

# Мониторинг первичного рынка

15 апреля 2011 года

## Календарь событий

Облигации, book-building

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Крайинвестбанк БО1	- / В / -	нет	1 500	15 апр	19 апр	9,5-10,0% / 9,72-10,25%	9,25-9,50% / 9,46-9,72%	1,5 / 3	---
АИЖК-19	Vaa1 / BBB / -	да	6 000	15 апр	п / а	7,8-8,1% / 8,03-8,35%	7,7-7,9% / 7,93-8,14%	4 / 13	7,95-8,05%
Татфондбанк БО-02	B2 / - / -	нет	2 000	19 апр	21 апр	9,0-9,5% / 9,2-9,73%	п / а	1,5 / 3	9,2-9,5%
РусГидро-01	- / BB+ / BB+	да	10 000	21 апр	25 апр	8,15-8,40% / 8,32-8,59%	п / а	5 / 10	≥8,0%
РусГидро-02	- / BB+ / BB+	да	10 000	21 апр	25 апр	8,15-8,40% / 8,32-8,59%	п / а	5 / 10	≥8,0%
Группа РАЗГУЛЯЙ БО-16	- / - / -	нет	3 000	21 апр	26 апр	11,5-12,25% / 11,83-12,63%	п / а	1,5 / 3	≥12,23%
ХКФ Банк БО-1	Va3 / В+ / -	да	3 000	22 апр	п / а	MosPrime3m + 280-325 б.п.	п / а	1 / 3	≥6,52%*
ХКФ Банк БО-4	Va3 / В+ / -	да	4 000	22 апр	п / а	7,95-8,25% / 8,11-8,42%	п / а	2,5 / 3	≥8,11%
Магнит БО-6	- / - / -	нет	5 000	22 апр	26 апр	7,75-8,00% / 7,90-8,16%	п / а	- / 3	≥7,90%
ГСС БО2	- / - / BB	да	3 000	22 апр	25 апр	8,10-8,30% / 8,26-8,47%	п / а	1 / 3	≥8,0%
ГСС БО3	- / - / BB	да	3 000	22 апр	25 апр	9,00-9,20% / 9,20-9,41%	п / а	2 / 3	≥8,7%
КОМОС ГРУПП БО-1	- / - / -	нет	1 500	22 апр	26 апр	9,50-10,50% / 9,73-10,78%	п / а	- / 2,01 (амортиз.)	≥10,25%
КРЕДИТ ЕВРОПА БАНК БО-1	Va3 / - / BB-	да	5 000	25 апр	27 апр	8,00-8,50% / 8,16-8,68%	п / а	- / 3	8,2-8,4%
Кузбассэнерго-Финанс-02	- / - / -	нет	5 000	26 апр	28 апр	8,85-9,10% / 9,05-9,31%	п / а	5 / 10	≥9,05%
УБРИР-02	- / В / -	нет	2 000	27 апр	29 апр	9,30-9,80% / 9,51-10,04%	п / а	1,5 / 3	≥9,51%
Сэтл Групп БО-01	- / - / -	нет	1 000	п / а	п / а	12,0-12,7% / 12,36-13,1%	п / а	1,5 / 3	≥13,0%

Облигации, аукцион

Ярославская область 34010	- / - / BB-	да	3 000	---	19 апр	1-4 купоны - 8% годовых, 5-8 - 7,75% годовых, 9-11 - 7,5% годовых, 12 - 7,25% годовых		- / 3 (амортиз.)	на 1 год - 7,5-7,7% (цена 101,1-100,7)
---------------------------	-------------	----	-------	-----	--------	---	--	------------------	--

Еврооблигации

RFHL (Ренессанс)	B3 / В- / В-	п / а	п / а	п / а	п / а	11%	п / а	3 (put) / 5	>10,8%
ЛОКО-Банк (суборд.)	B2 / - / В+	п / а	\$50 млн	п / а	п / а	10,5-11,5%	п / а	до 5,5 лет	10,5-11,0%
Промсвязьбанк	Va2 / - / BB-	п / а	\$500 млн	13 апр	п / а	6,25-6,5%	п / а	- / 3	>6,25%
Альфа-Банк	Va1 / BB- / BB	п / а	ориентир. \$500-1000 млн	18 апр	п / а	п / а	п / а	ориентир. ≥7 лет	6,5-6,8%

Итоги прошедших размещений

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет	
СКБ-Банк БО-5	B2 / - / В	нет	2 000	12 апр	14 апр	8,1% - 8,4% / 8,26% - 8,58%	8,25% / 8,42%	1,5 / 3	
Первобанк БО2	B3 / - / -	нет	1 500	12 апр	14 апр	8,5-9,0% / 8,68%-9,20%	8,5% / 8,68%	1,5 / 3	
КуАзот - Инвест 4	- / - / -	нет	2 000	12 апр	14 апр	8,75-9,0% / 8,94-9,2%	8,6% / 8,79%	3 / 5	
ВЭБ - Лизинг 03	- / - / BBB	да	5 000	13 апр	15 апр	7,9-8,4% / 8,06-8,60%	7,50% / 7,64%	3 / 10	
ВЭБ - Лизинг 04	- / - / BBB	да	5 000	13 апр	15 апр	8,7-9,2% / 8,89-9,41%	8,6% / 8,79%	5 / 10	
ВЭБ - Лизинг 05	- / - / BBB	да	5 000	13 апр	15 апр	8,7-9,2% / 8,89-9,41%	8,6% / 8,79%	5 / 10	
МКБ БО4	B1 / - / В+	да	5 000	13 апр	15 апр	8,25-8,50% / 8,42-8,68%	8,0% / 8,16%	1,5 / 3	
Банк НФК БО1	B3 / В- / -	нет	2 000	13 апр	15 апр	10,0-10,5% / 10,25-10,78%	10,0% / 10,25%	1,5 / 3	
РУСАЛ Братск-08	- / - / -	нет	15 000	14 апр	18 апр	8,7-9% / 8,9-9,2%	8,5% / 8,68%	4 / 10	
ТКС Банк	B2 / - / В	п / а	\$175 млн	п / а	п / а	11,5-11,75%*	11,5%*	- / 3	

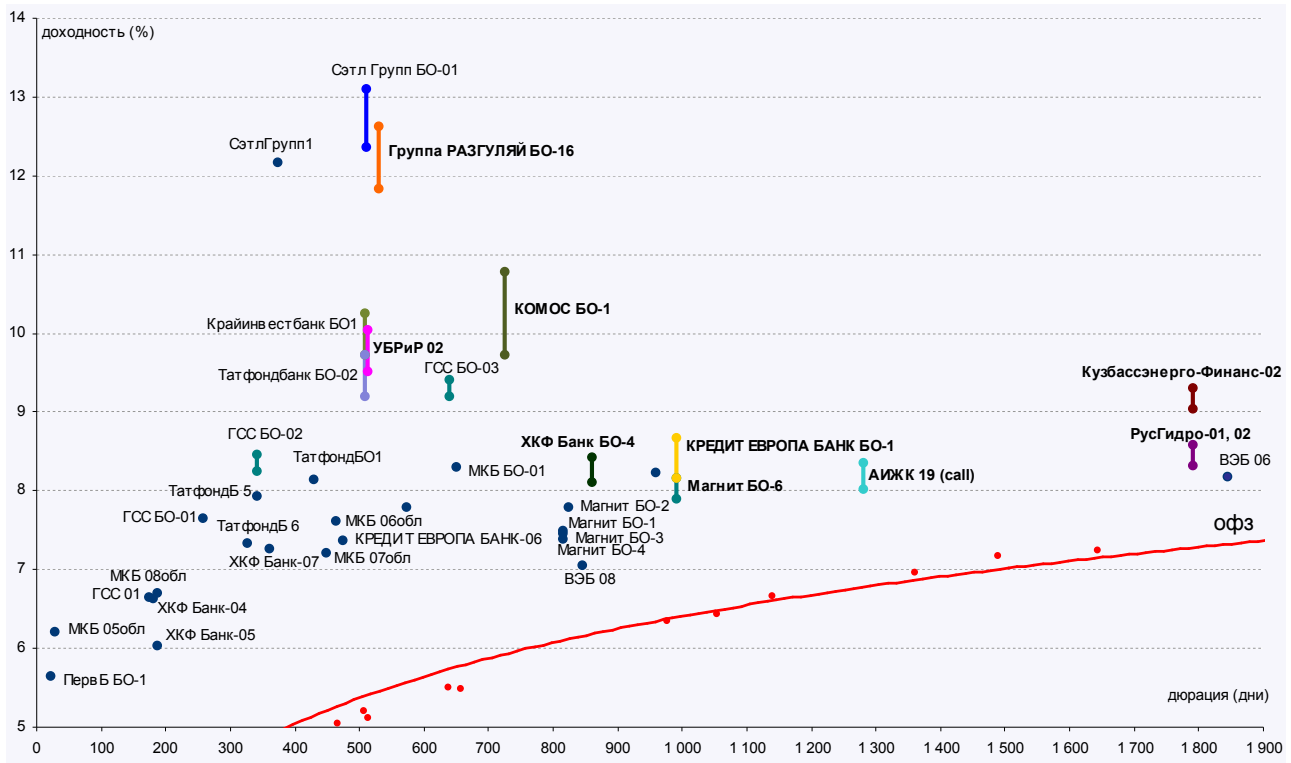
\* ставка купона

# Мониторинг первичного рынка

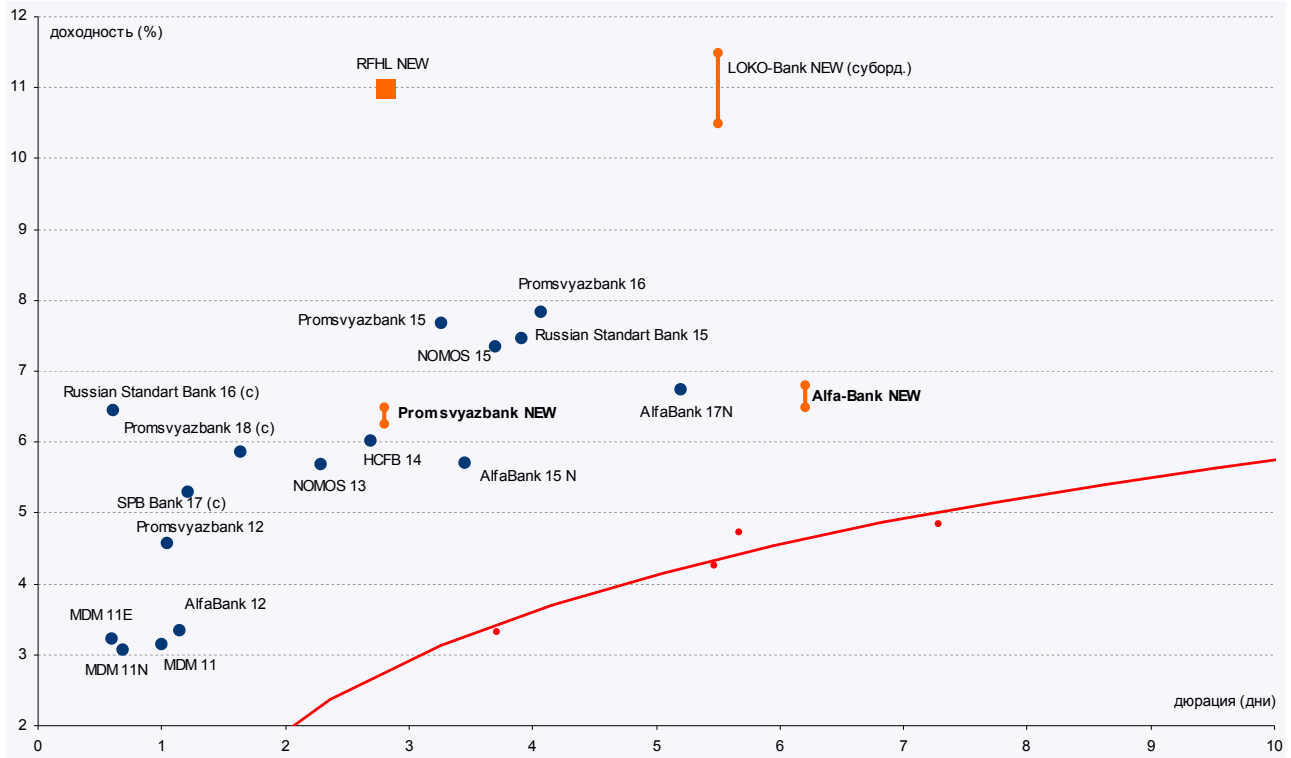
15 апреля 2011 года

2

Распределение доходностей облигаций эмитентов первичного рынка



Распределение доходностей еврооблигаций эмитентов первичного рынка



## Новое предложение УБРИР – интересно по нижней границе.

Вчера ОАО «Уральский банк реконструкции и развития» открыл книгу заявок на облигациям серии 02 объемом 2 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона находится в диапазоне 9,3%–9,8% годовых, что соответствует доходности к оферте на уровне 9,51%–10,04% годовых. Заявки принимаются до 27 апреля 2011 года. Размещение облигаций ориентировочно запланировано на 29 апреля 2011 года. Срок обращения займа 3 года, предусмотрена 1,5–годовая оферта.

УБРИР – крупный региональный Банк (с активами 73,5 млрд руб. на конец 2010 года занимал 51 место в рейтинге российских банков), деятельность которого во многом определяется его акционерной структурой. Напомним, что в состав бенефициаров входит И.Алтушкин, которому вместе с В.Левиным принадлежит более 36% капитала. Российской Федерации принадлежит еще 6,84%, остальное – физическим лицам (доля каждого менее 20%). Напомним, И.Алтушкин, Председатель совета директоров ЗАО «Русская медная компания», с состоянием 1,1 млрд долл. занял по итогам прошлого года 57 место в рейтинге Forbes «100 богатейших бизнесменов России 2010». И.Левин также имеет прямое отношение к «Русской медной компании», будучи ее президентом. Возвращаясь к УБРИР – согласно отчетности по МСФО за 2009 год (более поздняя отчетность по международным стандартам отсутствует), около половины корпоративных кредитов приходится на «связанные стороны». Таким образом, как мы уже отметили выше, влияние акционерной структуры на бизнес Банка высокое, тем не менее, сама РМК входит по рейтингу того же Forbes в сотню крупнейших компаний России, занимая 84 место («200 крупнейших непубличных компаний 2010») с выручкой 25 млрд руб. в 2009 году. Такая аффилированность имеет как позитивные факторы с точки зрения возможности поддержки со стороны акционеров, так и негативные – присутствие риска оттока средств на другие компании собственника и низкой прозрачности условий по кредитам.

Отметим также, что помимо корпоративного у Банка хорошо развит в своем регионе розничный бизнес, формируя до 40% (16,5 млрд руб. на 1 марта текущего года) выданных кредитов или 23% активов и 62% всех пассивов (45 млрд руб.). Вероятно, именно за счет существенной доли кредитов физлицам в кредитном портфеле уровень просроченной задолженности у Банка выше среднеотраслевого – 6,3% на 1 марта 2011 года, тем не менее, она полностью покрыта резервами (с коэффициентом 1,3х). Обращаем внимание, что кредитование играет ведущую роль в деятельности Банка – 51% активов, однако серьезную долю в активах Банка занимают операции с ценными бумагами – немногим менее 30% активов. Несмотря на то, что это в основном долговые обязательства, данные бумаги, согласно отчетности по РСБУ, в основном кредитных организаций и их качество установить трудно. Кроме того, Банк активно использует их в операциях РЕПО, привлекая ликвидность на МБК. Отметим, что норматив Н2 (мгновенная ликвидность) у Банка низкий – 21% на 1 марта при минимально допустимых 15%, а «подушка ликвидности» исчерпывается 2 млрд руб., размещенными на депозитах банков, и незаложенными ценными бумагами (около 10 млрд руб., однако его ликвидность ограничена). Учитывая ярковыраженный долгосрочный кредитный портфель и необходимость привлекать депозиты со сроком выше одного года (и Банку это удастся), размещение займа с 1,5–летней офертой позволит УБРИР «вдохнуть» немного свободнее. Положительно это отразится и на диверсификации фондирования с точки зрения его источников – в настоящее время заимствования Банка на долгом рынке отсутствуют, а портфель векселей крайне мал – всего 0,7 млрд руб. (менее 1% активов).

Вероятно также, что в ближайшем будущем нам стоит ждать эмиссию акций Банка – в настоящее время уровень достаточности собственных средств Банка низкий – 11,2%, а соотношение капитала 1 и 2 уровней установилось на значении 6:4, то есть пополнение собственных средств за счет дополнительного капитала ограничено. При этом прибыль за 2 первых месяца составила 161 млн руб. (588 млн руб. за прошлый год) и ее, с высокой долей вероятности, может не хватить в текущем году для выполнения норматива ЦБ и АСВ при сохранении высоких темпов роста Банка (в прошлом году увеличение активов составило «+17%», то есть было выше среднеотраслевого «+15%»).

Новый выпуск УБРИР (–/В–/–) встает в ряд с другими предложениями, существующими сейчас на долгом рынке от эмитентов с рейтингом «В» / «В–». Напомним, это СКБ–Банк (В2/–/В), Первобанк (В3/–/–), НФК (В3/В–/–), Татфондбанк (В2/–/–). Наиболее близкий по размерам (активы 84,1 млрд руб.) СКБ–Банк закрыл вчера книгу заявок на 1,5 летний выпуск с купоном 8,25%, Первобанк – заметно меньший по активам (31,8 млрд руб.), но со схожим рейтингом – 8,5% годовых при 1,5 летней оферте (чему немало способствовала аффилированность с НОВАТЭКом). С точки зрения УБРИР, обозначившего диапазон по купону 9,3–9,8% годовых, мы ожидаем размещения ближе к нижней границе диапазона (9,3–9,6%). Напомним, что в этом же приблизительно диапазоне (9,0–9,5%) сейчас размещается Татфондбанк (активы 60,3 млрд руб.), размещение которого мы ожидаем также

ближе к нижней границе диапазона. Премия порядка 30–40 б.п. будет вполне справедливой за разницу в рейтингах.

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

## Первичное предложение от РусГидро: альтернативы уместны?

Сейчас проходит размещение двух выпусков облигаций серии 01 и 02. Оба бонда одинакового номинального объема – 10 млрд руб., однако из второй серии размещается лишь 5 млрд руб. Таким образом, общее предложение РусГидро составляет 15 млрд руб. По выпуску предусмотрена 5–летняя оферта, а общий срок займов – 10 лет. Ориентир по ставке купона – 8,15 – 8,4% годовых, что соответствует доходности к оферте 8,32 – 8,58% годовых.

Напомним, что РусГидро – вторая из крупнейших в мире гидрогенерирующих компаний. Общая установленная мощность составляет 26 гВт. Для сравнения: этот же показатель у Мосэнерго – крупнейшей тепловой энергокомпании составляет 11,9 гВт. На российском энергорынке некоторым аналогом может выступить Иркутскэнерго, в собственности которой каскад трех гидроэлектростанций, построенных на реке Ангара. Установленная мощность компании ниже – 12,9 гВт. В уставном капитале РусГидро доля государства составляет 58%, а рейтинговые агентства Fitch и Moody's дают оценку Эмитенту как «ВВ+» со «Стабильным» прогнозом. К финансам Компании придраться довольно сложно: выручка по итогам прошлого года (РСБУ) – 88,98 млрд руб., EBITDA – 51,75 млрд руб., EBITDA margin – 58%, Debt/EBITDA – 0,7х. Важным моментом является то, что трагедия на Саяно–Шушенской ГЭС в августе 2009 года не внесла серьезных перемен в кредитные метрики, что подтверждает прочность кредитного профиля РусГидро. Также интересна активизация РусГидро в части строительства ГЭС за рубежом. В рамках этого в конце прошлого года РусГидро приобрела институт Гидропроект. Напомним, Компания планировала купить контрольный пакет акций вьетнамской компании «Дакдрин Гидропауэр», которая строит ГЭС на территории Вьетнама. Среди стран, в которых возможно присутствия Эмитента, также назывались Казахстан и Турция. Мы отмечаем, что существующие кредитные метрики РусГидро позволяют довольно безболезненно для финансового состояния быть довольно агрессивными в своих планах на зарубежную экспансию.

Финансовые результаты РусГидро, РСБУ			
млн руб.	2009	2010	%
<b>Основные финансовые показатели</b>			
Выручка	78 996	88 979	12,6%
Операционная прибыль	42 291	43 610	3,1%
EBITDA	50 396	51 754	2,7%
Операционный денежный поток	40 328	46 776	16,0%
Чистая прибыль	10 329	37 963	267,5%
% расходы	56 880	85 537	50,4%
<b>Показатели эффективности</b>			
Operation margin	53,5%	49,0%	-4,5%
EBITDA margin	63,8%	58,2%	-5,6%
Net profit margin	13,1%	42,7%	29,6%
<b>Основные балансовые показатели</b>			
	2009	2010	%
Активы	475 509	551 323	15,9%
Внеоборотные активы	330 777	360 109	8,9%
Основные средства	240 636	251 878	4,7%
Денежные средства и их эквиваленты	49 209	24 968	-49,3%
Финансовый долг	18 048	37 210	106,2%
краткосрочный	1 263	7 394	485,5%
долгосрочный	16 786	29 817	77,6%
Чистый долг	-31 161	12 242	-139,3%
<b>Показатели покрытия долга</b>			
Debt/EBITDA	0,36	0,72	0,36
Net debt/EBITDA	отриц.	0,24	-
EBITDA/%	0,89	0,61	-0,28
Debt/Assets	0,04	0,07	0,03

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКА

Возвращаясь к первичному предложению РусГидро, напомним, что у Компании сейчас представлены на локальном рынке бонды, однако они погашаются уже в конце июня текущего года. Также есть рублевый евробонд,

предлагающий доходность в 7,94% к погашению в октябре 2015 года. На фоне последнего выпуска новый локальный бонд длиннее всего на 5 месяцев, а дает премию на нижней границе порядка 40 б.п., что выглядит более интересным. Вместе с тем, учитывая, что уже стало правилом снижать первоначальный ориентир по бумагам, мы видим справедливую доходность бондов как 8,0% (купон 7,85%). Если сравнивать предложение РусГидро с другими бумагами в секторе, то на данном отрезке дюрации довольно скудно: более короткие выпуски ФСК серии 07 (УТР 7,53%, 09.2015) и 10 (УТР 7,64%, 10.2015). На фоне указанных облигаций, а также после закрытия книги трехлетних бумаг Иркутскэнерго на прошлой неделе с купоном 7,6% (УТМ 7,75%) предложение от РусГидро смотрится вполне интересным для инвесторов, которые могут позволить себе инвестиции в длинные бумаги.

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

## Комос Групп и РАЗГУЛЯЙ: оживление на первичном рынке компаний АПК.

ООО «Комос Групп» (Удмуртия) вчера открыло книгу заявок на биржевые облигации серии БО–01 объемом 1,5 млрд руб. Сбор заявок инвесторов будет осуществляться до 22 апреля 2011 года, размещение запланировано на 26 апреля. Бонды имеют амортизационную структуру погашения: 25% номинала погашается в конце 2 купонного периода, еще 30% и 45% – в конце 4 и 6 купонных периодов соответственно. Ориентир ставки 1 купона составляет 9,5–10,5% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 9,73–10,78% годовых при дюрации около 2 лет. Средства, полученные в результате размещения ценных бумаг, Эмитент планирует направить на финансирование оборотного капитала.

Сегодня также открылась книга заявок на размещение биржевых облигаций Группы «РАЗГУЛЯЙ» серии БО–16 объемом 3 млрд руб., закрытие которой намечено на 21 апреля 2011 года. Ориентир ставки купона, предложенный организаторами займа, составляет 11,5–12,25% годовых, что соответствует доходности 11,83–12,63% годовых к оферте через 1,5 года.

Стоит отметить, что индикатив доходности по новому выпуску биржевых облигаций Комос Групп предлагает премию порядка 100–260 б.п. к немногочисленным и низколиквидным бумагам компаний потребительского сектора, таким как: Группа Черкизово (УТМ 8,14%/843 дн.) и Синергия (УТР 8,16%/521 дн.), которые, в свою очередь, отличаются большей транспарентностью бизнеса, наличием консолидированной отчетности по международным стандартам и имеют кредитные рейтинги на уровне «В2» и «В» от Moody's и Fitch соответственно со «Стабильным» прогнозом.

В то же время в рамках предстоящих оферт интерес инвесторов новыми купонами привлекают Объединенные кондитеры и Моссельпром, которые предложили доходность на уровне 10,78% и 12,63% годовых соответственно к офертам через 1 год, но ограниченная ликвидность бумаг может затруднить вхождение в данные облигации. Хотя, на наш взгляд, данные выпуски с обозначенным уровнем купонов являются привлекательными, в частности у Моссельпрома на фоне возможной сделки с Черкизово, а у Объединенных кондитеров из-за наличия рейтинга от Fitch («В»/Стабильный) и присутствия бумаг в Ломбардном списке ЦБ с возможностью сделок прямого РЕПО, но, правда, с дисконтом в размере 50%.

Кроме того, альтернативой бумагам «Комос Групп» на первичном рынке может стать размещение биржевых облигаций Группы «РАЗГУЛЯЙ» серии БО–16, которые предлагают более заметную по размеру доходность на уровне 11,83–12,63% годовых к оферте через 1,5 года, очевидно, как премию за риски, связанные с более высокой долговой нагрузкой и историей по реструктуризации выпусков облигаций в 2009 году. Напомним, Комос Групп, в свою очередь, в 2009 году исполнила 2 оферты по облигациям серии 01 объемом 2 млрд руб., выкупив в июле 18,7% выпуска, а затем в декабре – еще 80,6%.

Отдельно отметим, что на сегодняшний день достаточно мало актуальных данных о Комос Групп и Группе «РАЗГУЛЯЙ», касающихся кредитного профиля эмитентов, поэтому наше видение их кредитного качества и рекомендации участия в размещениях будут представлены в специальном обзоре после получения дополнительной информации от компаний.

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

## Еврооблигации Промсвязьбанка – интересно.

Промсвязьбанк сейчас размещает 3–летние еврооблигации, номинированные в долларах США, первоначальный маркетинговый диапазон по доходности которых находится на уровне 6,25%–6,5% годовых.

## Ключевые финансовые показатели Промсвязьбанка за 2009-2010 годы

млрд долл.	2009	2010	2010 / 2009
Assets	471,21	475,13	0,8%
Loans (gross)	305,27	348,62	14,2%
NPL (90+)	12,3%	9,2%	-3,1%
Provisions	12,7%	10,8%	-1,9%
Customer accounts	297,05	289,55	-2,5%
Equity	38,21	44,78	17,2%
CAR (Базель 1)	14,3%	14,4%	0,1%
NIM (4Q'09 / 4 Q'10)	5,90	5,80	-1,7%
Provision for loan impairment	-20,84	-10,34	-50,4%
Profit for the year	-0,63	2,48	-495,8%

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКа

В целом, на рынке еврооблигаций обращается сейчас 6 выпусков Банка, поэтому инвесторам, на первый взгляд, есть из чего выбрать. Однако при следующем приближении видно, что, во-первых, на данном отрезке дюрации бумаг Эмитента нет, во-вторых, выпуски Промсвязьбанка с погашением в 2015–2016 годах субординированные, с вытекающей отсюда премией к рынку за повышенные риски. Что касается альтернатив, то их в финансовом секторе у нового займа, на наш взгляд, всего две: выпуск ХКФ-Банка с погашением в марте 2014 года и НОМОС-БАНКа с погашением в октябре 2013 года. Бумаги сейчас торгуются с УТМ 6,03% и УТМ 5,69% соответственно. Учитывая кредитные метрики Промсвязьбанка, которые мы подробно рассмотрели в нашем ежедневном обзоре от 29 марта <http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytics/special/daily-review-29032011.pdf>, новое предложение Банка интересно уже по нижней границе диапазона. При ином пути развития событий и при продолжении улучшения финансовых показателей Промсвязьбанка, выпуск может стать неплохой инвестицией.

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

## Новое предложение ХКФ-Банка: интересно по нижней границе.

ХКФ-Банк открыл книгу сразу по двум выпускам биржевых облигаций со следующими параметрами: серии БО-01 – ставка купона 3mMosprime + 275–325 б.п., что соответствует купону 6,52–7,02% с офертой через 1 год, и БО-03 с ориентиром ставки купона 8–8,3%, что соответствует доходности 8,25–8,55% годовых к 2,5-летней оферте.

### Показатели деятельности ХКФ-Банка

Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	Изменение, %
ASSETS	96,5	101,1	5%
Cash and cash equivalents	13,3	7,4	-44%
% assets	13,8%	7,3%	---
Loans	58,9	75,3	28%
Loans (gross)	67,8	81,2	20%
% assets	61,1%	74,5%	---
NPL (>90дн.)	12,9%	6,9%	---
allowance for loan impairment	13,1%	7,3%	---
Customer accounts	13,6	23,8	75%
% assets	14,1%	23,5%	---
EQUITY	26,8	33,0	23%
% assets	27,8%	32,7%	---
Total Capital Adequacy Ratio	36,4%	33,5%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	Изменение, %
Net interest income	18,4	19,1	4%
Fee and commission income (net)	6,5	7,3	13%
Provisions charge for loan impairment	8,9	3,6	-60%
General Administrative expenses	8,9	9,3	4%
Profit for the year	5,2	9,4	82%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	Изменение, %
RoA	5,1%	10,1%	5%
RoE	19,3%	28,5%	9%
Cost / Income	36,6%	37,6%	1%

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКа

Участие в выпусках Банка интересно в силу его устойчивого финансового состояния и большого объема генерируемой прибыли (см. наш комментарий к отчетности по МСФО за 2010 год <http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytics/special/daily-review-03032011.pdf>). Эмитент хорошо известен

инвесторам и отличается хорошей транспарентностью. Среди ликвидных выпусков, сравнимых по дюрации с новыми займами можно отметить бумаги серии 07 (УТР 7,1% / 363 дня) и самый «длинный» на сегодняшнее время выпуск серии 06 – УТР 7,4% / 574 дня). С учетом текущих котировок, сложившихся к настоящему времени на рынке, участие в займе интересно, начиная уже с нижней границы.

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

## Магнит: новые бумаги серии БО–6 интересны начиная с нижней границы.

Вчера розничная сеть Магнит открыла книгу заявок на 3–летние биржевые облигации серии БО–06 объемом 5,0 млрд руб., ориентир ставки купона – 7,75–8,00% годовых, что соответствует доходности 7,90–8,16% к погашению. Предложенный диапазон доходности, на наш взгляд, является привлекательным, в первую очередь на фоне другого выпуска биржевых облигаций Эмитента серии БО–5, наиболее близкого по дюрации. Последний был размещен в начале марта этого года по ставке купона 8% годовых, что соответствует доходности 8,16% годовых к погашению через 3 года. Стоит отметить повышенный интерес инвесторов к данным бумагам на вторичном рынке, что отразилось в росте котировок, при этом доходность по облигациям за срок чуть больше месяца снизилась практически на 60 б.п. (УТМ 7,55%/953 дн.). Учитывая несущественную разницу в дюрации нового выпуска и бумаг серии БО–5, а также предложенную премию порядка 35–60 б.п. к ним, мы считаем первичное предложение интересным и по нижней границе обозначенного ориентира. Вместе с тем, уверенности инвесторам для участия в данном размещении могут придать сильные финансовые результаты Магнита за 2010 год и операционные данные за 1 квартал 2011 года. Наши комментарии: <http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytics/special/daily-review-25032011.pdf> и <http://bonds.finam.ru/comments/item22078/rqdate7DB040B/default.asp>

Альтернативой бумагам Магнита на вторичном рынке могли бы выступить облигации Х5–1 (8,06%/1040 дн.) и ТД Копейка БО–2 (8,35%/820 дн.), но их низкая в последнее время ликвидность может стать преградой для вхождения в эти выпуски.

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

## Первичное предложение Кузбассэнерго: интересно по нижней границе.

ООО «Кузбассэнерго–Финанс» на этой неделе открыло книгу заявок на размещение серии 02 объемом 5 млрд руб. Срок обращения выпуска – 10 лет, предусмотрена 5–летняя оферта. Ориентир ставки 1 купона по облигациям ООО «Кузбассэнерго–Финанс» серии 02 объемом 5 млрд руб. находится в диапазоне 8,85%–9,10% годовых, что соответствует доходности к 5–летней оферте на уровне 9,05%–9,31% годовых.

Отметим, что Эмитент – новичок на долговом рынке, что дополнительно привлекает интерес инвесторов к бонду. Важным моментом является тот факт, что поручительство по выпуску предоставлено не только Кузбассэнерго (ТГК–12), но также и Енисейской ТГК (ТГК–13). Таким образом, заем вряд ли можно считать долгом исключительно Кузбассэнерго. Такой тандем, вероятно, обусловлен тем, что контрольным акционером обеих компаний является СУЭК (Moody's «В1»). Несмотря на единого акционера, разница в масштабах между двумя ТГК довольно весомая. Установленная мощность Кузбассэнерго составляет 4,5 тыс. мВт, а установленная тепловая мощность 8,9 тыс. Гкал./час. По первому показателю Компания занимает четвертое место (после ТГК–1) среди остальных ТГК, а по второму – 11. Енисейская ТГК уступает по масштабам: 2,5 тыс. мВт и 1,2 тыс. Гкал./час, то есть 11 и 12 место соответственно. Генерирующие компании поставляют энергию на территорию Кемеровской области, Республики Алтай, Красноярского края и Хакасии. Обе ТЭК, учитывая их близость к угольному региону, используют уголь для выработки энергии и тепла. Близость к месторождениям угля, а также участие в капитале СУЭКа дают, по нашему мнению, для компаний преимущество в части стоимости ресурсов и транспортного плеча. Вместе с тем, стоит отметить, что регионы присутствия не самые стабильные. Так, в кризисном 2009 году падение потребления в Кемеровской области составило 8,7%, в то время как в ОЭС Сибири – «–4%». Однако в посткризисном 2010 году в регионе уровень потребления вырос на 6,2% против 3,7% в ОЭС.

Переходя к финансам компаний, отметим, что по обеим компаниям пока доступна отчетность только по РСБУ за 9 месяцев прошлого года, согласно которой метрики Кузбассэнерго выглядят довольно уверенно, особенно учитывая возрастающие расходы на ремонтные работы в третьем квартале и не начавшийся отопительный сезон. Так, выручка составила 21,9 млрд руб. (+20% к прошлому году), EBITDA 5,1 млрд руб., (рост более чем в 2 раза), EBITDA margin – 23%. Одним из наиболее важных моментов кредитного профиля Компании является полное отсутствие финансового долга в балансе Компании. Интересным является также скачок маржи в прошлом году: 23% против 9% в 2009 году. В целом, уровень рентабельности выше 20% для ТГК редкое явление. Так, у Мосэнерго за аналогичный период значение составило 11,96%, у ТГК–1 – 16,22%, ТГК–6 – 2,3%. Принимая во

# Мониторинг первичного рынка

15 апреля 2011 года

8

внимание, что у нас нет расшифровок к отчетности, мы не стали бы воспринимать высокую рентабельность как правило для Компании. Возможно, на рост нормы прибыли оказали влияние какие-то разовые начисления. Вместе с тем, даже если вернуться в 2009 год, то финансы Компании подтверждают довольно прочный кредитный профиль Эмитента.

Финансовые результаты ТГК-12 и ТГК-13						
РСБУ	ТГК-12			ТГК-13		
	9 мес. 2009	9 мес. 2010	%	9 мес. 2009	9 мес. 2010	%
<b>Основные финансовые показатели</b>						
Выручка	18 162	21 924	20,7%	10 893	12 867	18,1%
Операционная прибыль	433	2 548	489,1%	-459	-104	-77,3%
ЕБИТДА	2 096	5 067	141,7%	227	603	165,3%
Операционный денежный поток	na	na	-	na	na	-
Чистая прибыль	-666	-83	-87,6%	-1 092	-743	-32,0%
% расходы	267,3	0,40	-99,9%	187,6	112,79	-39,9%
<b>Показатели эффективности</b>						
Operation margin	2,4%	11,6%	9,2%	отриц	отриц	-
ЕБИТДА margin	11,5%	23,1%	11,6%	2,1%	4,7%	2,6%
Net profit margin	отриц	отриц	-	отриц	отриц	-
<b>Основные балансовые показатели</b>						
	2009	9 мес. 2010	%	2009	9 мес. 2010	%
Активы	28 999	32 240	11,2%	21 423	26 548	23,9%
Внеоборотные активы	22 230	21 589	-2,9%	17 897	20 148	12,6%
Основные средства	20 885	19 698	-5,7%	9 039	8 780	-2,9%
Денежные средства и их эквиваленты	377	801	112,6%	72	517	620,2%
Финансовый долг	0	0	0,0%	1 707	8 508	0,0%
краткосрочный	0	0	0,0%	1 422	293	0,0%
долгосрочный	0	0	0,0%	286	8 215	0,0%
Чистый долг	-377	-801	-	1 636	7 991	-
<b>Показатели покрытия долга</b>						
Debt/ЕБИТДА	0,00	0,00	-	1,83	7,05	-
Net debt/ЕБИТДА	отриц	отриц	-	1,75	6,62	-
ЕБИТДА/%	10,33	12668,69	-	4,21	10,70	-
Debt/Assets	0,00	0,00	-	0,08	0,32	-

Источник: данные Компаний, расчеты НОМОС-БАНКА

Однако несколькостораживающим фактором выступает заявление исполнительного директора Кузбассэнерго в СМИ, что текущий год будет для Компании планомерно убыточным. При этом он ссылается на ограниченный рост цен на рынке энергии и мощности, госрегулирование в секторе теплоэнергии и увеличение стоимости закупаемого угля и материалов. Финансы еще одного поручителя – ТГК-13 скорее являются бременем для займа, поскольку при выручке за 9 месяцев – 12,9 млрд руб. («+18%» к 2009 году) у Компании операционный убыток в 104 млн руб. и конечный отрицательный результат в 743 млн руб. Все это можно «приправить» долгом в 8,5 млрд руб. и получится довольно странный микс поручителей. Резюмируя, мы скорее «ЗА» кредитное качество нового выпуска и оперируем здесь нормальными финансами ТГК-12, поддержкой со стороны СУЭКа, который отличается крупными масштабами бизнеса и информационной открытостью. Последний факт, по нашему мнению, на КЭСа, который на сегодняшний день не раскрывает свои финансы, является довольно важным фактором в «плюс» для бумагам Кузбассэнерго.

В части привлекательности первичного предложения, то, как нам кажется, участие интересно уже по нижней границе (УТР 9,05%). В этом случае новый фонд предлагает достаточную премию к размещаемому пятилетнему выпуску РусГидро, который по нижней границе маркируется на уровне (УТР) 8,3%, однако, скорее всего, финальные уровни все-таки будут ниже – по нашей оценке около 8%.

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

## Новое предложение Кредит Европа Банка: интересно, начиная с 8,2%.

Вчера Кредит Европа Банк открыл книгу к размещению займа серии БО-01 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки купона 8–8,5% годовых, что соответствует доходности 8,16–8,68% годовых к погашению через 3 года.

Напомним, Кредит Европа Банк – крупный розничный банк с иностранным капиталом, «дочка» одноименного голландского холдинга, входит в турецкую Fiba Group. В рейтинге крупнейших банков мира по версии Banker's



Almanach (2009) голландский холдинговый Credit Europe Bank NV с консолидированными активами в размере 13,3 млрд долл. занимал 707 место. В Fiba Group входят дочерние банки, инвестиционные, факторинговые и лизинговые компании Турции, Швейцарии, Голландии, Бельгии, Германии, Румынии и Украины. Помимо финансового сектора у Группы значительные интересы в розничных сетях и девелоперском бизнесе, а также в авиации, судоходном строительстве и управлении портами.

Показатели деятельности Кредит Европа Банка			
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	Изменение, %
ASSETS	69,4	84,9	22%
Cash and cash equivalents	0,9	1,2	25%
% assets	1,3%	1,4%	---
Loans	47,9	60,5	26%
Loans (gross)	51,7	62,8	21%
% assets	69,0%	71,2%	---
NPL (>90дн.)	7,0%	3,2%	---
allowance for loan impairment	7,3%	3,7%	---
Customer accounts	21,8	31,6	45%
% assets	31,4%	37,2%	---
EQUITY	12,6	14,6	15%
% assets	18,2%	17,1%	---
Total Capital Adequacy Ratio	19,8%	19,6%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.			
	2009	2010	Изменение, %
Net interest income	5,8	5,8	1%
Fee and commission income (net)	1,2	1,3	5%
Provisions charge for loan impairment	-3,1	-0,7	-77%
General Administrative expenses	3,3	3,7	12%
Profit for the year	1,5	2,6	70%
Качественные показатели деятельности			
	2009	2010	Изменение, %
RoA	2,2%	3,4%	1%
RoE	12,7%	19,2%	6%
Cost / Income	40,0%	48,6%	9%

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКА

Консолидированные активы Группы Fiba составляют 18 млрд долл., включают в себя 76 компаний в 12 странах. Капитал Группы – 3 млрд долл. Финансовый сектор является ключевым направлением в деятельности Fiba – в нем размещено 15,4 млрд долл. активов. Из них непосредственно на банковский сектор приходится 90% (около 13,9 млрд долл.). С точки зрения географического распределения бизнеса, основная его часть приходится на Голландию – 67%, Россия же является пусть и не основным, но вторым по значимости направлением – 13,1% активов (на конец 2009 года). Хотя доля несравнима с Голландией, тем не менее, основная прибыль (по итогам 2009 года) была сформирована именно на российском рынке – 43,4 млн евро при совокупном значении 77,7 млн евро. Будучи наиболее рентабельным подразделением, на наш взгляд, Кредит Европа Банка можно рассматривать как одно из основных направлений деятельности Группы. Учитывая место Банка в Группе Fiba и ее финансовом направлении, мы оцениваем возможность поддержки со стороны аффилированных компаний как высокую – по данным Банка, доступный лимит от Группы составляет 475 млн евро.

98,14% акций Банка контролирует Хюсю М. Озегин (гражданство – Турция, место жительства – Стамбул). Согласно Forbes, до четверти пассивов российский Кредит Европа Банк привлекает за счет депозитов турецких компаний. В настоящее время (1 января 2011 года) Банк занимает 47 место по активам, стоя рядом с СКБ-Банком (46 место) и Русфинансбанком (48 место). Филиальная сеть Кредит Европа Банка насчитывает 127 отделений, расположенных преимущественно Центральном, Южном, Приволжском и Уральском федеральных округах, и охватывает 22 региона России. Развитость филиальной сети объясняется розничной направленностью деятельности Банка.

В прошлом году Банк показал хорошие темпы роста бизнеса: активы на конец 2010 года составили 84,9 млрд руб. (здесь и далее данные приведены по МСФО) или «+22%» к концу 2009 года, то есть выше среднеотраслевых. Кредитный портфель (gross) увеличивался схожими темпами: «+21%» до 62,8 млрд руб. При этом за прошлый год Эмитент заработал неплохую прибыль – 2,6 млрд руб. Чистый процентный доход показал небольшую, но все же положительную динамику – «+0,8%» до 5,8 млрд руб., чистый комиссионный доход по-прежнему вносит существенный вклад в операционный доход Банка и также остался практически на уровне прошлого года – «+5%» до 1,3 млрд руб. Основное же влияние оказало сокращение отчислений в резервы с 3,1 млрд руб. до 0,7 млрд руб., что и позволило отразить существенный рост прибыли в 2010 году – в 1,7 раза. При этом Качество портфеля

у Банка достаточно высокое: уровень NPL (90+) на начало 2011 года составил 3,2% и покрыт резервами с коэффициентом 1,15х. Для сравнения, у ХКФ-Банка уровень NPL (90+) составляет 6,9%. Также мы отмечаем внимание на высокий уровень достаточности капитала (TCAR) – 19,56%.

С точки зрения обязательств мы отмечаем, что 21% пассивов приходится на выпущенные долговые обязательства, представленные облигациями и еврооблигациями (LPN). Хотя непосредственно на рублевые бонды приходится не так и много: на начало года обращался единственный выпуск серии 02 объемом 4 млрд руб. с погашением в июне текущего года. Других крупных погашений в 2011 году не планируется – по евробондам сроки – октябрь 2012 года и май 2013 года. В феврале 2011 года Банк выпустил заем серии 06 размером также 4 млрд руб. и только его в настоящий момент можно считать ликвидным. Сейчас он торгуется с УТМ 7,4% / 473 дн., то есть со спрэдом к крупным частным банкам (ТОП–20) со схожими рейтингами (напомним, что у Эмитента международные рейтинги Moody's – «Вa3», Fitch – «ВВ–») порядка 50 б.п. Исходя из этого, справедливый уровень доходности для нового выпуска Кредит Европа Банка мы оцениваем в диапазоне 8,2–8,4% годовых.

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

## Новое предложение Татфондбанка – интересно по нижней границе.

Татфондбанк предложил инвесторам выпуск серии БО–02 объемом 2 млрд руб. Ориентир ставки купона – 9–9,5%, что соответствует доходности 9,2–9,73% годовых к 1,5–летней оферте. Закрытие книги заявок – 19 апреля, размещение – 21 апреля.

Основные ассоциации с Татфондбанком – республика Татарстан и Ак Барс Банк. Первое – потому что Татфондбанк является вторым по величине банком Татарстана. Второе – потому что крупнейший банк республики в прошлом году не раз озвучивал возможность объединения с Татфондбанком. В этом направлении даже были сделаны некоторые шаги, в частности Председатель совета директоров банка «Ак Барс» Роберт Мусин стал главой правления Татфондбанка. При этом одной из его задач стало приведение бизнес–процессов обоих банков «к единому знаменателю», после чего в 2013 году может быть рассмотрен вопрос об их объединении. Однако реализация данных планов мало что принесет держателям облигаций Татфондбанка, так как 1,5–летняя оферта наступает ранее озвученных сроков возможного объединения. Тем не менее, положительные моменты все же есть – заявленные планы дают дополнительную уверенность в будущем Банка. В целом, на наш взгляд, это шаг довольно оправданный, поскольку это позволит укрепить позиции АК Барс Банка на рынке Республики и получить дополнительные преимущества в конкуренции с другими кредитными организациями, приходящими на рынок Татарстана. Отчасти процедура упрощается присутствием единого ключевого акционера в капитале обоих банков – минимущества Республики Татарстан.

Отметим, что самостоятельные кредитные метрики Татфондбанка выглядят достаточно привлекательно – на начало текущего года Банк занимал 66 место по размерам в рейтинге российских банков. В настоящее время его активы выросли до 60,2 млрд руб. (по состоянию на 1 марта 2011 года). Кредитный портфель (gross) увеличился до 40,9 млрд руб. При этом как Банк не старается (в начале этого года даже объединил банкоматную сеть с сетью Русь–Банка), доля кредитов физлицам остается небольшой – всего 9% на 1 марта 2011 года. Зато уровень просроченной задолженности немного ниже среднеотраслевой – 4,2%, а покрытие ее резервами консервативное – 2,3х. При этом филиальная сеть (92 отделения) «оправдывает» себя активным привлечением средств физлиц – на их долю приходится 41% всех пассивов. Интересно, что вторым по величине источником фондирования являются собственные средства – 10 млрд руб. или 17% валюты баланса. Это заметно повышает финансовую устойчивость Кредитной организации и позволяет ей абсорбировать риски по портфелю, заметно выше нынешних.

Объем выпущенных ценных бумаг на 1 марта 2011 года был соизмерим с капиталом Татфондбанка – 9,5 млрд руб. Основная доля приходится на выпущенные облигации. Напомним, сейчас в обращении находится 5 рублевых выпусков облигаций совокупным номинальным объемом 8,5 млрд руб. По срокам исполнения обязательств отметим, что на текущий год нагрузка на денежный поток Банка достаточно ощутимая: в марте Банк уже исполнил оферту по займам серий 05 и 06 на общую сумму 4 млрд руб., выкупив бумаг на 0,5 млрд руб. В июне Банку предстоит погасить заем серии 04 на 1,5 млрд руб. и в декабре – пройти оферту по выпуску серии 07 объемом 1 млрд руб. Таким образом, новый выпуск почти не увеличивает долговую нагрузку Банка.

Отметим, что мартовские оферты Банк проходил с купоном 8,5% и 8,75% (срочность обоих выпусков была 1 год). В декабре прошлого года Татфондбанк (В2/–/–) разместился с купоном на 1,5 года в размере 9,5% без особого ажиотажа вокруг его облигаций. Ставка по новому купону интересна в диапазоне 9,0–9,3%, что соответствует доходности 9,2–9,5% к 1,5–летней оферте. Отметим, что данное предложение заметно интереснее диапазона

размещаемого в настоящее время выпуска СКБ–Банка (B2/–/B) серии БО–05 с доходностью 8,58–8,89% также к 1,5–летней оферте. При этом обращаем внимание, что выпуск серии БО–05, размещенный в конце декабря прошлого года, уже обращается заметно выше номинала – с доходностью 8,1%.

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

## ГСС открывает книгу на биржевые облигации: интересно по нижней границе.

ГСС, МСФО				
Рейтинг	FITCH "BB"			
	млн руб.	пол. 2009	пол.2010	%
Выручка	8	42	>100%	
Операционная прибыль	-868	-569	-	
ЕБИТДА	-844	-533	-	
Чистый операционный денежный поток	-3 471	-3 717	-	
Чистая прибыль	-1 874	-183	-	
% доходы	-	-	-	
% расходы	-287	-640	-	
Operating margin	отриц.	отриц.	-	
ЕБИТДА margin	отриц.	отриц.	-	
Net margin	отриц.	отриц.	-	
	2009	пол. 2010	%	
Активы	34 068	35 911	5%	
Долг	24 106	29 117	21%	
Долгосрочный долг	17 076	11 423	-33%	
Краткосрочный долг	7 030	17 694	152%	
Денежные средства и их эквиваленты	949	732	-23%	
Debt/ЕБИТДА	отриц.	отриц.	-	

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС–БАНКа

Эмитент предлагает инвесторам два выпуска на 3 млрд руб. каждый с офертой через 1 год и через 2 года. Годовые бумаги – с купоном 8,1–8,3% (УТР 8,26–8,46%), двухлетние – с 9,0–9,2% (УТР 9,2–9,4%). Закрытие книги запланировано на 22 апреля.

Вкратце напомним, что пакетом акций помимо российского правительства обладает World's Wing SA (25,0001%), структура итальянской Alenia Aeronautica, косвенно подконтрольная правительству Италии. Акционерная поддержка которая, занимает весомое место в структуре финансирования бизнеса ГСС, находит подтверждение в довольно высоких рейтингах (Fitch «BB» с «Позитивным» прогнозом). Аналогичные оценки сегодня у ряда МРК, а также Еврохима, ММК, Татнефти, Якутсэнерго. «В плюс» ГСС можно записать довольно весомый портфель заказов на 178 воздушных судов и со сроками поставок до 2015 года на сумму порядка 5,8 млрд долл. Одной из последних новостей относительно Компании, чьи финансы на сегодняшний момент не характеризуются сильными цифрами, стало то, что Аэрофлот поставил в расписание полетов SSJ–100 на 15 мая текущего года, то есть начало эксплуатации самолетов уже совсем скоро.

Предложение мы считаем интересным даже по нижней границе, предлагающей премию к обращающимся выпускам порядка 40 б.п. Стоит отметить, что новый выпуск соответствует, в том числе, новым требованиям ломбарда в части рейтинга. Мы рекомендуем, скорее, двухлетний бонд, альтернатив которому на данном отрезке дюрации практически нет. Ближайшим ориентиром может стать безрейтинговый и безломбардный выпуск Камаз БО–1, однако он стоит значительно дороже – УТР 8,0% (12.2012 г.).

Учитывая последние тенденции к активному снижению за границу объявленного диапазона доходности при формировании book–building, мы рекомендуем участие в выпуске до отметки в 8,0% (УТР) для годовых бумаг и до отметки в 8,7% (УТР) для двухлетних.

Игорь Голубев  
igolubev@nomos.ru

## Сэтл Групп: первичное предложение – пока только пре–маркетинг.

На этой неделе пре–маркетинг выпуска биржевых облигаций серии БО–1 объемом 1 млрд руб. начала компания Сэтл Групп. Индикатив ставки купона по бумагам составляет 12,0–12,7% годовых, что соответствует доходности на уровне 12,36–13,10% годовых к оферте через 1,5 года. Планируемая дата размещения – апрель–май этого года. Эмитент не новичок на долгом рынке и в настоящее время в обращении находится выпуск облигаций серии 01

(YTM 12,01%/375 дн.), который, тем не менее, не отличается ликвидностью, что затрудняет позиционирование нового займа относительно него. Вместе с тем, совсем недавно, 24 марта 2011 года, состоялось размещение биржевых облигаций эмитента из строительной отрасли компании ЛСР серии БО–3 объемом 2 млрд руб. По итогам book building ставка 1 купона по данному выпуску была установлена на уровне 9,5% годовых, что соответствует доходности 9,73% годовых к погашению через 3 года. Стоит отметить, что в ходе пре–маркетинга к облигациям ЛСР был проявлен повышенный интерес инвесторов, поскольку сначала предложенный выпуск меньшего объема серии БО–4 объемом 1,5 млрд руб. был заменен на бумаги большего номинала серии БО–3 объемом 2 млрд руб., а затем, ориентир доходности по облигациям был понижен организатором займа с 9,65–9,9% годовых до 9,5–9,65% годовых.

Финансовые результаты сравниваемых компаний за 1 пол. 2010 года (МСФО)			
млрд руб.	ЛенСпецСМУ	ЛСР	Сэтл Групп
Основные финансовые показатели			
Выручка	8,558	17,717	2,788
ЕБИТДА	3,668	2,923	0,439
Чистая прибыль	2,539	-0,613	0,176
Финансовый долг	5,365	35,891	6,421
Чистый долг	3,885	28,198	6,270
Показатели эффективности и покрытия долга			
Рентабельность ЕБИТДА	42,9%	16,5%	15,7%
Рентабельность по чистой прибыли	29,7%	-	6,3%
Чистый долг/ЕБИТДА	0,53	2,40	3,76

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКА

Между тем, ЛСР, как и Сэтл Групп, главным образом оперирует в Санкт–Петербурге, но отличается от последней более крепким кредитным профилем. Так, согласно отчетности за 1 полугодие 2010 года по МСФО, по масштабам бизнеса ЛСР превосходит Сэтл Групп в более чем 6 раз, по размеру показателя ЕБИТДА – практически в 7 раз, а соотношение Чистый долг/ЕБИТДА, по итогам 1 полугодия 2010 года было существенно ниже и составило 2,4х против 3,76х соответственно. Похожую ситуацию можно наблюдать в сравнении Сэтл Групп с другим участником долгового рынка компанией ЛенСпецСМУ (ЛСС), выручка которой за январь–июнь 2010 года была выше в 3 раза, показатель ЕБИТДА – в 8 с лишним раз, соотношении Чистый долг/ЕБИТДА составило 0,53х. Не в пользу Сэтл Групп выступает отсутствие международного кредитного рейтинга, которые присутствуют у ЛСР и ЛСС от Fitch и S&P соответственно – на уровне «В». В то же время напомним, что у Сэтл Групп на долговом рынке положительная кредитная история. Компания, несмотря на кризис, смогла в 2009 году пройти оферту по облигациям серии 01, выкупив у владельцев 60,25% выпуска на 615 млн руб. Тем не менее, учитывая заметные различия в кредитных метриках обозначенных компаний, мы считаем, что новые облигации Сэтл Групп могут подойти инвесторам готовым к очевидным рискам, которым будет интересным принять участие в размещении по верхней границе заявленного ориентира.

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

## Ярославская область: первичное предложение – интересно с доходностью 7,5–7,7% годовых.

Ярославская область 19 апреля 2011 года начнет по открытой подписке размещение 3–летних облигаций серии 34010 объемом 3 млрд руб. По выпуску предусмотрены фиксированные ставки купона: 1–4 купоны на уровне 8% годовых, 5–8 купоны – 7,75% годовых, 9–11 купоны – 7,5% годовых, последнего 12 купона – 7,25% годовых. Поэтому аукцион будет проходить по определению цены размещения. Выпуск предусматривает амортизационное погашение номинальной стоимости: 35% в дату выплаты 9 купона, 65% в дату погашения. Дюрация облигаций составляет порядка 2,47 года. Кредитный рейтинг Ярославской области от Fitch – «BB–» /Позитивный.

Регион	Основные бюджетные показатели Ярославской области за 2010 год												Долг	Долг/ Соб. дох.	% соб. дох-в	
	Доходы			Соб. Доходы			Расходы			Дефицит/Профицит						
	План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е				
млрд руб.																
Ярославская область	40,4	39,7	98,3%	27,2	26,4	97,1%	44,7	41,9	93,7%	-4,3	-2,2	51,2%	12,0	45,4%	66,5%	

Источник: данные Федерального Казначейства РФ и Минфина РФ, расчеты НОМОС–БАНКА

В настоящее время у Ярославской области в обращении находится 3 выпуска рублевых облигаций, но их доходность вряд ли сможет выступить в качестве ориентира при позиционировании нового выпуска области, поскольку два из них гасятся уже в апреле и июне этого года, а ликвидность третьего и более длинного находится на минимальном уровне. Впрочем, сейчас достаточно проблематично найти ликвидные облигации субъектов

федерации, близких к Ярославской области по масштабам бюджета и с рейтингом на уровне «BB-/BB+». К данным регионам можно отнести: Республики Коми и Чувашия, Удмуртию, Липецкую, Ленинградскую, Белгородскую, Волгоградскую и Пензенскую области. Тем не менее, установившийся за последнее время уровень доходности облигаций данных регионов, по нашим оценкам, несет премию порядка 130–150 б.п. к кривой ОФЗ на отрезке дюрации 2–3 года. В свою очередь, кредитоспособность Ярославской области по итогам 2010 года находилась на приемлемом уровне: доходы составили 39,7 млрд руб., расходы – 41,9 млрд руб., дефицит – 2,2 млрд руб., соб.доходы – 26,4 млрд руб. (или 66,5% от всех доходов), гос.долг – 11,99 млрд руб., соотношение гос.долг/соб.доходы – 45,5%. Между тем, в 2011 году бюджетом утвержден рост доли собственных доходов относительно итогов 2010 года. Так, по плану, собственные доходы должны увеличиться на 12,7% до 29,7 млрд руб., а их доля в общих доходах возрастет с 66,5% до 87,9%, что говорит о снижении зависимости бюджета региона от федерального центра. При этом уровень долговой нагрузки области, согласно прогнозу, останется на уровне 2010 года, несмотря на то, что на конец 2011 года прогнозируется рост гос.долга на 13,9% до 13,66 млрд руб., хотя соотношение гос.долг/соб.доходы составит 45,9%. Учитывая уровень кредитного качества Ярославской области, а также сложившийся спред бумаг регионов к кривой ОФЗ и дефицит «нового» предложения на долгом рынке субфедерального долга, мы считаем справедливым для облигаций Эмитента доходность 7,5–7,7% годовых при дюрации 2,47 года, что соответствует цене бумаг 101,1–100,7%.

Александр Полютов  
polyutov\_av@nomos.ru

## Субординированные облигации ЛОКО–Банка – долгосрочная, но привлекательная инвестиция.

Сегодня мы продолжаем рассматривать выпуски еврооблигаций, которые находятся в процессе размещения. Напомним – сейчас идет road show субординированного займа ЛОКО–Банка объемом 50 млн долл. сроком до 5,5 лет с ориентиром доходности 10,5–11,5% годовых. Срок обращения – до 5,5 лет.

В целом, на данном отрезке дюрации предложение бумаг частных банков ограничено – преимущественно на рынке сейчас присутствуют короткие бумаги: пусть доходность по ним не столь заманчива, зато перспективы более прозрачные в силу короткой дюрации. Опять же ликвидность повыше. С другой стороны, ЛОКО–Банку с достаточностью капитала (Н1) на 1 марта 2011 года (здесь и далее показатели приведены по РСБУ, поскольку невыполнение требований ЦБ грозит отзывом лицензии) в размере 11,75% не до ликвидности выпуска, на первое место выходит его субординированный статус (соответственно, заем уже не может быть коротким) и возможность включения займа в собственные средства. Можно было бы это сделать и через капитал 1 уровня, но за счет прибыли он пополняться не успевает (все–таки темпы роста Банка заметно выше среднеотраслевых – «+53%» по РСБУ за 2010 год), а увеличивать акционерный капитал, видимо, в планы собственников не входит. С другой стороны, это вполне понятно: на 1 марта соотношение капиталов 1 и 2 уровней было 84:26 – вполне консервативно и позволяет увеличивать долю дополнительного капитала. Конечно, это потребует дополнительных процентных платежей, однако, с учетом активного кредитования малого и среднего бизнеса (55% кредитного портфеля) и розницы (11%), мы полагаем, что стоимость данного фондирования вполне приемлемая для ЛОКО–Банка. К минусам выпуска можно отнести небольшие размеры займа, что снижает интерес к нему.

Возвращаясь к рынку еврооблигаций, отметим, что с погашением в 2015–2016 годах сейчас обращаются субординированные выпуски Промсвязьбанка (Ba2 / – / BB–) (YTM 7,69% к погашению в мае 2015 года и YTM 7,88% к июлю 2016 года), Банка Русский Стандарт (Ba3 / B+ / B+) (YTM 7,52% к декабрю 2015 года) и МБРР (B1 / – / B+) (YTM 8,37% к марту 2016 года). С одной стороны, эти банки в разы крупнее ЛОКО–Банка (B2/–/B+) и с более высокими международными рейтингами. С другой стороны, у Банка достаточно прочное финансовое состояние (см. наш обзор от 25 января 2011 года [http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytics/special/Research\\_LOKO-Bank\\_25012011.pdf](http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytics/special/Research_LOKO-Bank_25012011.pdf)) и привлекательная акционерная структура (блок пакет приходится на зарубежные финансовые организации IFC (15%) и East Capital (11%)). Исходя из этого, мы оцениваем справедливый уровень доходности для данного выпуска при сроке 5,5 лет – 10,5–11,0%.

Елена Федоткова  
fedotkova\_ev@nomos.ru

# Контактная информация

<b>НОМОС-БАНК (ОАО)</b>	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
<b>Старший Вице-президент</b>	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
<b>Департамент долговых инструментов</b>	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
<b>Директор департамента</b>	Голованов Валерий / ext.4424 Цвеляк Евгений / ext. 3581	golovanov_vn@nomos.ru tsvelyak_ea@nomos.ru
<b>Аналитика</b>	<b>(495) 797-32-48</b>	<b>research@nomos.ru</b>
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Полютов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
<b>Департамент операций на финансовых рынках</b>	(495) 797-32-48	
<b>Директор департамента</b>	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
<b>Руководитель группы портфельных менеджеров</b>	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
<b>Начальник Управления продаж</b>	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
<b>Клиентский менеджер</b>	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
<b>Клиентский менеджер</b>	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
<b>Департамент брокерского обслуживания и управления активами</b>	(495) 797-32-48	
<b>Заместитель директора департамента</b>	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
<b>Начальник отдела поддержки клиентов</b>	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

## Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.