 8% – транспорт и связь; 7,5% – строительство). Безусловно, данный фактор обеспечивает устойчивость региональной экономике в периоды нестабильности (в кризисный 2009 г. индекс ВРП составил 97% против 92,2% индекса ВВП страны).

Омская область располагает средним по размеру бюджетом – в 2013 г. запланировано 68 млрд руб., при этом доля собственных доходов была довольно существенной (78%), что указывает на невысокую зависимость от поступлений из федерального бюджета.

23 сентября 2013

... доля собственных доходов высокая (более 70% общих доходов), ...

...Госдолг/Собственные доходы – у отметки в 50%...

В 2013 г. ожидается значительный дефицит бюджета в 10,5 млрд руб., что может привести к росту уровня долга...

Отметим, что как и по всем субъектам РФ на фоне замедления экономики у области по итогам 1 пол. 2013 г. наблюдалось снижение поступления налога на прибыль («-12%» до 5,7 млрд руб. к а.п.п.г.), которое, впрочем, компенсировалось ростом собираемости НДФЛ («+7,4%» до 5,6 млрд руб.). В итоге, собственные доходы за 6 мес. показали небольшой, тем не менее, рост на 1,4% до 21,5 млрд руб. Впрочем, уровень исполнения доходов областного бюджета за 6 мес. 2013 г. был невысоким, составив 40%.

Долговая нагрузка Омской области на конец июня 2013 г., по нашим оценкам, находилась у психологической отметки в 50% по соотношению Госдолг/Собственные доходы, что в целом является умеренным уровнем. Причем, госдолг главным образом был представлен банковскими кредитами (90% или 20 млрд руб.).

Отметим, что по итогам 2013 г. у Омской области запланирован значительный дефицит бюджета (9,8 млрд руб. или 14% доходов), который регион намерен покрыть, в том числе за счет размещения облигаций. Безусловно, это может привести к росту уровня долга по итогам года до 55-58%.

Ключевые бюджетные показатели млрд руб.	Омская область (Ba2/-/-)					Башкортостан (Baaz/BBB/-)			Красноярский край (Ba2/BB+/BB+)		
	6м2012	6м2013	Изм. %	2013П	Исп-е %	6м2013	2013П	Исп-е %	6м2013	2013П	Исп-е %
Доходы	30,5	29,3	-4,0	68,5	42,8	55,8	110,8	50,3	63,0	139,9	45,0
Соб.доходы*	21,2	21,5	1,4	53,7	40,1	43,0	91,0	47,3	51,7	121,3	42,6
Налог на прибыль	6,4	5,7	-12,0	14,5	39,1	13,5	31,0	43,7	18,3	48,0	38,3
НДФЛ	5,2	5,6	7,4	13,3	41,8	11,3	25,0	45,1	14,2	32,8	43,3
Соб.доходы*/Доходы	69,5%	73,4%	3,9 п.п.	78,4%	-	77,2%	82,1%	-	82,1%	86,7%	-
Безвозмездные перечисления	9,3	7,8	-16,5	14,8	52,5	12,7	19,8	64,2	11,2	18,5	60,6
Расходы	29,7	33,2	11,8	78,3	42,4	59,6	130,9	45,5	73,0	177,0	41,3
Дефицит/профицит	0,8	-3,9	-	-9,8	-	-3,9	-20,1	-	-10,1	-37,1	-
	2012	6м2013	Изм. %	2013П	Изм. %	6м2013	2013П	Изм. %	6м2013	2013П	Изм. %
Госдолг	22,7	22,1	-3,0	30,3	33,4	13,9	20,4		25,4	54,5	
Госдолг/Соб.доходы*	52,2%	50,3%		56,5%	5,3 п.п.	15,4%	22,4%		22,9%	45,0%	

Источники: данные региональных минфинов, расчеты Промсвязьбанка

*по методологии Промсвязьбанка

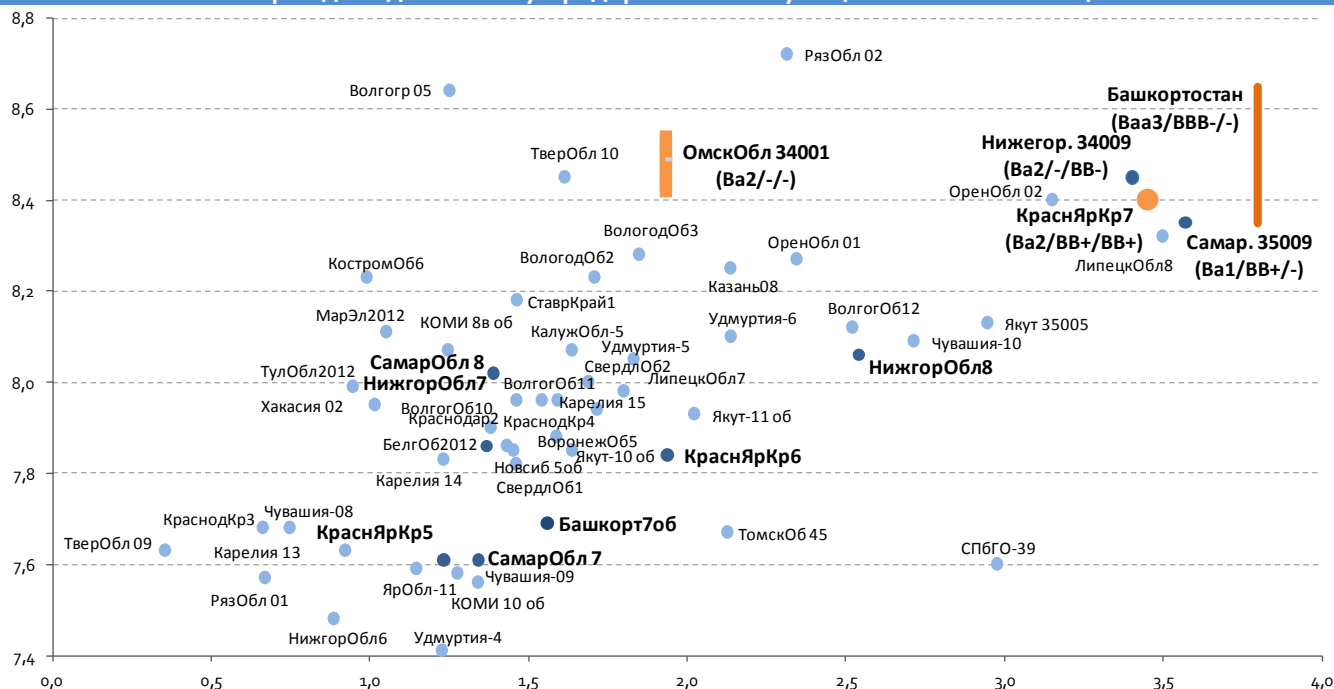
Облигации Омской области предлагают доходность 8,4-8,56% годовых на довольно коротком для субфедеральных заемщиков отрезке дюрации в 1,93 г. Отметим, что последние размещения региональных выпусков проходили или находятся в пре-маркетинге с дюрацией не ниже 2,5 лет. По данному параметру выпуск Омской области, безусловно, выглядит выигрышно относительно размещающихся в настоящее время бумаг Красноярского края (8,4%/3,45 г.) 07 и Башкортостана (YTM 8,35-8,65%/3,78 г.) 08, которые в свою очередь заметно превосходят область по кредитному качеству.

При этом ориентир доходности по выпуску Омской области несет премию ко вторичному рынку облигаций порядка 15-30 б.п., в том числе к бондам аналогичной рейтинговой категории («BB-/BB») как Оренбургская область (-/-/BB) 01 (YTM 8,3%/2,3 г.), Волгоградская область (-/-/BB-) 02 и 03 (YTM 8,2-8,3%/1,7-1,8 г.), Ставропольский край (-/-/BB) 01 (YTM 8,2%/1,5 г.) и др. Похожу доходность на сопоставимом отрезке дюрации предлагает только Тверская область (-/-/-) 10 (YTM 8,5%/1,6 г.), которая лишилась весной этого года рейтинга от S&P. На наш взгляд, обозначенная премия неплохая компенсация за дебют и умеренное кредитное качество Омской области, поэтому участие в размещении может представлять интерес с доходностью от 8,5% годовых.

Александр Полютов

Облигации Омской области с премией 15-30 б.п. ко вторичному рынку могут найти интерес с доходностью от 8,5% годовых.

Карта доходностей: Субфедеральные и муниципальные облигации



ЕАБР (А3/BBB/BBB): первичное предложение.

Облигации ЕАБР могут найти интерес инвесторов ближе к нижней границе индикатива, учитывая обозначенную премию от 30 б.п. к вторичному рынку.

ЕАБР проведет book-building выпусков об и 07 на 10 млрд руб....

Индикатив УТР 8,16-8,68% к оферте 3 года...

... несет премию к вторичному рынку более 30 б.п....

Бонды могут найти интерес ближе к нижней границе индикатива...

Комментарий. ЕАБР планирует в конце сентября – начале октября провести book-building двух 7-летних выпусков облигаций серий об и 07 общим объемом 10 млрд руб. Индикатив ставки купона составляет 8,0-8,50% годовых, что соответствует доходности 8,16-8,68% годовых к оферте через 3 года.

Напомним, что в июле ЕАБР разместил облигации серии 05 на 5 млрд руб. с доходностью 7,85% годовых к оферте через 2 года. Сейчас выпуск торгуется выше номинала – 100,25%, что отвечает доходности 7,72% годовых (спред к кривой ОФЗ 140-145 б.п.), но ликвидность бумаг низкая.

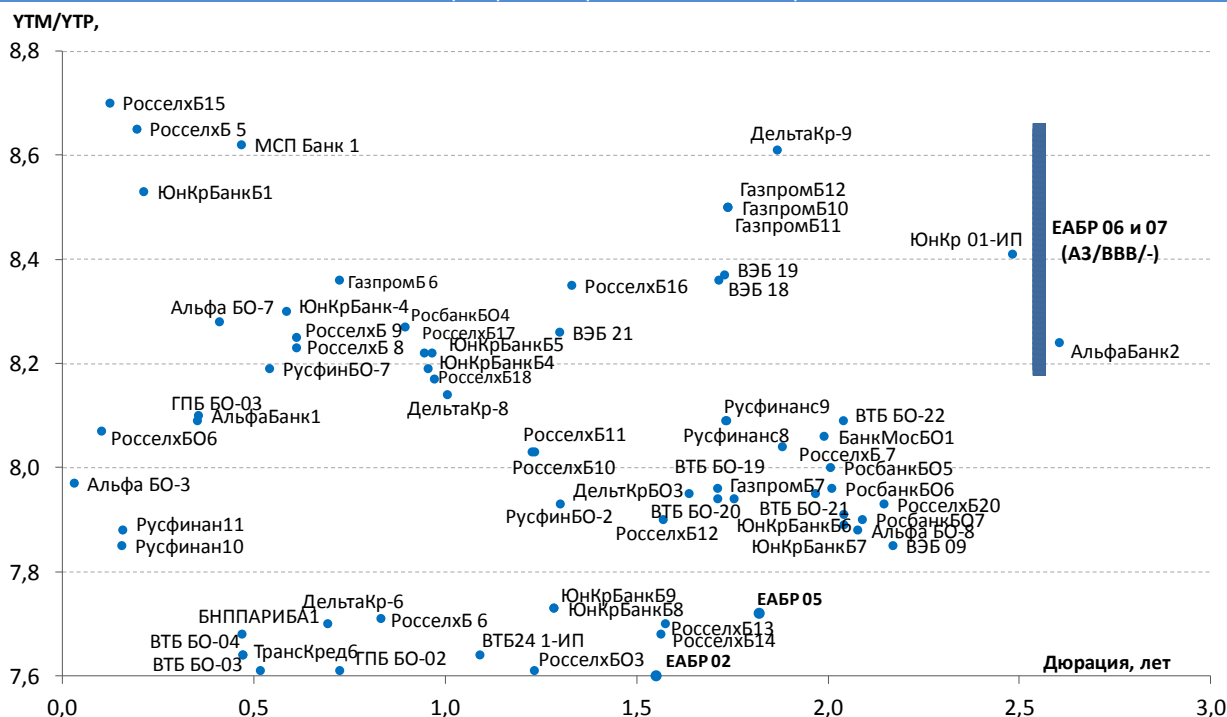
Новые бонды ЕАБР серий об и 07 к кривой ОФЗ дают спред от 175 б.п. (как и при размещении в июле) и предлагают заметную премию ко вторичному рынку более 30 б.п., что делает бумаги более интересными, в том числе компенсируя традиционно низкую ликвидность бумаг банка. Мы считаем, что облигации ЕАБР найдут интерес инвесторов ближе к нижней границе – с доходностью от 8,2% годовых. Вместе с тем, конкуренцию по доходности выпускам ЕАБР на вторичном рынке могут составить более короткие облигации Газпромбанка (Ваа3/BBB-/BBB-) серий 10, 11, 12 с доходностью 8,5% и дюрацией 1,74 года, но эмитент уступает по уровню кредитных рейтингов как минимум на 1 ступень.

Финансовые показатели ЕАБР по МСФО

Показатели отчетности млн долл.	2011	2012	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм.
Активы	2 838	3 884	3 170	3 930	1%
Кредиты (net)	1 344	1 890	1 397	2 172	15%
Кредиты (gross)	1 344	1 921	1 406	2 263	18%
доля в активах	47,4%	48,7%	44,1%	55,3%	---
уровень резервов	0,0%	1,6%	0,7%	4,0%	---
Портфель ценных бумаг	687	1 181	1 044	1 075	-9%
доля в активах	24,2%	30,4%	32,9%	27,4%	---
Выпущенные долговые ценные бумаги	1 038	2 092	1 354	2 137	2%
доля в активах	36,6%	53,9%	42,7%	54,4%	---
Капитал	1 680	1 709	1 696	1 669	-2%
доля в активах	59,2%	44,0%	53,5%	42,5%	---
Показатели отчетности млн долл.	2011	2012	1 пол. 2012	1 пол. 2013	Изм.
Чистые процентные доходы (до резервов)	68	79	38	46	21%
Прибыль	24	12	9	-38	---
Рентабельность активов	0,9%	0,4%	0,6%	отриц.	---
Рентабельность собственных средств	1,5%	0,7%	1,1%	отриц.	---
С / I	67,1%	53,5%	53,5%	52,5%	---

Источники: данные банка, расчеты Аналитического департамента Промсвязьбанка

Карта рынка: финансовый сектор



Александр Полютов
Елена Федоткова

Контакты:

ОАО «Промсвязьбанк»

Аналитический департамент

109052, Москва, Дербеневская набережная, д.7, стр.22

тел.: +7 (495) 777-10-20 доб. 70-35-22, 77-47-60

факс: +7 (495) 777-10-20 доб. 77-47-04

Bloomberg: PSBF <GO>

http://www.psbank.ru

http://www.psbinvest.ru

РУКОВОДСТВО

Николай Кашеев	Директор департамента	KNI@psbank.ru	доб. 77-47-39
-----------------------	-----------------------	---------------	---------------

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ОТРАСЛЕЙ И РЫНКОВ КАПИТАЛА

Евгений Локтюхов	Руководитель направления	LoktyukhovEA@psbank.ru	доб. 77-47-61
Илья Фролов	Главный аналитик	FrolovIG@psbank.ru	доб. 77-47-06
Олег Шагов	Главный аналитик	Shagov@psbank.ru	доб. 77-47-06
Владимир Гусев	Ведущий аналитик	GusevVP@psbank.ru	доб. 77-47-06
Екатерина Крылова	Ведущий аналитик	KrylovaEA@psbank.ru	доб. 77-67-31

НАПРАВЛЕНИЕ АНАЛИЗА ДОЛГОВЫХ РЫНКОВ

Игорь Голубев	Руководитель направления	GolubevIA@psbank.ru	доб. 77-47-29
Елена Федоткова	Главный аналитик	FedotkovaEV@psbank.ru	доб. 77-47-16
Алексей Егоров	Ведущий аналитик	EgorovAV@psbank.ru	доб. 77-47-48
Вадим Паламарчук	Ведущий аналитик	PalamarchukVA@psbank.ru	доб. 77-47-81
Александр Полютков	Ведущий аналитик	PolyutovAV@psbank.ru	доб. 77-67-54

Управление торговли и продаж

Петр Федосенко	fedosenkopn@psbank.ru	+7 (495) 228-33-86
Богдан Круть	krutbv@psbank.ru	+7 (495) 228-39-22
Хмелевский Иван	khmelevsky@psbank.ru	+7 (495) 411-51-37
Ольга Целинина	tselini naoi@psbank.ru	+7 (495) 228-33-12

© 2013 ОАО «Промсвязьбанк». Все права защищены.

Настоящий информационно-аналитический обзор предоставляется исключительно в информационных целях. Содержащаяся в настоящем обзоре информация и выводы были получены и основаны на источниках, которые ОАО «Промсвязьбанк», в целом, считает надежными. Однако, ОАО «Промсвязьбанк» не дает никаких гарантий и не предоставляет никаких заверений, что такая информация является полной и достоверной, и, соответственно, она не должна рассматриваться как полная и достоверная. Выводы и заявления, сделанные в настоящем обзоре, являются лишь предположениями, которые могут существенно отличаться от фактических событий и результатов. ОАО «Промсвязьбанк» не берет на себя обязательство регулярно обновлять информацию, содержащуюся в настоящем обзоре, или исправлять неточности, и оставляет за собой право пересмотреть ее содержание в любой момент без предварительного уведомления.

Содержащаяся в обзоре информация и выводы не являются рекомендацией, офертой или приглашением делать оферты на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг и других финансовых инструментов. Обзор не является рекомендацией в отношении инвестиций и не принимает во внимание какие-либо специальные, особые или индивидуальные инвестиционные цели, финансовые обстоятельства и требования какого-либо конкретного лица, которое может быть получателем настоящего обзора. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем обзоре, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок.

Инвесторам необходимо принять во внимание, что доход от ценных бумаг или других инвестиций может меняться, и цена или стоимость ценных бумаг и инвестиций может как расти, так и падать, и, как следствие, результаты инвестирования могут оказаться меньше первоначально инвестированных средств. Результаты инвестирования в прошлом не гарантируют доходов в будущем. Множество факторов может привести к тому, что фактические результаты будут существенно отличаться от прогнозов и выводов, содержащихся в настоящем обзоре, включая, в частности, общие экономические условия, конкурентную среду, риски, связанные с осуществлением деятельности в Российской Федерации, стремительные технологические и рыночные изменения в отраслях, в которых действуют соответствующие эмитенты ценных бумаг, а также многие другие риски. ОАО «Промсвязьбанк», его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения получателей настоящего обзора, основанные на информации, содержащейся в нем, за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникшие в результате использования получателем настоящего обзора информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами. Прежде чем принять решение о приобретении ценных бумаг, потенциальный инвестор должен самостоятельно изучить и проанализировать все риски, связанные с такими инвестициями. Использование информации, представленной в настоящем обзоре, осуществляется потенциальным инвестором на свой собственный страх и риск.

Если прямо не указано обратное, настоящий обзор предназначен только для лиц, являющихся допустимыми получателями данного обзора в той юрисдикции, в которой находится или к которой принадлежит получатель обзора, и которые могут получать данный отчет без того, чтобы распространение данного отчета таким лицам нарушало или не соответствовало законодательным и регуляторным требованиям указанной юрисдикции. Соответственно, каждый получатель данного обзора вправе использовать обзор только в случае, если он является допустимым получателем.