Ежедневный обзор

НОМОС БАНК

ХАНТЫ-МАНСИЙСКИЙ БАНК

Долговые и денежные рынки
4 апреля 2013 г.

Конъюнктура рынков

Внешние рынки

Статданные из США не смогли поддержать рынки.

Российские еврооблигации

Среда прошла под знаком роста цен в большинстве сегментов российского рынка еврооблигаций. Металлоинвест собирается размещать новый выпуск, а РЖД дебютирует с бондом в евро.

Рублевые облигации

Участник торгов не удивили своим выбором – по-прежнему спрос на длинные выпуски, где Минфин готов давать премию к рынку. Спрос на 5-летний 25081 был лишь на треть от предложения.

Forex/Rates

Рубль продолжает демонстрировать снижение, приближаясь к границам, при которых ЦБ начинает валютные интервенции.

Наши ожидания

Сегодня, на наш взгляд, рубль может на время замедлить движение по нисходящей. Кроме того, в фокусе инвесторов будет заседание ЕЦБ и последующая пресс-конференция М. Драги. Рынку евробондов вряд ли удастся противостоять внешнему негативу. Ждем продаж.

Главные новости

Профицит текущих операций в 1 квартале сократился на 29 % г/г

Статистика, опубликованная Центробанком, подтвердила резкое ухудшение внешнеторговых показателей в 1 квартале. Профицит счета текущих операций в январе-марте составил $ 28 млрд., а в текущем квартале может сократиться до $ 10 млрд. Состояние платежного баланса предопределяет снижение курса национальной валюты, и пока настроения на мировых рынках не начнут улучшаться, рубль будет слабеть.

Металлоинвест (Ba3/BB-/BB-) отчитался за 2012 г. и начинает road show евробондов.

Ослабление финансовых показателей было предсказуемо на фоне падения цен на железную руду во 2 пол. 2012 г. Долговая нагрузка возросла, но до разумных уровней. В целом кредитное качество компании остается устойчивым.

ЛСР (B2/-/B): первичное предложение.

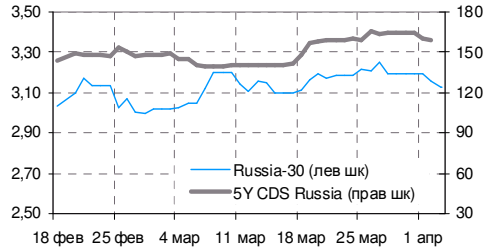
Новые бонды могут привлечь внимание инвесторов, толерантных к рискам строительного сектора. Интересной смотрится доходность ближе к 11% годовых.

Россия - основные индикаторы

	значение	изм, б.п
Russia-30	3,13	-2
CDS России	159	-1
MOSPRIME o/n	6,19	2
NDF 3M	6,40	7

	значение	изм
Остатки на счетах в ЦБ, млрд руб.	782,3	-67
Остатки на депозитах, млрд руб.	114,4	8
Доллар / рубль (ЦБ), руб	31,59	0,28
Корзина (ЦБ), руб	35,64	0,37

Динамика доходности Russia-30 и CDS России



Глобальные рынки

	значение	изм, б.п
LIBOR 3M	0,28	-0,1
ERIBOR 3M	0,21	0,0
EUR/USD	1,2845	
UST-10	1,81	-5
Германия-10	1,29	-2
EFSF-10	1,65	-2
Италия - 10	4,58	-3
Испания - 10	4,90	-3
Португалия-10	6,27	-10
CDS 5Y Ирландия	180	-8
CDS 5Y Португалия	395	-2
CDS 5Y Италия	291	-7
CDS 5Y Испания	288	-6

Индикаторы отношения к риску

	значение	изм
iTRAXX Crossover 5Y	474,0	5
iTRAXX CEEMEA 5Y	187,5	0
iTRAXX SOVX WE 5Y	103,9	0

Рублевые облигации

	доходность	изм, б.п
ОФЗ 25075	5,89	-9
ОФЗ 26205	6,88	9
ОФЗ 26207	7,32	0
Газпром-11	6,95	-10
РЖД-10	7,13	20
ФСК-15	7,60	0
МТС-05	8,47	0
ВымпелКом-4	8,37	-9
Металинвест-5	8,49	-9
РусалБр-8	12,43	-9
РСХБ-15	7,57	-13

Российские еврооблигации

	доходность	изм, б.п
Russia-18 RUB	6,24	2
Gazprom-37	5,61	-3
Sberbank-21	4,37	-5
AlfaBank-21	5,78	-5
Evraz-18	5,81	-3
Vimpel-22	5,71	-7
TNK-BP-18	3,21	-2

РТК-Лизинг (-/-/-) – первичное предложение.

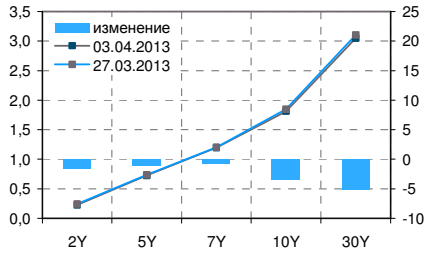
Рекомендуем участвовать инвесторам, готовым брать на себя повышенные риски.

Вы можете подписаться на рассылку наших обзоров по электронной почте, либо на нашем сайте в интернете. Для этого Вам достаточно прислать заявку с указанием адреса электронной почты, на который Вы хотели бы получать аналитические материалы, на адрес research@nomos.ru или, пройдя по ссылке http://nomos.ru/investment/special/, заполнить форму подписки.

Рыночная конъюнктура

Внешние рынки

Кривая доходности гособлигаций США



Статданные из США не смогли поддержать рынки.

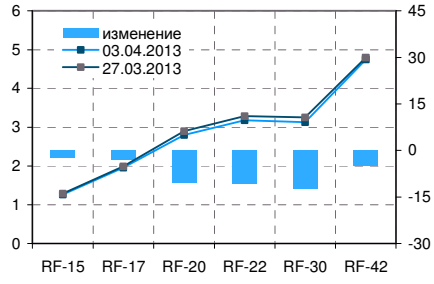
Вчера день был обозначен преимущественно негативными новостями, что заставило глобальные площади закрываться в «красной» зоне. США не радовали инвесторов новостям. Индекс деловой активности в сфере услуг сократился до минимума за последние семь месяцев и составил 54,4 пункта по сравнению с 56 пунктами в феврале и ожиданиями на 55,5 пунктов. Также ниже прогнозов были данные о росте числа рабочих мест в марте – 158 тыс. при ожиданиях 200 тыс. «Масла в огонь» подлило также сообщение о весомом пересмотре февральского показателя с 237 тыс. до 198 тыс. Отметим, что FED заявило, что ведомство может этим летом сократить программу выкупа бонда в случае положительных движений в экономике США. Однако данное заявление, на фоне публикации не самых оптимистических данных, не было воспринято инвесторами. Очевидно, что вчера участники торгов предпочитали «тихую гавань» UST, в результате чего бумаги снижали свою доходность – UST - 10 – 1,81% (1,86% по итогам вторника). Отметим, что долговые бумаги стран еврозоны, включая проблемные регионы, пользовались спросом у инвесторов и снижали свою доходность. Исключением была только Греция.

На международном валютном рынке вчера можно было наблюдать первые признаки восстановления спроса участников на рисковые активы. Примечательно, несмотря на то, что негатив, связанный с ЕС, пока некуда не устранился, европейская валюта понемногу начала демонстрировать восстановление. Представленные в рамках европейской сессии предварительные данные об инфляции за март оказались немного выше прогнозов. Тем не менее, представленная цифра вполне укладывается в обозначенный ЕЦБ диапазон. Совокупность факторов, к которым можно отнести умеренную инфляцию, а также замедление темпов роста европейской экономики могут послужить поводом для смягчения монетарной политики со стороны ЕЦБ уже на ближайшем заседании. По итогам дня пара EUR/USD торговалась на уровне 1,2846х

Алексей Егоров
Игорь Голубев

Российские еврооблигации

Кривая доходности гособлигаций России



Среда прошла под знаком роста цен в большинстве сегментов российского рынка еврооблигаций. Металлоинвест собирается размещать новый выпуск, а РЖД дебютирует с бондом в евро.

Вчера участники торгов показывали довольно неплохую активность и наконец-то определились в своих настроения, в основном совершая покупки и акцентируя свой интерес на длинных выпусках, которые росли преимущественно в диапазоне 30-40 б.п. Отметим, что спрэд между суверенным выпуском Russia-30 и 10-летними UST сохраняется достаточно широким – 131 б.п., что также является триггером для покупок, хотя внешний фон назвать исключительно позитивным сложно. Среди бумаг, выходивших за отмеченные нами границы, отметим бонд NLMK-19, который вырос на 79 б.п. Также выпуски ВымпелКома росли от 50 б.п. Наиболее неоднозначно выглядел банковский сектор, в котором бумаги по одним тем же финансовым институтам сопровождались как покупками, так и продажами, хотя тренд был, скорее, на рост. На первичном рынке вчера появились Металлоинвест и РЖД, которые обозначили свое намерение разместить евробонды. Бумаги РЖД будут в евро, Металлоинвест более традиционен и размещает в долларах. РЖД дебютирует в сегменте евробондов, номинированных в евро. До этого в

конце января компания размещала бумаги в швейцарских франках срочностью 5 и 8 лет. Ориентиром для нового выпуска вполне может быть недавно размещенный выпуск Gazprom-25, номинированный в евро. Напомним, что РЖД торгуется на уровнях Газпрома, иногда предлагая премию не более 10-15 б.п. Сейчас бумага газовой монополии торгуется с Z-спрэдом 243 б.п. Мы считаем, что РЖД, скорее, будут размещать более короткий выпуск со срочностью в 8-10 лет. По нашему мнению, Z-спрэд нового выпуска вполне может соответствовать уровням Газпрома с премией от 10 до 20 б.п.

Игорь Голубев

Рублевые облигации

Участник торгов не удивили своим выбором – по-прежнему спрос на длинные выпуски, где Минфин готов давать премию к рынку. Спрос на 5-летний 25081 был лишь на треть от предложения.

В рамках ожиданий прошел вчерашний аукцион Минфина. Инвесторы по-прежнему предпочитают более длинные выпуски, где Министерство готово предлагать премию. Так, 5 летний ОФЗ 25081 нашел спрос на 7,646 млрд руб. при предложении в 20 млрд руб. Доходность по цене отсечения составила 6,34% годовых, по средневзвешенной цене - 6,33% годовых, диапазон составлял 6,29-6,34%. Выпуск 26211 прошел при большем спросе, но весомого переспроса здесь отмечено не было – 10,168 млрд руб. при предложении в 10 млрд руб. Доходность по цене отсечения составила 7,13% годовых, по средневзвешенной цене - 7,12% годовых. Вторичный рынок вчера находился под давление стремительно слабевшего рубля.

Игорь Голубев

Forex/Rates

Рубль продолжает демонстрировать снижение, приближаясь к границам, при которых ЦБ начинает валютные интервенции.

На локальном валютном рынке сохраняется тренд по ослаблению позиций рубля. Негативный внешний фон, а также представленные данные ЦБ об объемах оттока капитала лишь увеличили скорость коррекции национальной валюты.
В рамках вчерашней сессии стоимость бивалютной корзины вплотную приблизилась к уровню (35,65 руб.), при достижении которого ЦБ начинает совершать первые валютные интервенции. Тем не менее, из сегодняшней статистки следует, что регулятор не вмешивался в тоги.
По итогам дня курс доллара составил 31,53 руб., а стоимость бивалютной корзины - 35,58 руб.
Ликвидность денежного рынка продолжает уменьшаться. Согласно данным ЦБ, сумма остатков на корсчетах и депозитах снизилась на 59,2 млрд руб. составив 896 млрд руб. При этом задолженность по инструменту прямое РЕПО сроком на один день увеличилась на 162,43 млрд руб., что позволило частично нивелировать сумму возвратного сальдо по операциям прямое РЕПО сроком на семь дней (-261,31 млрд руб.). Ставки МБК немного выросли. MosPrime o/n составила 6,19% («+2 б.п.»).

Алексей Егоров

Наши ожидания

Сегодня, на наш взгляд, рубль может на время замедлить движение по нисходящей. Кроме того, в фокусе инвесторов будет заседание ЕЦБ и последующая пресс-конференция М. Драги. Рынку евробондов вряд ли удастся противостоять внешнему негативу. Ждем продаж.

Алексей Егоров
Игорь Голубев

Главные новости

Профицит текущих операций в 1 квартале сократился на 29 % г/г

Статистика, опубликованная Центробанком, подтвердила резкое ухудшение внешнеторговых показателей в 1 квартале. Профицит счета текущих операций в январе-марте составил $ 28 млрд., а в текущем квартале может сократиться до $ 10 млрд. Состояние платежного баланса предопределяет снижение курса национальной валюты, и пока настроения на мировых рынках не начнут улучшаться, рубль будет слабеть.

Событие. Сальдо счета текущих операций в 1-м квартале составило $ 27.9 млрд. Отток капитала из частного сектора – $ 25.8 млрд.

Платежный баланс, квартальные данные, $ млрд.

	1 кв. 12	2 кв. 12	3 кв. 12	4 кв. 12	1 кв. 13
Urals, $ / барр.	117.5	106.8	109.4	109.5	111.5
Сальдо счета текущих операций	39	17	6	13	28
Отток капитала из частного сектора	-34	-5	-7	-8	-26
Торговый баланс	59	49	39	47	50
Экспорт	132	132	126	140	126
% год к году	17.9	-1.4	-2.2	-1.1	-4.5
Импорт	73	82	87	94	76
% год к году	12.8	-0.2	4.7	6.0	3.7

Источники: Банк России, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

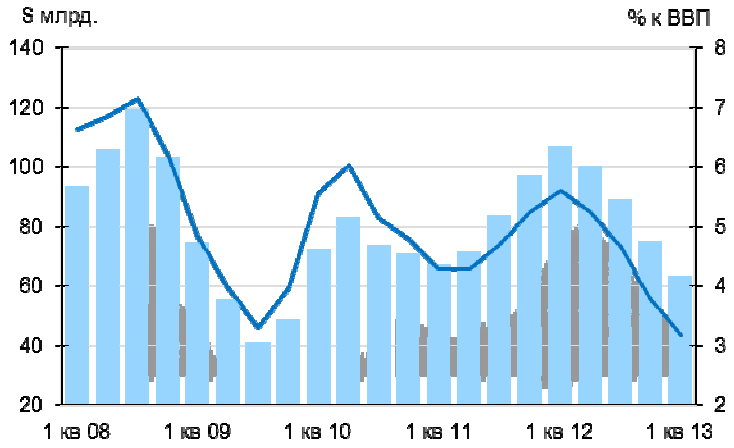
Комментарий. Данные Центробанка подтвердили резкое ухудшение внешнеторговых показателей РФ в 1-м квартале (см. наш daily от 29.03). По итогам квартала экспорт сократился на 4.5 % г/г (на 5 % упал экспорт углеводородов и на 3.5 % снизился экспорт других товаров). При этом импорт продемонстрировал слабый рост – на 3.7 % г/г. Разнонаправленные тенденции в отношении экспорта и импорта привели к сокращению торгового профицита на 15 % г/г, при этом профицит счета текущих операций сократился ещё более стремительно – на 29 % г/г и составил всего $ 28 млрд.

Отток капитала из частного сектора оценен в $ 25.8 млрд., что в целом соответствует ожиданиям (ранее ЦБ оценивал отток в январе в $ 10 млрд., отток в феврале - $ 6 млрд.).

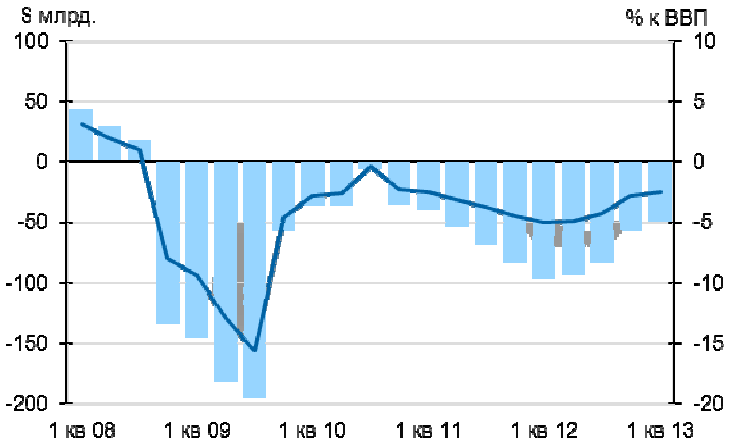
В свете наблюдаемых тенденций (усиление кризиса в Европе, начало рецессии в российской экономике) во втором квартале можно ожидать дальнейшего ухудшения показателей внешней торговли при сохранении тенденции к оттоку капитала. По нашим оценкам, торговый профицит в апреле-июне может снизиться до $ 40 млрд., а профицит счета текущих операций – до $ 10 млрд.

Наблюдаемая динамика внешнеторговых показателей предопределяет снижение курса национальной валюты. За последние 6 торговых сессий стоимость бивалютной корзины подскочила с 34.80 до 35.65 (уровень, на котором ЦБ начинает продавать валюту). Мы полагаем, что пока «аппетит к риску» на мировых рынках будет оставаться подавленным (факторов, способных развернуть настроения, не видно), давление на рубль сохранится.

Сальдо счета текущих операций*



Чистый отток капитала из частного сектора*



* - накопленным итогом за 4 квартала

Источники: Банк России, Росстат, Аналитический департамент НОМОС-БАНКа

Кирилл Тремасов

Металлоинвест (Ba3/BB-/BB-) отчитался за 2012 г. и начинает road show евробондов.

Ослабление финансовых показателей было предсказуемо на фоне падения цен на железную руду во 2 пол. 2012 г. Долговая нагрузка возросла, но до разумных уровней. В целом кредитное качество компании остается устойчивым.

Событие. Во вторник Металлоинвест представил отчетность за 2012 г. по МСФО, а вчера стало известно, что компания с 5 апреля начнет road show евробондов.

Комментарий. В 2012 г. Металлоинвест продемонстрировал ослабление ключевых финансовых показателей, что, впрочем, было ожидаемо, учитывая стремительное падение цен на железную руду во 2 пол. 2012 г. – до 86 долл./т. (за 2012 г. средний уровень цены составил 130 долл./т. против 170 долл./т. в 2011 г.). При этом производственные показатели компании были стабильными, даже удалось достичь рекордной отгрузки окатышей – 22,6 млн тонн («+1%» к 2011 г.). В результате, выручка Металлоинвеста сократилась на 17,4% до 8,2 млрд долл., операционный денежный поток – на 35,7% до 1,85 млрд долл., показатель EBITDA – на 34,1% до 2,55 млрд долл. При этом прибыльности бизнеса снизилась на 7,8 п.п. к 2011 г. до 31,2%. Подобное снижение показателей не уникально, аналогичные движения можно наблюдать по всем компаниям отрасли. В то же время рентабельность Металлоинвеста остается одной из самых высоких в сравнении с другими игроками в секторе. Отметим, что компании в 2012 г. удалось обеспечить контроль над общими и административными расходами («-1,6%» до 474 млн долл.), сократить коммерческие издержки («-17,8%» до 1,35 млрд долл.), в частности за счет увеличения отгрузки продукции на внутренний рынок и снижения транспортных расходов («-18,5%» к 2011 г. до 1,27 млрд долл.), которое возможно и в 2013 г., поскольку компания подписала новые контракты на поставку железной руды и окатышей с ММК и Северсталью, соответственно продолжит наращивать внутреннее присутствие.

На общем фоне снижения показателей Металлоинвеста выделяется только чистая прибыль компании, которая показала рост за 2012 г. на 20,4% до 1,7 млрд долл. Но причиной этому стал ряд факторов, имеющих единоразовый характер, а именно: признание прибыли в 369 млн долл. от продажи Металлоинвесттранса и дохода на сумму 195 млн долл. по дисконтным векселям.

Финансовые результаты Металлоинвест (МСФО)

млн долл.	2012	2011	Изм., %
Выручка	8 194	9 919	-17,4
Операционный денежный поток	1 848	2 876	-35,7
EBITDA	2 553	3 873	-34,1
EBITDA margin	31,2%	39,0%	-7,8 п.п.
Чистая прибыль	1 724	1 432	20,4
margin	21,0%	14,4%	6,6 п.п.
Активы	10 352	10 465	-1,1
Денежные средства и их эквиваленты	468	1 166	-59,8
Долг	6 471	5 598	15,6
Краткосрочный	338	1 117	-69,8
Долгосрочный	6 133	4 481	36,9
Чистый долг	6 002	4 432	35,4
Долг/EBITDA	2,5	1,4	
Чистый долг/EBITDA	2,4	1,1	

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

В 2012 г. у компании заметно возросла долговая нагрузка, но, тем не менее, осталась в разумных приделах. Так, соотношение Долг/EBITDA составило 2,5х против 1,4х в 2011 г., Чистый долг/EBITDA – 2,4х против 1,1х соответственно. Безусловно, заметное влияние на метрики компании оказало снижение прибыльности бизнеса, но также отразилось и увеличение размера долга на 15,6% до 6,5 млрд долл. Напомним, в декабре 2012 г. Металлоинвест выкупил у ВТБ 24% своих акций за 3,0 млрд долл., что наряду с ростом долга также привело к сокращению запаса ликвидности (денежные средства на счетах снизились на 59,8% до 468 млн долл.). В то же время отметим, что имеющиеся у Металлоинвеста 4% акций Норильского Никеля (оценивались в 1,4 млрд долл. по итогам 2012 г.) вполне могут стать дополнительным источником ликвидности в случае острой необходимости. Менеджмент компании, в свою очередь, намерен придерживаться метрики Долг/EBITDA не более 2х.

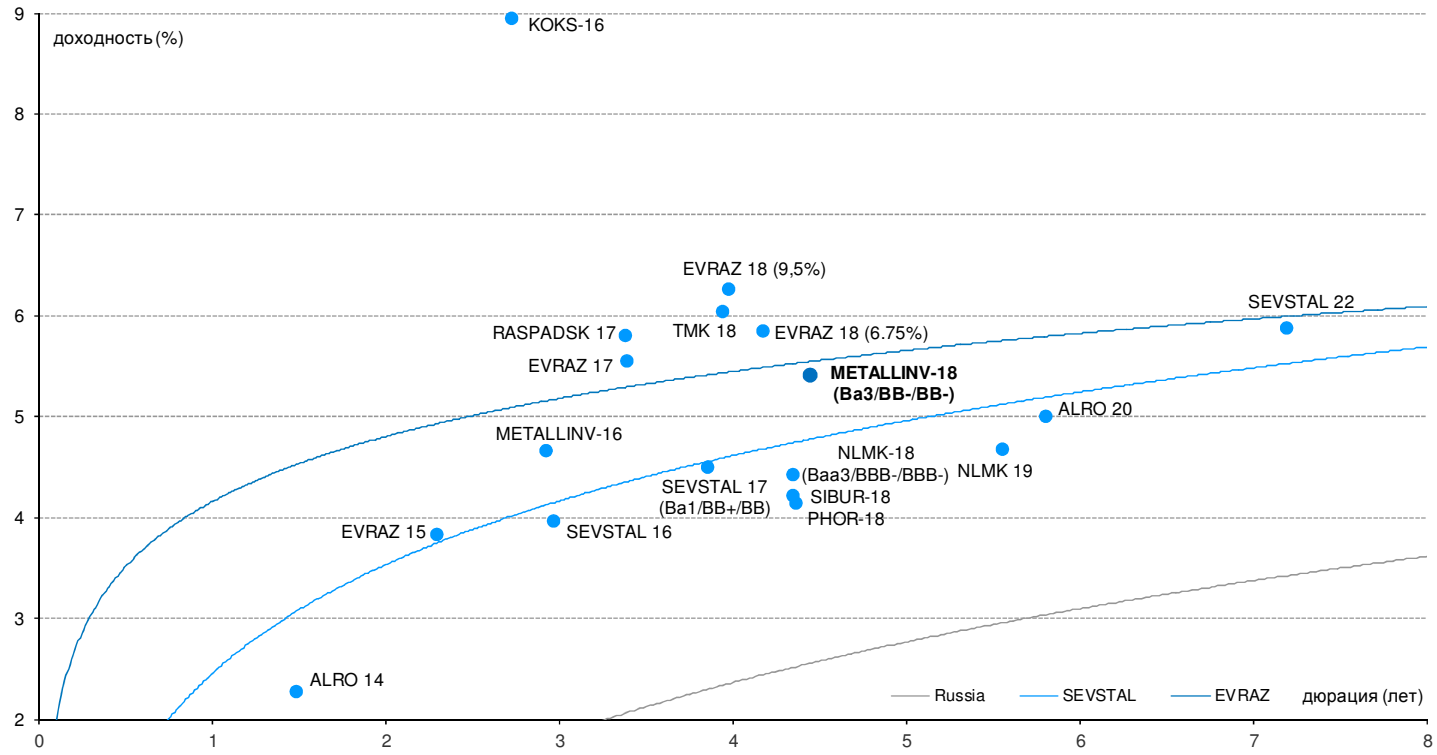
Вместе с тем, ситуация с рефинансированием короткого долга компании была более чем комфортная – в 2013 г. предстояло погасить 338 млн долл. Причем, Металлоинвест уже смог успешно решить вопрос их рефинансирования, разместив в феврале 2 выпуска рублевых облигаций серий 02 и 03 общим объемом 10 млрд руб. (около 330 млн долл.) с 5-летней офертой. Более того, в марте 2013 г. компания досрочно погасила 250 млн долл. синдицированного кредита за счет операционного денежного потока.

Отметим, что инвестиционная программа компании в 2013 г. не будет носить крупномасштабный характер и останется довольно умеренной – около 500-550 млн долл. (основные проекты – строительство обжиговой машины №3 (МГОК) и завода ЦГБЖ-3 (ЛГОК)), поэтому Металлоинвест вполне может направить усилия и финансовые возможности на подготовку к погашениям 2014 г. (1,9 млрд долл.).

Не исключено, что она уже началась, поскольку вчера из СМИ стало известно о старте road show евробондов компании в долларах. Вероятно, Металлоинвест решил воспользоваться благоприятной ситуацией для российских заемщиков на внешних рынках и, на наш взгляд, вполне может рассчитывать на интерес инвесторов.

Параметры выпуска пока не раскрываются, но мы считаем, что это могут быть 5-7-летние бумаги объемом 0,5-1 млрд долл. В настоящее время у Металлоинвеста в обращении имеется единственный евробонд Metalloinvest-16 (YTM 4,668%/2,92 г.), который торгуется с дисконтом 30-40 б.п. к кривой Evraza (Ba3/B+/BB-) и с премией 55-60 б.п. к кривой Северстали (Ba1/BB+/BB), что с учетом разницы в рейтинговых оценках и кредитном качестве эмитентов вполне смотрится логичным. Кроме того, в феврале 2013 г. прошло размещение 5-летнего евробонда НЛМК (Baa3/BBB-/BBB-) – NLMK-18 с доходностью 4,45% годовых. Сейчас выпуск торгуется чуть выше номинала по цене 100,16% (YTM 4,42%/4,32 г.). Учитывая эти спрэды, а также уровни размещения бумаг НЛМК, евробонд Металлоинвеста, к примеру сроком на 5 лет, по нашим оценкам, может заинтересовать инвесторов с доходностью от 5,4% годовых.

График доходности еврооблигаций металлургических компаний (03.04.2013 г.)



Александр Полютов

ЛСР (B2/-/B): первичное предложение.

Новые бонды могут привлечь внимание инвесторов, готовым к рискам строительного сектора. Интересной смотрится доходность ближе к 11% годовых.

Событие. Группа ЛСР начала пре-маркетинг 5-летних биржевых облигаций серии БО-04 объемом 3 млрд руб. Выпуск имеет амортизационную структуру с досрочным погашением номинала через 3 года, промежуточная оферта отсутствует. Индикатив ставки купона составляет 10,5-10,75% годовых, что соответствует доходности 10,78-11,04% годовых при дюрации 2,25-2,26 г. Размещение облигаций предполагается в рамках аукциона в апреле, которое будет проходить в котировальном списке «А1» ММВБ.

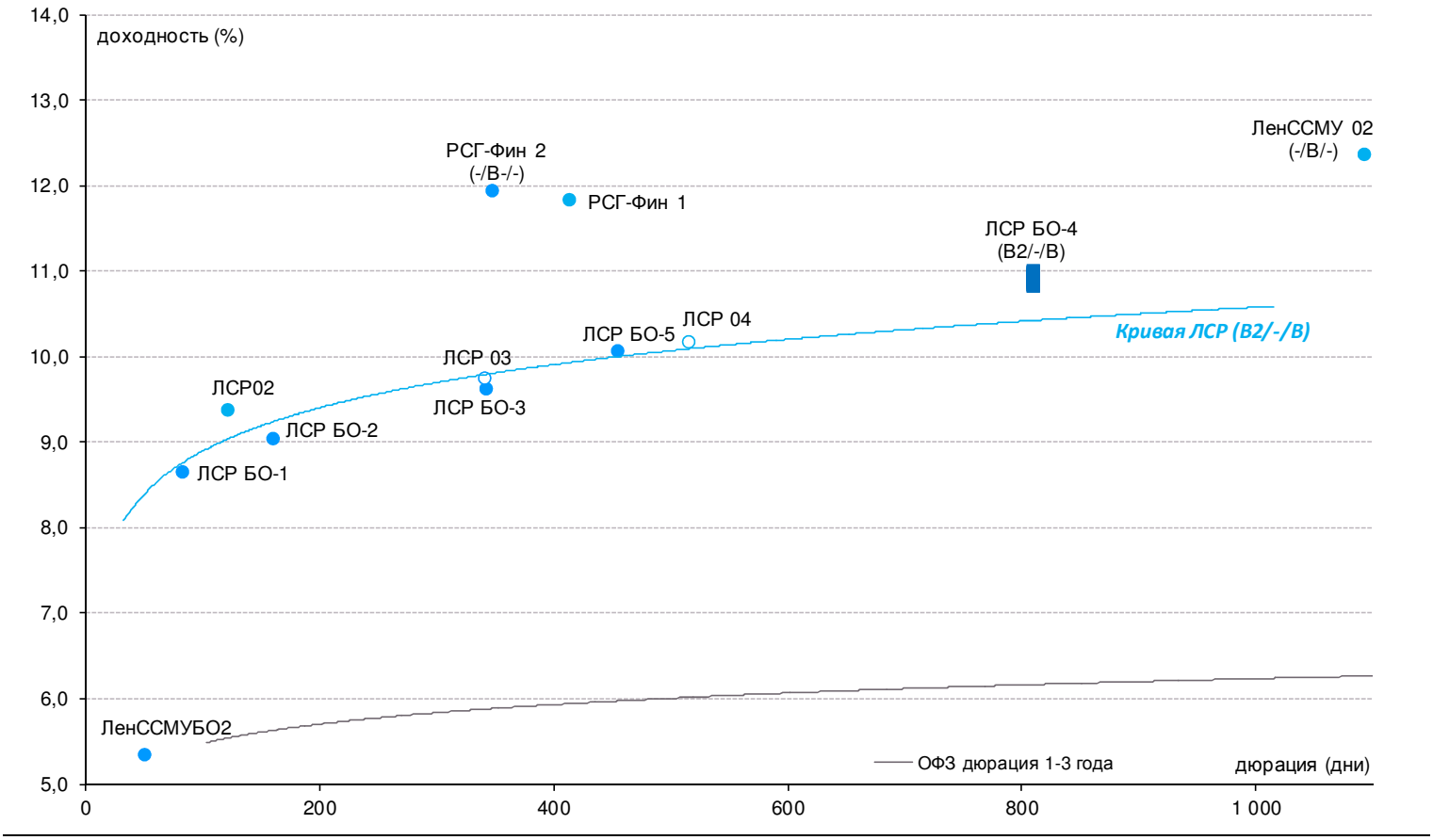
Комментарий. Напомним, что Группа ЛСР в конце марта опубликовала хорошую отчетность за 2012 г. по МСФО, показав уверенный рост ключевых финансовых показателей и снижение на этом фоне уровня долговой нагрузки. См. наш комментарий:http://www.nomos.ru/upload/iblock/136/NOMOS_daily_debt_markets_28_03_2013.pdf.

Вместе с тем, в 2013 г. компании предстоит рефинансировать долг в размере 5,5 млрд руб., из которых большую часть представляют облигации ЛСР (на 4,4 млрд руб.), часть которых эмитент, вероятно, решил заместить новыми бумагами. Отметим, что риски рефинансирования долга группы в 2013 г. незначительные, учитывая запас денежных средств на счетах (около 4 млрд руб.), основное опасение вызывает пик погашений 2014 г. (13,2 млрд руб.).

В свою очередь, новые бонды ЛСР предлагают премию к кривой доходности собственных бумаг от 40 б.п., что за разницу в дюрации смотрится неплохо, но учитывая риски, связанные с пиком погашений в 2014 г., наверняка, потребуется дополнительная премия. Кроме того, ликвидность выпуска, скорее всего, будет традиционно низкой, как и у других бумаг строительного сектора, а также учитывая его амортизационную структуру. Поэтому более привлекательным смотрится

доходность по новым бумагам ближе к верхней границе индикатива – в районе 11% годовых. Вместе с тем, бонды ЛСР в большей степени заинтересуют инвесторов, готовым к рискам строительного сектора. Поэтому их во многом будет интересовать соответствующая доходность. В этом случае конкуренцию бондам ЛСР на вторичном рынке могут составить, например, более короткие выпуски РСГ-Финанс (-/B-/-) серий 01 и 02, чья доходность заметно выше – в пределах 11,8-12,2% годовых при дюрации немногим больше 1 года (выпуски включены в Ломбард ЦБ, дисконт – 25%). Но у инвесторов могут возникнуть сложности с покупкой этих бумаг из-за их низкой ликвидности. На более продолжительно временном отрезке, с дюрацией около 3 лет, торгуется выпуск ЛенСпецСМУ (-/B/-) серии 02 (из Ломбардного списка ЦБ), также предлагающий более высокую доходность – 12,37% годовых, располагая аналогичными рейтинговыми оценками.

График доходности облигаций строительного сектора (03.04.2013 г.)



Александр Полютов

РТК-Лизинг (-/-/-) – первичное предложение.

Рекомендуем участвовать инвесторам, готовым брать на себя повышенные риски.

Событие. РТК-Лизинг открыл книгу заявок на облигации серии БО-02 объемом 2 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 12,25-12,75%, что соответствует доходности 12,63-13,16% к 1,5-летней оферте. Срок обращения бумаг – 5 лет. Планируемая дата закрытия книги – 9 апреля, размещения – 11 апреля. Предусмотрена амортизационная структура: по 10% номинальной стоимости в даты выплат 1-10 купонов.

Комментарий. Компания не новичок на долговом рынке, однако с последнего размещения (август 2010 года) профиль бизнеса несколько изменился. После закрытия историй со СкайЛинком и обесценением акций Связь-Банка (см.наш комментарий от 23 июля 2010 года http://bonds.finam.ru/comments/item1FE7C/rqdate7DA0717/default.asp) компания пытается стать более «рыночной» и отойти от обслуживания дочек Связьинвеста, которые традиционно являлись основным клиентами эмитента.

Впрочем, здесь есть, на наш взгляд, несколько «но». Во-первых, акционерная структура все также скрыта за номинальными держателями и не раскрывается в предоставленной презентации, поэтому можно предположить, что она не сильно поменялась за последние годы. Во-вторых, сейчас в лизинговом портфеле компания вновь обозначилась концентрация – теперь уже на «Почте России». И хотя характер договоров разный (вагоны, автотранспорт, оборудование и проч.), тем не менее, есть ощущение повторного возникновения рисков, как в случае со Связьинвестом. В «плюс» стоит отметить существенный прогресс в финансовых показателях, которого удалось добиться в 2011-2012 годах.

Таким образом, среди основных моментов мы отмечаем:

- *Последние два года компания демонстрировала положительный финансовый результат.* Однако отметим, что в 2012 году это было достигнуто в том числе благодаря реализации непрофильных активов («прочие доходы» составили более 1 млрд руб.), то есть не за счет основной деятельности. Хотя мы отмечаем рост маржинальности основной деятельности, тем не менее она все еще остается скромной. И попытки компании уйти в более маржинальный сегмент МСБ воспринимаются нами позитивно, если ей удастся контролировать возникающие риски (как мы понимаем, за последние два года риск-менеджмент, по сути, был выстроен с нуля при смене клиентской базы).
- *Концентрация портфеля.* Как мы уже отмечали, высока доля «Почты России» в лизинговом портфеле компании: по данным топ-менеджмента – около 38%. Хотя речь идет о множестве контрактов на различные виды техники и оборудования, однако налицо зависимость от операций с одним конкретным клиентом. На ТОП-10 контрагентов приходится 83%. С точки зрения отраслей – на почтовый и телекоммуникационный сектор приходится 46% чистых инвестиций в лизинг (NIL). Что касается предметов лизинга, то в основном это промышленное оборудование и грузовые а/м, строительная и с/х техника – 45% от NIL.
- *Расчистка баланса.* По словам менеджмента, «непрофильных» активов, оставшихся от деятельности до 2010 года, на балансе компании около 2,3 млрд руб. или 16% валюты баланса. Таким образом «расчистка» продолжается, причем как мы видим по 2012 году, проходит она даже с положительным финансовым результатом. Эмитент отдельно подчеркивает, что под эти активы вкладывались собственные средства, то есть они не профинансированы за счет финансового долга. Отметим, что проблемные активы (не только NIL) с задержкой платежа составляют 345 млн руб., что в масштабах деятельности РТК-Лизинга несущественно.
- *Высокая доля капитала.* Отметим, что доля капитала в активах достигает 21%, что существенно для лизинговой компании (для примера, ВЭБ-лизинг и ВТБ Лизинг – в пределах 10%). Отчасти это компенсирует имеющиеся риски в активах эмитента.
- *Фондирование.* Если ранее это был в подавляющем большинстве Сбербанк, то сейчас долг диверсифицирован: Сбербанк – 23%, ТрансКредитБанк – 20%, ХМБ – 19%, Банк Санкт-Петербург – 16%. По данным компании, все лизинговые сделки финансируются кредитами с аналогичным сроком привлечения и валютой привлечения, что снижает валютные риски и риск разрыва денежного потока. Liquidity gap на отрезке до 1 месяца на 1 января текущего года составлял 1,5 млрд рб. Этой же политике снижения давления на cash-flow соответствует структура размещаемого облигационного выпуска с амортизационной структурой. Отметим, что целью привлечения средств с долгового рынка является заключение договоров лизинга с МСБ и затем рефинасированием пула таких договоров в банках.

На наш взгляд, предложенные ориентиры доходности привлекательны, а амортизационная структура сокращает дюрацию. На уровнях 12-13% торгуются Татфондбанк (B3/-/-) и Связной Банк (B3/-/-). Тем не менее, участвовать в выпуске мы рекомендуем исключительно инвесторам, готовым брать на себя повышенные риски. В «минус» компании стоит отметить отсутствие международных рейтингов (хотя по данным менеджмента, переговоры с агентствами ведутся).

Финансовые показатели РТК-Лизинг (МСФО)

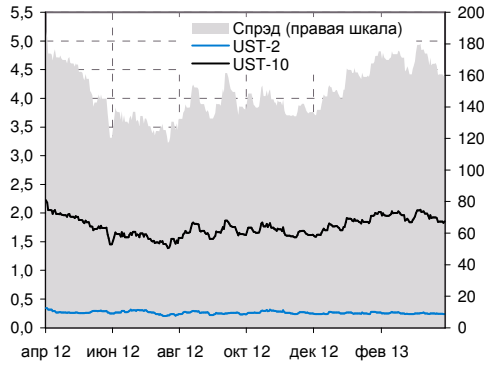
млн руб.	2009	2010	2011	2012F***	%
Балансовые показатели					
Активы	20 117	13 985	15 800	14 403	-9%
Денежные средства и их эквиваленты	91	743	1 502	1 641	9%
Чистые инвестиции в лизинг	11 133	7 788	8 802	7 211	-18%
Валовые инвестиции в лизинг (GIL)*	13 991	9 488	11 349	9 826	-13%
Уровень резерва	0,0%	0,0%	1,2%	0,2%	-
ТОП-10 контрагентов в GIL	11 338	8 216	9 560	7 781	-19%
Уровень концентрации (доля ТОП-10)**	81%	87%	84%	79%	-
Оборудование, приобретенное для передачи в лизинг	117	470	1 751	1 622	-7%
Дебиторская задолженность по лизинговым платежам	324	807	1 502	1 641	9%
Долг	15 495	10 922	12 481	10 178	-18%
Кредиты и займы полученные	13 678	9 529	11 949	9 556	-20%
Выпущенные ценные бумаги	1 816	1 393	532	622	17%
Долг / Капитал	4,7	4,2	4,9	3,4	-
Долг / Активы	77%	78%	79%	71%	-
Капитал	3 270	2 596	2 538	2 984	18%
Капитал / Активы	16%	19%	16%	21%	-
Показатели прибыльности деятельности					
Процентные доходы и доход от лизинга	3 713	1 792	1 444	1 579	9%
Чистый процентный доход	1 292	322	267	483	81%
Операционный доход	1 244	176	1 182	1 283	9%
Обесценение финансовых активов	-1 195	-812	-303	-154	-49%
Административные расходы	-446	-448	-524	-525	0%
Чистая прибыль	-712	-818	377	518	37%
Показатели долговой нагрузки					
RoAA	отриц.	отриц.	2,5%	3,4%	1%
RoAE	отриц.	отриц.	14,7%	18,7%	4%
NIM	9,3%	2,3%	2,4%	4,5%	2%
C/I	35,9%	255,0%	44,4%	40,9%	-3%

* с учетом неполученных доходов от финансового лизинга
** объем «gross investment in leases» (GIL), приходящийся на 10 крупнейших контрагентов
*** драфт отчетности за 2012 года в соответствии со стандартами МСФО

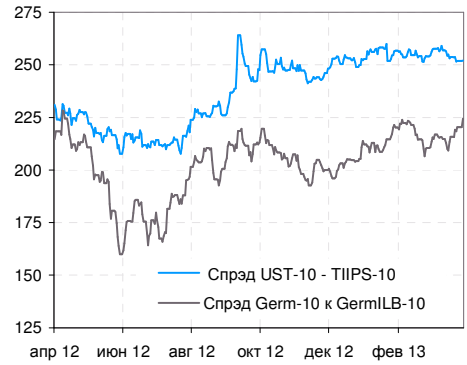
Елена Федоткова

ГЛОБАЛЬНЫЕ РЫНКИ

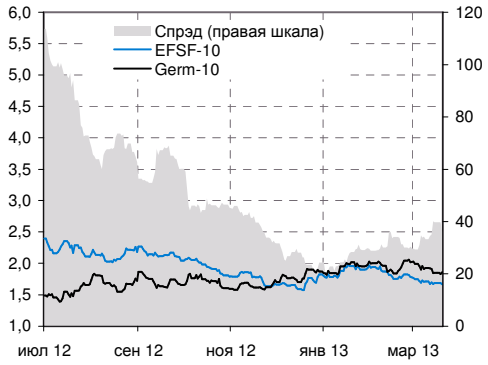
Казначейские обязательсва США 2-летн. и 10-летн.



Спрэд UST-10 к TIPS-10 и Germ-10 к GermILB-10



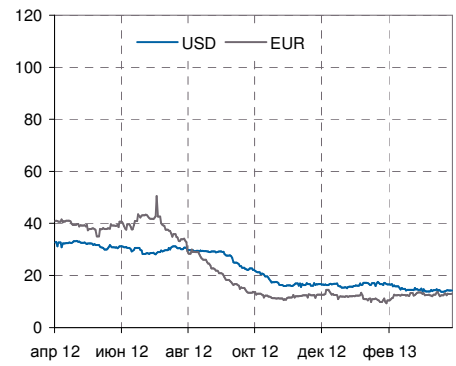
10-летние бумаги Германии и EFSF-10



Спрэды гособязательств стран ЕС и Германии

Доходности гособязательсв ЕС

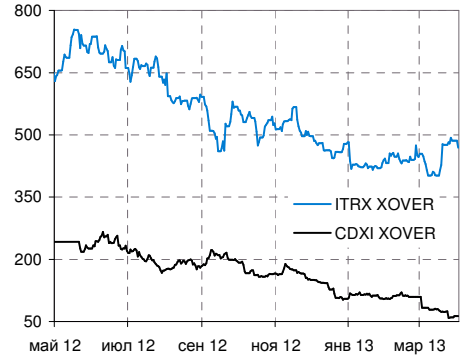
Спрэд 3М LIBOR и 3М OIS



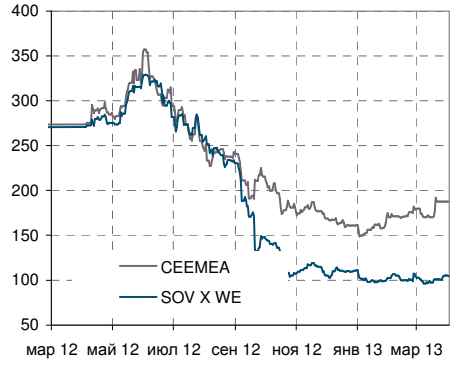
ИНДИКАТОРЫ ИНДЕКСОВ CDS

CDXI, ITRX / Inv Grade

CDXI, ITRX /Cross-Over

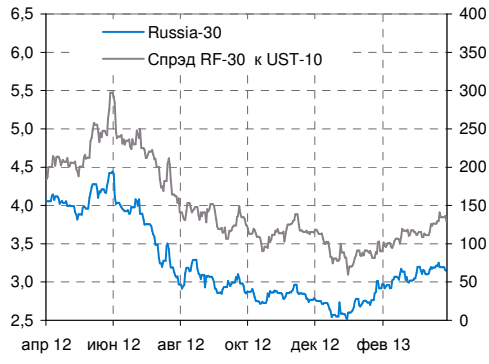


ITRX / Goverments

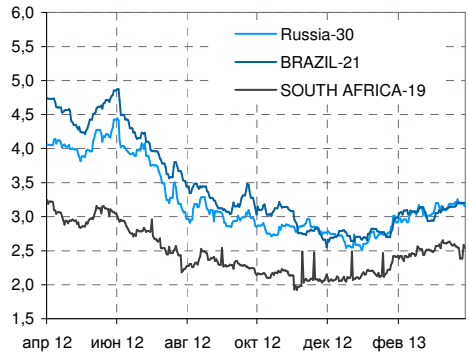


РОССИЯ НА ДОЛГОВЫХ РЫНКАХ

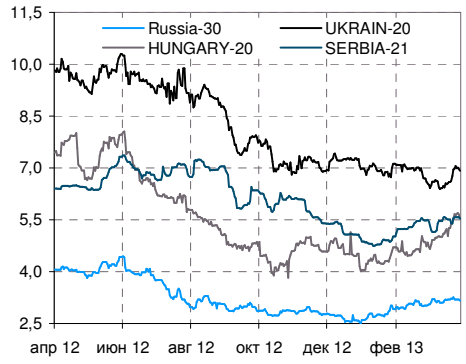
Спрэд Russia-30 к UST-10



Russia-30 и обязательства Emerging Markets

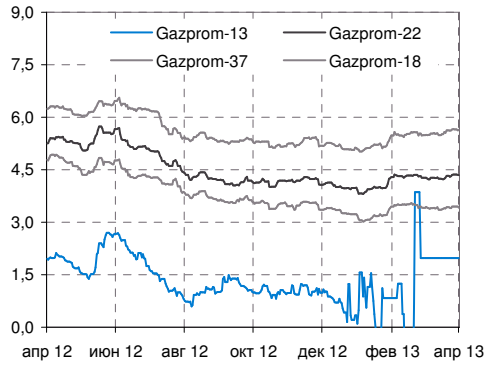


Russia-30 и обязательства стран Восточной Европы

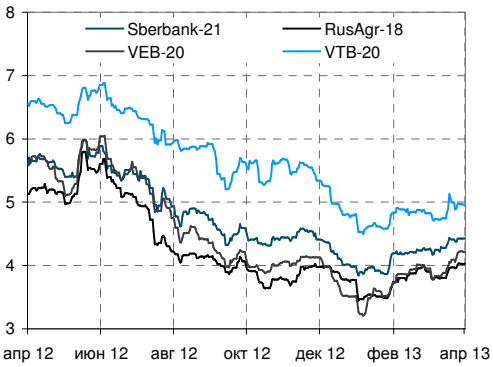


РОССИЙСКИЕ ЕВРООБЛИГАЦИИ

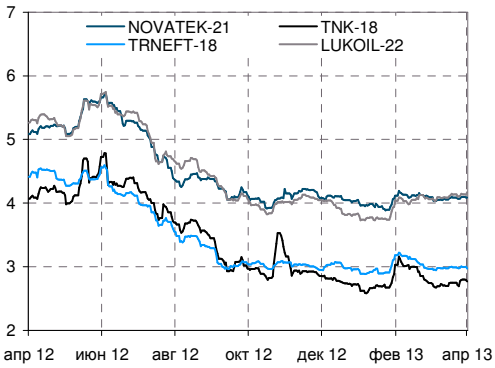
Еврооблигации Газпрома



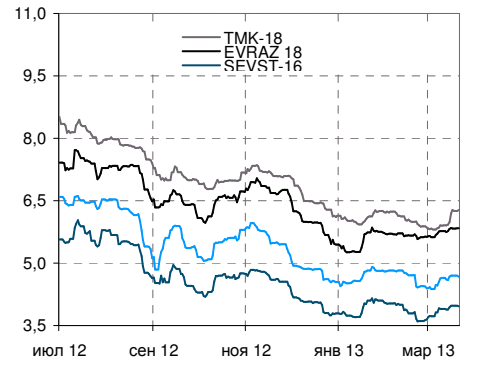
Евробонды госбанков



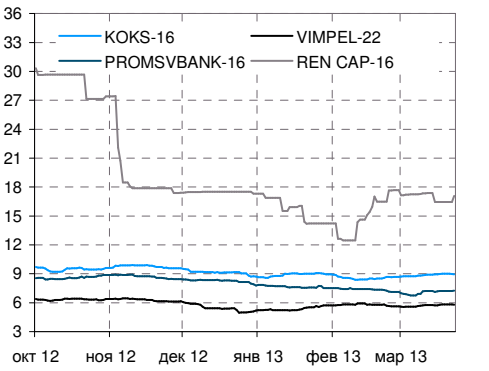
Еврооблигации нефтегазового сектора



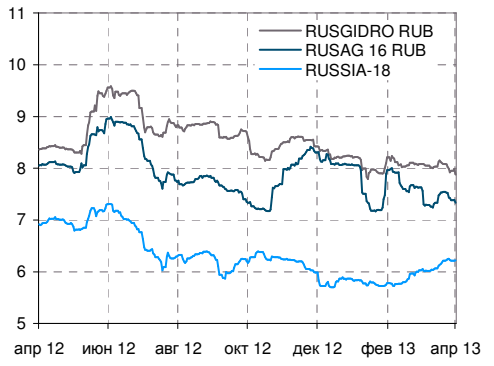
Еврооблигации металлургического сектора



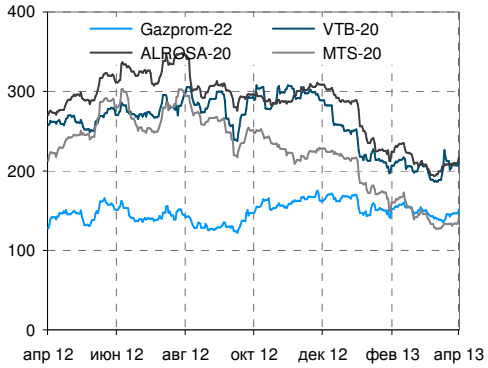
Еврооблигации с текущей доходностью выше 8%



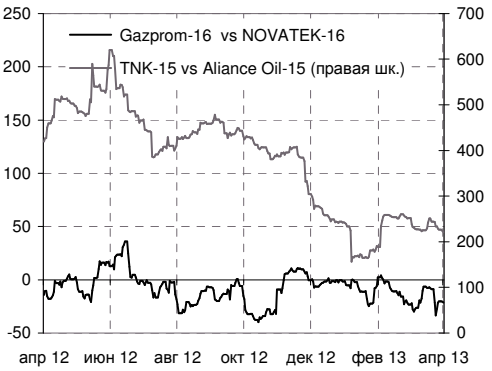
Еврооблигации, номинированные в рублях



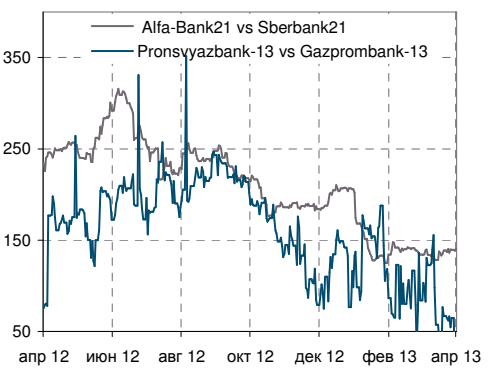
Спрэд к Russia-20



Спрэды в нефтегазовом секторе

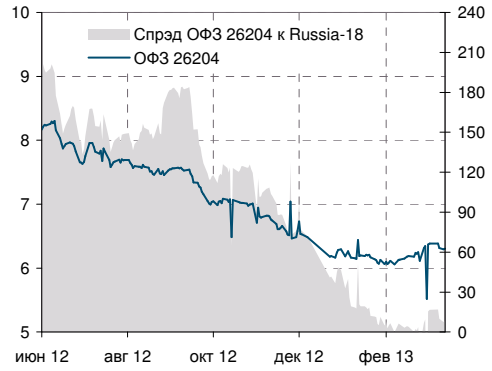


Спрэды в банковском секторе

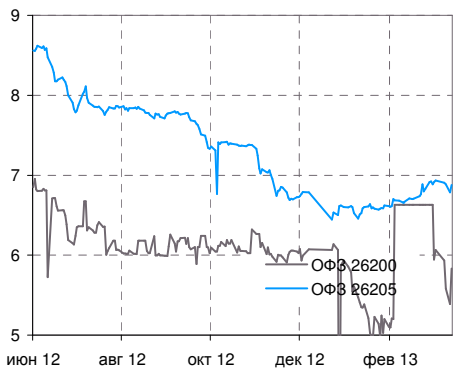


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК

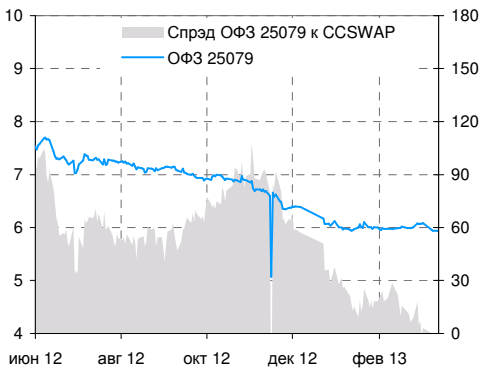
ОФЗ 26204 и спрэд к Russia-18



ОФЗ 26200 и 26205

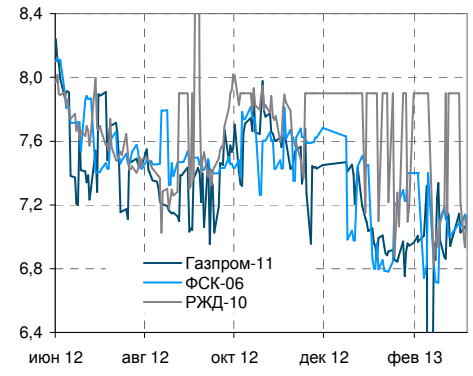


ОФЗ 25079 и спрэд к Cross Currency SWAP

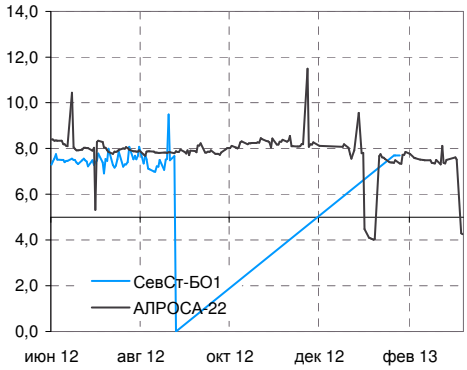


ЛОКАЛЬНЫЙ ДОЛГОВОЙ РЫНОК (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

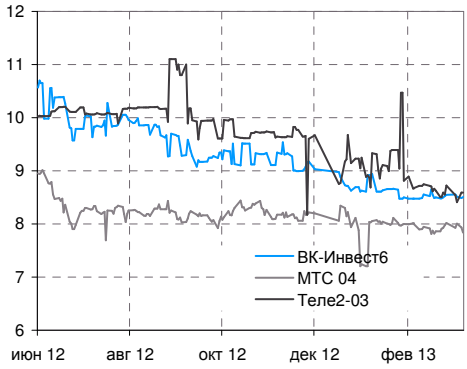
Доходности российских монополий



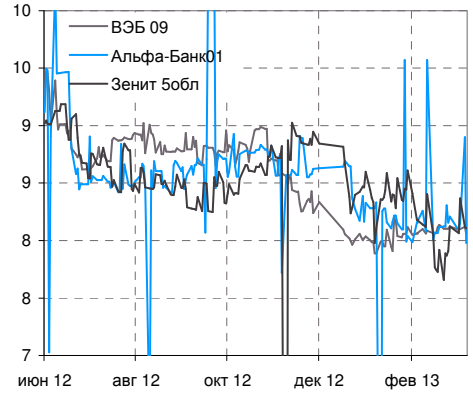
Доходности "Металлургия и добывающий сектор"



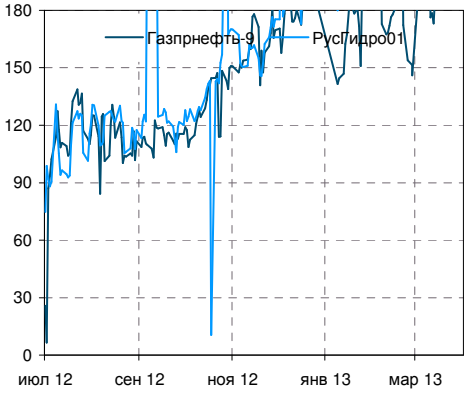
Доходности "Телекоммуникации"



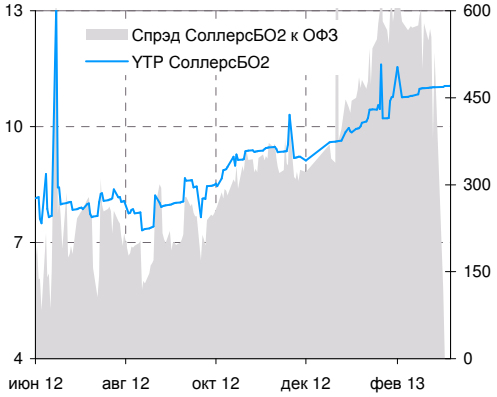
Доходности "Банковский сектор"



Спрэды к ОФЗ

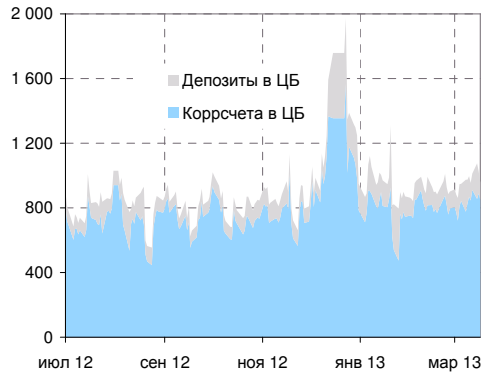


Облигации с текущей доходностью выше 10%

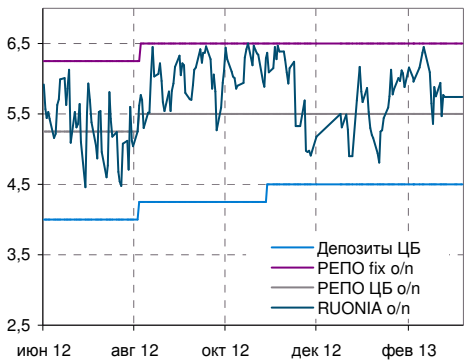


ДИНАМИКА ДЕНЕЖНОГО РЫНКА

Динамика депозитов и остатков на корсчетах

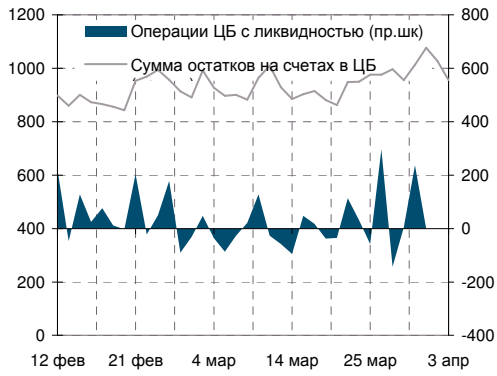


Динамика ставок денежного рынка

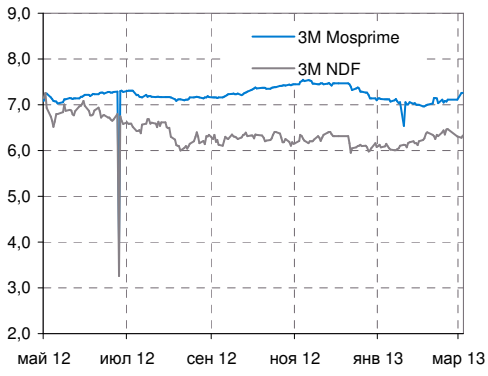


Задолженность кредитных организаций перед ЦБ

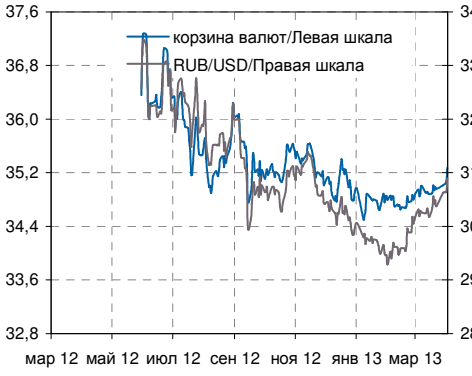
Влияние ЦБ на объем банковской ликвидности



3M Mosprime и ставка NDF



Динамика валютного курса



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 Волов, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Банки
Андрей Михайлов, FCCA
Mikhajlov_AS@nomos.ru

Стратегия
Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

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

Долговой рынок
Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Алексей Егоров
Egorov_AVi@nomos.ru

Кредитный анализ
Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Александр Полютов
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 абсолютные 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.