

Мониторинг первичного рынка

1 июля 2011 года

Календарь событий

Облигации, book-building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Лом бард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
ФСК ЕЭС 13 - NEW	Baa2 / BBB / -	да	10 000	4 июл	5 июл	8,90 - 9,20% / 9,10 - 9,41%	8,6/8,78%	-/10	от 9,4%
Банк Зенит 05 - NEW*	Ba3/-/B+	да	5 000	4 июл	5 июл	7,5%/цена 100,5-100,75% / 7,05%-6,75%	n/a	0,85/1,85	от 6,75%
ЛК Уралсиб БО-04	- / - / B+	да	3 000	5 июл	7 июл	8,5-8,8% / 8,77-9,09%	n/a	амортиз. / 3	от 8,8%
Новиком банк БО-01	B2 / - / -	нет	3 000	5 июл	7 июл	8,5-9% / 8,68-9,19%	n/a	2 / 3	от 8,9%
РСХБ 14 - NEW	Baa1/-/BBB	да	10 000	7 июн	12 июл	7,90-8,10%/8,06-8,26%	n/a	4/10	от 8%
СКБ-Банк БО-06	B1 / - / B	да	2 000	8 июл	12 июл	8,4-8,75% / 8,58-8,94%	n/a	2 / 3	от 8,6%

Ев рооблигации

The Seventh Continent NEW	-/-/-	Нет	650 mln USD	n/a	n/a	9,75%/цена 105,3-106,5% от номинала -7,9-7,5%	n/a	амортиз. 3,4 года/4	Размещение требует дополнительной премии
----------------------------------	-------	-----	-------------	-----	-----	---	-----	---------------------	--

Итоги размещения и закрытие книг на этой неделе

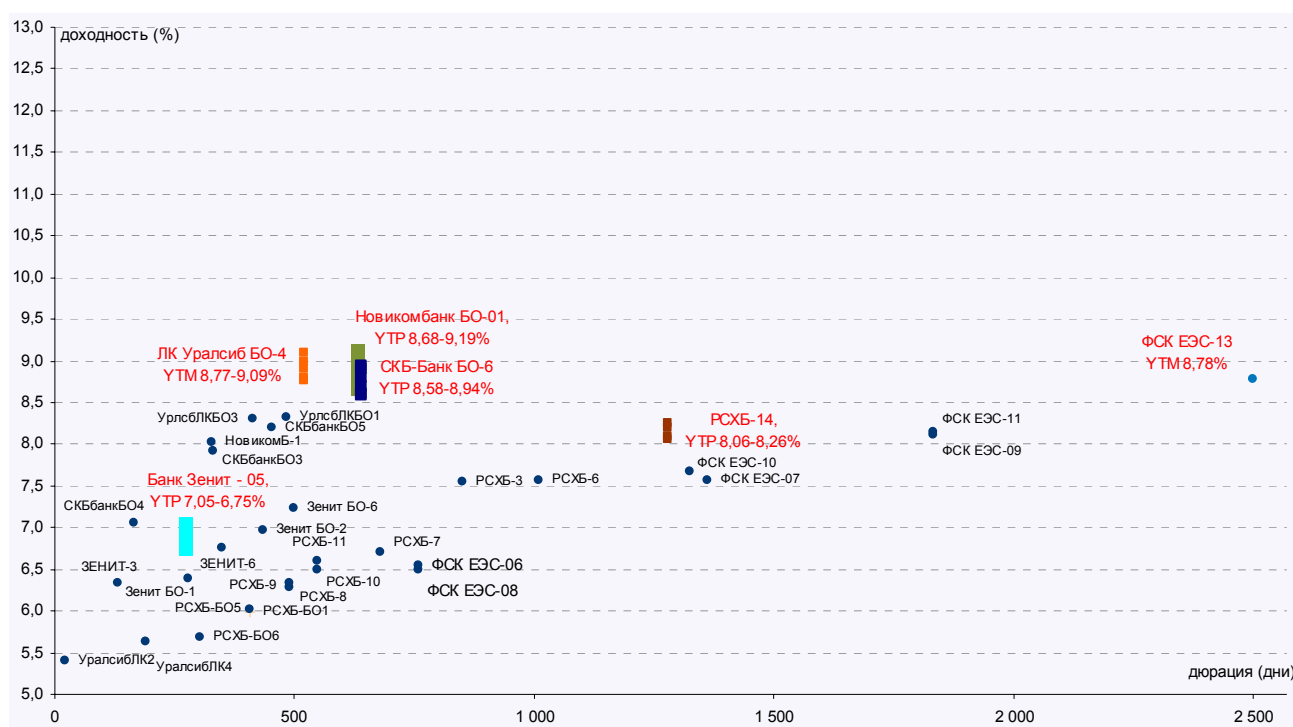
Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Лом бард ЦБ	Объем	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет	
Буровая компания Евразия 01	- / - / BB	нет	5 000	27 июн	29 июн	8,4-8,5%/8,58-8,68%	8,4%/8,58%	5 / 7	
Энел ОГК-5 БО-18	Ba3 / - / -	да	5 000	27 июн	29 июн	7,25-7,5%/7,38-7,64%	7,1%/7,23%	- / 3	
КБ Кедр БО-01	B2 / - / -	нет	1 500	24 июн	28 июн	9,25 - 9,5% / 9,46 - 9,73%	9,25%/9,46%	1,5 / 3	
Русфинанс Банк БО-01	Baa3 / - / -	да	4 000	30 июн	4 июл	7,15-7,25%/7,28-7,38%	7,15%/7,28%	2 / 3	

* - вторичное размещение

Комментарии:

«Седьмой континент»: размещение CLN потребует дополнительную премию к индикативу по цене.	2
Банк ЗЕНИТ: вторичное предложение серии 05 интересно.	3
РСХБ: интересно от 8% и выше.	4
Новый фонд ФСК ЕЭС – 10 лет смотрится довольно агрессивно. Выпуск интересен по верхней границе.	5
ЛК Уралсиб: выпуск получился коротким и доходным.	6
Новикомбанк: ожидаем размещение на уровне доходности 8,9% и выше.	8
СКБ–Банк: размещение на позитивной волне повышения рейтинга, ждем доходность от 8,6%.	9

Распределение доходностей бумаг эмитентов первичного рынка



«Седьмой континент»: размещение CLN потребует дополнительную премию к индикативу по цене.

На этой неделе «Седьмой континент» предложил инвесторам кредитные ноты на сумму 200 млн долл. Причем, данный выпуск являлся вторичным предложением по CLN Компании на сумму 650 млн долл., в которые был «упакован» кредит Ритейлера перед банком ВТБ (предоставлен в октябре 2010 года). Эмитентом займа является компания Northern Lights B.V., гарантами выступают дочерние компании Группы, занимающиеся розничной торговлей и управлением имуществом, а также лично основной бенефициар Компании А.Занадворов. Структурой выпуска предусмотрены следующие финансовые ковенанты, базирующиеся на МСФО: соотношение Долг/EBITDA не более 4,5х в 2011 году, 3,5х – в 2012 году, 3,0х – после 2012 года; капитальные расходы в 2010–2011 годы не выше 120 млн долл., в 2012–2015 годы – 40 млн долл.; размер консолидированного долга не более 750 млн долл.; отношение суммы кредита к рыночной (или оценочной) стоимости заложенного имущества не выше максимального значения 85%. Столь обширный перечень финансовых ковенант, вероятно, призван добавить уверенности инвесторам в данный заем, учитывая минувший опыт реструктуризации в рублевых облигациях Компании серии 02 объемом 7 млрд руб., которая состоялась в кризисный 2009 год. Отметим, что Ритейлеру удалось разрешить данные трудности и исполнить все обязательства перед владельцами бумаг. Вместе с тем, «Седьмой континент» заметно отстает от конкурентов в развитии, показав рост выручки за 2010 год всего на 3,8% до 46,3 млрд руб. против более 20% прироста у крупнейших игроков отрасли (Х5 – до 342,7 млрд руб., Магнита – до 236,2 млрд руб.). В то же время Компании удалось удержать маржинальность бизнеса за прошлый год на среднеотраслевом уровне (рентабельность EBITDA составила 8,6% против 7,5–8,1% у конкурентов), но долговая нагрузка приобрела существенные значения (Чистый долг/EBITDA – 5,5х против 4,05х у Х5 с наиболее высоким уровнем долга, а у Магнит – 1,34х).

Вместе с тем, по кредитным нотам «Седьмого континента» установлен ежеквартальный купон на уровне 9,75% годовых. При этом организатор маркирует выпуск CLN по цене 105,3–106,5%, что соответствует доходности 7,9–7,5% годовых к погашению в октябре 2015 года (дюрация 3,4 года). Обозначенный диапазон доходности предлагает значительную премию к кривой доходности бумаг еврооблигаций России – порядка 460–500 б.п. Тем не менее, похожую премию можно найти в выпусках компаний, но из более маржинальных отраслей, например, совсем недавно разместился евробонд Кокса–16, торгующийся с доходностью 7,49% при дюрации 4,21 года.

Мониторинг первичного рынка

1 июля 2011 года

3

причем у Компании имеется кредитный рейтинг от Moody's (B2) и S&P (B). Кроме того, на рынке присутствуют еврооблигации и с большей доходностью – Казаньоргсинтез-15 (YTM 8,9–9,2%/3,11 года), по которым также ранее был допущен дефолт. Таким образом, мы считаем, что обозначенный диапазон доходности по CLN «Седьмого континента» является довольно агрессивным, что может затруднить его размещение

Банк ЗЕНИТ: вторичное предложение серии 05 интересно.

Банк ЗЕНИТ открыл книгу на вторичное размещение выпуска серии 05 объемом 5 млрд руб. При этом объем вторичного размещения – 2,3 млрд руб. Дата предстоящей оферты – июнь 2012 года, таким образом срок выпуска менее 1 года. Ставка купона по облигациям составляет 7,5%, при этом в рамках открытой книги будет определяться цена размещения. Предложение Эмитента – 100,5–100,75% от номинала, что будет соответствовать диапазону доходности 7,05–6,75% годовых. Закрытие книги – 4 июля 2011 года.

В пользу выпуска говорит тот факт, что он уже торгуется в котировальном списке «А1» и входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ. Таким образом, ликвидности выпуска ничего не препятствует. По своим финансовым показателям и рейтингам Банк ЗЕНИТ (Ba3/-/BB-) сравним с НОМОС-БАНКом (Ba3/-/BB-), Промсвязьбанком (Ba2/-/BB-), МДМ-Банком (Ba2/B+/BB) и Банком Санкт-Петербург (Ba3/-/-), при этом он отличается от перечисленных кредитных организаций (по итогам 2010 года по МСФО) более высоким уровнем достаточности капитала (16,3%) и более низкой маржинальностью (3,9%). Однако по размеру бизнеса Банк смотрится скромнее – в рейтинге российских банков занимает 22 место, не войдя вместе с перечисленными кредитными организациями в ТОП-20 российских банков. И по рейтингам Эмитент немного, но все же «отстает» из-за оценки Fitch «В+». Последние два фактора могут потребовать минимальную премию к выпускам других крупных банков – 15–20 б.п.

Отдельные показатели деятельности банков по МСФО

	НОМОС-БАНК			Промсвязьбанк			МДМ Банк			Банк Санкт-Петербург			ЗЕНИТ		
Рейтинги (M / S&P / F)	Ba3 / - / BB-			Ba2 / - / BB-			Ba2 / B+ / BB			Ba3 / - / -			Ba3 / - / B+		
Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%
Активы	277	530	91%	471,21	475,13	1%	403	383	-5%	236	273	16%	186	200	7%
Кредиты (net)	163	339	109%	266	311	17%	237	234	-1%	158	183	16%	101	127	26%
Кредиты (gross)	180	355	97%	305,27	348,62	14%	281	266	-5%	174	202	16%	109	137	25%
доля в активах	58,7%	64,0%	---	56,5%	65,4%	---	58,8%	61,0%	---	67,1%	67,1%	---	54,4%	63,6%	---
NPL (>90дн.)	6,2%	2,4%	---	12,3%	9,2%	---	17,4%	14,4%	---	7,4%	5,1%	---	n / a	n / a	---
уровень резервов	9,5%	4,4%	---	12,7%	10,8%	---	15,7%	11,9%	---	9,1%	9,6%	---	7,5%	7,2%	---
Вложения в финансовые активы	59	82	39%	48	49	2%	26	28	11%	30	37	24%	16	24	46%
доля в активах	21,4%	15,5%	---	10,2%	10,3%	---	6,3%	7,4%	---	12,7%	13,7%	---	8,7%	11,8%	---
Средства клиентов	134	313	134%	297,05	289,55	-3%	195	225	16%	176	192	9%	105	116	11%
доля в активах	48,4%	59,1%	---	63,0%	60,9%	---	48,3%	58,8%	---	74,7%	70,4%	---	56,3%	58,1%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	22,6%	15,6%	---	14,3%	14,4%	---	21,3%	20,3%	---	15,2%	12,7%	---	18,6%	16,3%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)**	18	20	17%	26	21	-20%	21	18	-16%	10	12	15%	8	7	-8%
Прибыль**	4,3	10,4	145%	-0,6	2,5	---	-1,4	2,1	-250%	0,6	4,1	543%	2,1	3,7	75%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%	2009	2010	%
Рентабельность собственных средств	12,2%	18,1%	5,9%	отриц.	6,0%	---	отриц.	3,3%	---	2,9%	15,3%	12,4%	11,5%	17,5%	6,0%
Рентабельность активов	1,6%	2,6%	1,0%	отриц.	0,5%	---	отриц.	0,5%	---	0,3%	1,6%	1,3%	1,1%	1,9%	0,8%
C / I	29,2%	43,0%	13,8%	39,1%	52,8%	13,6%	43,1%	64,6%	21,5%	25,1%	31,6%	6,5%	42,9%	51,0%	8,1%
NIM*	7,7%	5,3%	-2,4%	5,9%	5,8%	-0,1%	6,9%	5,6%	-1,3%	5,2%	4,9%	-0,3%	4,6%	3,9%	-0,7%

* для Промсвязьбанка и МДМ Банка данные приведены за Q4 2010 и Q4 2009

** для НОМОС-БАНКа - данные посчитаны, исходя из консолидации показателей Ханты-Мансийского Банка с начала 2010 года

Источник: данные банков, расчеты НОМОС-БАНКа

Если мы посмотрим на выпуски обращающихся бумаг перечисленных эмитентов, то в качестве альтернативы, исходя из срока до оферты по новому выпуску менее 1 года, можно назвать бумаги Банка Санкт-Петербург серии

БО-02 (6,9% / 264 дн.), МДМ-Банка серии 07 (6,4% / 355 дн.) и Промсвязьбанка серии 05 (6,3% / 314 дн.). Таким образом, премия по вновь размещаемому выпуску составляет от 40 б.п., что не может не вызвать интереса со стороны инвесторов. Однако охладить его способно количество уже обращающихся выпусков с дюрацией до 1,5 года: серий 03 (6,2% / 131 дн.), БО-01 (6,4% / 278 дн.), БО-02 (7% – 432 дн.) и БО-06 (7,2% / 497 дн.). Интересно, что последние сделки с размещаемым займом серии 05 проходили на уровне 6,9%.

Во вторичном размещении Банка ЗЕНИТ мы рекомендуем участвовать по нижней границе предлагаемого диапазона, что будет как включать в себя небольшую премию к бумагам более крупных российских частных банков, так и соответствовать сложившимся доходностям других выпусков Банка ЗЕНИТ.

Федоткова Елена
fedotkova_ev@nomos.ru

РСХБ: интересно от 8% и выше.

Ориентир ставки 1 купона по облигациям ОАО «Россельхозбанк» серии 14 объемом 10 млрд руб. находится в диапазоне 7,90% – 8,10% годовых, что соответствует доходности к 4-летней оферте на уровне 8,06% – 8,26%. Срок обращения займа составит 10 лет. Напомним, что сбор заявок на облигации указанного займа продлится до 7 июля 2011 года включительно. Техническое размещение состоится 12 июля 2011 года.

В целом, наши ожидания возможного диапазона доходности размещения были несколько ниже – 7,8–8,0% годовых (см. наш обзор от 217 июня http://st.finam.ru/ipoc/comments/_Daily_27_06_2011.pdf). С другой стороны, как мы видим, интерес с 4-летним обязательством сейчас достаточно высокий. Свидетельство тому – прошедшее с 3-кратным переспросом размещение 4-летних ОФЗ с доходностью 7,08%. Если мы посмотрим на доходности обращающихся выпусков, то премия к кривой ОФЗ составляет порядка 50–70 б.п. на отрезке 3 года, и расширяется до 100 б.п. на сроках свыше 3 лет. Таким образом, при текущей конъюнктуре интересным мы видим уровень доходности нового выпуска РСХБ около 8% и выше.

Отдельные показатели деятельности банков по МСФО												
	Сбербанк			ВТБ			ГПБ			РСХБ		
Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	%	2009	2010 (с ТКБ)	%	2009	2010	%	2009	2010	%
Активы	7 105	8 629	21%	3 611	4 291	19%	1 741	1 952	12%	831	931	12%
Кредиты (net)	4 864	5 489	13%	2 310	2 785	21%	749	1 033	38%	584	689	18%
Кредиты (gross)	5 444	6 192	14%	2 545	3 060	20%	805	1 084	35%	614	746	21%
доля в активах	68,5%	63,6%	-4,8%	64,0%	64,9%	0,9%	43,0%	52,9%	9,9%	70,4%	74,0%	3,6%
NPL (>90дн.)	8,4%	7,3%	-1,1%	9,8%	8,6%	-1,2%	3,9%	2,1%	-1,8%	4,3%	7,6%	3,3%
уровень резервов	10,7%	11,3%	0,6%	9,2%	9,0%	-0,2%	6,9%	4,7%	-2,2%	4,9%	7,6%	2,8%
Портфель ценных бумаг	1 061	1 824	71%	389	417	7%	182	230	71%	69	80	71%
доля в активах	14,9%	21,1%	6,2%	10,8%	9,7%	-1,0%	10,4%	11,8%	1,3%	8,4%	8,6%	0,2%
Средства клиентов	5 439	6 651	22%	1 569	2 213	41%	881	1 185	35%	230	386	68%
доля в активах	76,5%	77,1%	0,5%	43,4%	51,6%	8,1%	50,6%	60,7%	10,2%	27,7%	41,5%	13,8%
Коэффициент достаточности общего капитала	18,1%	16,8%	-1,3%	20,9%	16,8%	-4,1%	14,8%	16,8%	2,0%	n/a	n/a	n/a
Чистые процентные доходы (до резервов)	503	496	-1%	152	171	12%	35	32	-8%	35	52	47%
Прибыль	24	182	644%	-60	55	---	59	66	13%	0,3	0,4	47%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	%	2009	2010 (с ТКБ)	%	2009	2010	%	2009	2010	%
Рентабельность собственных средств	3,2%	20,6%	17,4%	-13,7%	10,3%	---	36,4%	29,6%	-6,8%	0,3%	0,3%	0,0%
Рентабельность активов	0,4%	2,3%	1,9%	-1,6%	1,5%	---	3,1%	3,7%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
C / I	35,4%	42,4%	7,0%	45,7%	43,0%	-2,7%	18,9%	32,1%	13,2%	58,4%	44,6%	-13,7%
NIM	7,8%	6,6%	-1,2%	4,6%	5,0%	0,4%	2,6%	2,5%	-0,1%	n/a	n/a	n/a

Источник: данные компании, расчеты НОМОС-БАНКА

Федоткова Елена
fedotkova_ev@nomos.ru

Новый бонд ФСК ЕЭС – 10 лет смотрится довольно агрессивно. Выпуск интересен по верхней границе.

ФСК продолжает выстраивать свою кривую и выходит на рынок с 10-летними бондами объемом в 10 млрд руб. Бумаги предлагаются с купоном в диапазоне 8,9–9,2%, что транслируется в доходность 9,1–9,41%. Книга закрывается 1 июля. Сегодня, согласно сообщениям организатора бумаги предлагаются с купоном в 8,6%, что формирует доходность как 8,78%

Прежде всего, отметим, что предложение станет самым длинным в сегменте корпоративных бумаг. На сегодняшний день среди обращающихся выпусков наиболее ликвидные формируют спред к кривой РФЗ порядка 90–100 б.п. На длинном отрезке дюрации кривой госбумаг наиболее ликвидным является выпуск серии 26205 со схожей с новым бондом ФСК дюрацией. Последние торги по нему проходили при доходности в 8,33%. Таким образом, первичное предложение от ФСК будет сохранять существующий спред вторичного рынка, начиная от отметки в 8,2–8,3% годовых. Вместе с тем, столь агрессивная дюрация все же должна давать дополнительную премию к обозначенным выше уровням, что соответственно, по нашему мнению, делает предложение интересным по верхней границе объявленного диапазона. Мы также считаем, что выпуск может характеризоваться довольно «посредственной» ликвидностью, что способно выступить дополнительным барьером для участия в размещении.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

млрд руб.	ФСК ЕЭС, МСФО		
	2009	2010	%
Основные финансовые показатели			
Выручка	87,6	113,3	29%
Операционная прибыль	-86,3	22,8	-
EBITDA*	34,9	53,0	52%
Операционный денежный поток	32,5	53,4	65%
Чистая прибыль	-64,0	18,4	-
% расходы	1,5	0,62	-58%
Operating margin	отриц.	20%	-
OIBDA margin	39,8%	47%	7%
Net margin	отриц.	16%	-
	2009	2010	%
Активы	975,15	1 071,65	10%
Внеоборотные активы	849,03	880,85	4%
Основные средства	739,04	851,23	15%
Долг	13,50	57,39	325%
Долгосрочный	6,00	50,00	733%
Краткосрочный	7,50	7,39	-2%
Денежные средства и их эквиваленты	33,70	13,57	-60%
Чистый долг	-20,20	43,81	-317%
Debt/EBITDA	0,25	1,08	0,83
Net Debt/EBITDA	-0,38	0,83	1,21
Debt/Assets	0,01	0,05	0,04

* при расчете показателя за 2009 год исключается убыток от переоценки основных средств в размере 104,5 млрд руб.

Источник: данные компании, расчеты НОМОС-БАНКА

ЛК Уралсиб: выпуск получился коротким и доходным.

22 июня «Лизинговая компания УРАЛСИБ» (В+ / Стабильный) начала сбор заявок на биржевые облигации серии БО-04 объемом 3 млрд руб. Заккрытие книги – 05 июля 2011 года. Объявленный ранее организатором ориентир по ставке купона находился в диапазоне 8,5–8,8% годовых. Срок обращения займа – 3 года, оферта не предусмотрена. Выпуск имеет амортизационную структуру погашения номинала.

В целом, финансовое состояние Компании достаточно стабильное, однако ряд финансовых показателей имеют отрицательную динамику. Начиная с 2009 года Компания вела себя достаточно избирательно при формировании портфеля, отдавая предпочтение крупным корпоративным, а не розничным клиентам, что вкупе с сокращением количества сделок привело к 2–кратному снижению процентных доходов (до 3,1 млрд руб.). Чистые инвестиции в лизинг упали до 12,9 млрд руб., то есть на 40%. Ситуация стала заметно меняться к концу 2010 года, когда объем нового бизнеса составил 4,1 млрд руб. (9,2 млрд руб. за весь 2010 года). По словам менеджмента, в 1 квартале текущего года данный показатель вырос до 9,1 млрд руб., то есть соразмерно всему прошлому году. При этом налицо рост концентрации на конкретных направлениях деятельности. Так, по итогам прошлого года 44% пришлось на ж/д транспорт. По итогам 1 квартала 2011 года – уже 66%. На наш взгляд, это в большей степени связано с созданием СП с вагоностроительным предприятием Азовмаш. С одной стороны, данный фактор позволяет Компании улучшить качество активов (в том числе ввиду ликвидности предмета лизинга) и повысить финансовую устойчивость ЛК Уралсиб, с другой – может постепенно привести к повышенным рискам ввиду снижения диверсификации деятельности. Среди положительных факторов выделим снижение уровня просроченной задолженности с 7,9% до 5,6%, что стало возможным за счет проведенной Компанией работы с контрагентами и продаже имущества.

Финансовые показатели деятельности ЛК Уралсиб по МСФО			
000 000 RUR	МСФО		
	2009	2010	%
Объем лизингового портфеля (Эксперт РА)	41 272	25 541	-38%
Объем лизингового портфеля (данные Компании)	---	---	---
Moody's	---	---	---
Fitch	B+/Herat.	B+/Стаб.	---
S&P	---	---	---
	2009	2010	%
Assets	32 973	26 503	-20%
Net investments in finance lease (NIL)	21 504	12 866	-40%
Overdue	7,9%	5,6%	---
Reserves for Impairment Loans / Gross Loans	11,3%	11,9%	---
Debt	24 925	20 330	-18%
Equity	7 796	5 413	-31%
Interest Income	6 238	3 079	-51%
Net Interest Income	3 083	892	-71%
Impaired of interest earning assets	1 907	476	-75%
Net Income	320	-1 775	---
NIM	11,3%	5,1%	---
ROAA	0,9%	отриц.	---
ROAE	6,0%	отриц.	---
Capital adequacy	23,5%	20,4%	---

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКа

Несмотря на отрицательный результат, полученный в 2010 году, ЛК Уралсиб ожидает улучшение ситуации в 2011 году как ввиду улучшения конъюнктуры и роста масштабов бизнеса, так и в результате технических моментов по составлению отчетности, поскольку доходы отражаются соразмерно внесенным авансовым платежам. Кроме того часть убытков Компания отразила ввиду примененных дисконтов по изъятым предметам лизинга.

С точки зрения структуры пассивов также стоит отметить по-прежнему высокую долю достаточности капитала – 20,4% (23,5% на конец 2009 года), несмотря на полученный убыток, что объясняется в том числе сокращением активов. В целом же сохранение высокой доли собственных средств положительно влияет на кредитное качество Компании. В обязательствах из существенных моментов выделим снижение доли ФК Уралсиб в кредитном портфеле с 49% до 25%. Замещение в основном происходило за счет заимствований на долгом рынке. 2011 год обещает быть для Эмитента «спокойным» – из крупных выплат только погашение займа серии 02 объемом 5 млрд руб., осуществление которого, по данным Компании, планируется за счет аккумулирования необходимой

ликвидности, включая собственные средства. При этом стоит отметить, что поток поступающих лизинговых платежей ежемесячно сейчас достаточно «скромный» – 1,05 млрд руб., однако его хватает для обслуживания долга.

Возвращаясь к текущему размещению, отметим, что предлагаемому диапазону по ставке купона соответствует уровень доходности 8,77–9,09% годовых. При этом за счет амортизационной структуры дюрация бумаг составляет порядка 1,5 лет, хотя не стоит забывать, что срок до погашения – 3 года, что все же потребует премии к обращающимся выпускам. В настоящее время условно ликвидными можно назвать бумаги ЛК УРАЛСИБ серий 03 и 05 – хоть и скромные, но все же обороты в этих выпусках присутствуют. Доходности – 6,42% / 232 дня и 7% / 203 дня соответственно. Достаточно много проходит сделок с обязательствами серии 02, однако с учетом погашения в июле 2011 года он нам не интересен для сравнения. Принимая во внимание доходности текущих выпусков, а также котировки бумаг Центр-инвеста, СКБ-Банка, МКБ и других представителей финансового сектора со схожим рейтингом, мы считаем предложенный диапазон интересным уже по нижней границе.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Новикомбанк: ожидаем размещение на уровне доходности 8,9% и выше.

АКБ «НОВИКОМБАНК» открыл книгу заявок на биржевые облигации серии БО–01 номинальным объемом 3 млрд руб. Заявки инвесторов принимаются до 5 июля 2011 года включительно. Размещение бумаг на ФБ ММВБ предварительно запланировано на 7 июля 2011 года. Срок обращения выпуска составит 3 года, предусмотрена 2–летняя оферта. Ориентир ставки 1 купона находится в диапазоне 8,5–9,0% годовых, доходность – 8,68–9,19% годовых.

Новикомбанк должен был запомниться инвесторам благодаря достаточно успешному для банка с рейтингом «B2» дебютному размещению в ноябре прошлого года (см. наш комментарий к размещению <http://bonds.finam.ru/comments/item20B88/rqdate7DA0A1D/default.asp>). Затем мы могли наблюдать рост котировок, демонстрирующий, что потенциал бумаги еще не исчерпан, впрочем, тут оказала положительное влияние и конъюнктура рынка в целом. Кроме того выпуск Банка оказался в числе «закрывающих» Ломбардный список, которые успели в него войти перед повышением требований к рейтингам бумагам.

Отдельные показатели деятельности Новикомбанка по МСФО, млрд руб.			
Рейтинги (M / S&P / F)	B2/ - / -		
Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	2010 / 2009
Активы	39 487	62 715	59%
Кредиты (net)	21 242	26 558	25%
Кредиты (gross)	23 492	30 164	28%
доля в активах	53,8%	42,3%	---
NPL (>90дн.)	7,5%	4,5%	---
уровень резервов	9,6%	12,0%	---
Вложения в финансовые активы	7 167	21 806	204%
доля в активах	18,2%	34,8%	---
Средства клиентов	24 347	40 973	68%
доля в активах	61,7%	65,3%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	20,9%	13,7%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	2 548	2 594	2%
Прибыль	283	632	123%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2010 / 2009
Рентабельность собственных средств	5,7%	10,9%	5,2%
Рентабельность активов	0,8%	1,2%	0,4%
C / I	29,7%	36,3%	6,6%
NIM	7,8%	4,8%	-3,0%

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКА

Напомним, что ключевым преимуществом Банка, безусловно, стоит назвать его близкие отношения с «Ростехнологиями», «Рособоронэкспортом», «Оборонпромом» и проч. При этом во главе совета директоров

Новикомбанка стоит С.В.Чемезов – Генеральный директор ГК «Ростехнологии», что также укрепляет позиции Эмитента в отношении перечисленных выше структур. Кроме того существенное влияние на бизнес Эмитента оказывает АвтоВАЗ, которому принадлежит около 20% в капитале Банка. Все это вкуче определяет бизнес Банка: у него практически отсутствует филиальная сеть – 4 филиала и 1 доп.офис, и этого, видимо, вполне достаточно для обслуживания той клиентской базы, которая сформировалась с участием акционерной структуры и топ-менеджмента. Кредитование ориентировано исключительно на корпоративных клиентов, а фондирование за счет средств клиентов обеспечивает более половины пассивов Банка. При этом Банк демонстрирует неплохие темпы роста: с момента размещения Эмитент заметно прибавил «в весе», поднявшись с 72 места на 1 октября 2010 года до 59 позиции на 1 апреля 2011 года в рейтинге российских банков.

В настоящее время обращающийся выпуск не очень ликвиден, но, на наш взгляд, на него можно ориентироваться при позиционировании нового займа – торгуется с доходностью 7,8–8% к оферте в мае 2012 года. Таким образом, с учетом увеличения дюрация мы ожидаем размещение на уровне 8,9% и выше. При этом обращаем внимание, что данный выпуск в Ломбардный список уже не войдет.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

СКБ–Банк: размещение на позитивной волне повышения рейтинга, ждем доходность от 8,6%.

СКБ–Банк открыл книгу заявок на заем серии БО–06 объемом 2 млрд руб. Заккрытие – 8 июля 2011 года. Размещение бумаг на ФБ ММВБ предварительно запланировано на 12 июля 2011 года. Инвесторам предложен ориентир купона 8,4–8,75% годовых, что соответствует диапазону доходности 8,58–8,94% годовых к 2–летней оферте.

Отдельные показатели деятельности СКБ-Банка по МСФО			
Рейтинги (M / S&P / F)	B1 / - / B		
Показатели отчетности, млн руб.	2009	2010	%
Активы	59 391	82 897	40%
Кредиты (net)	30 692	48 889	59%
Кредиты (gross)	33 758	52 451	55%
доля в активах	51,7%	59,0%	---
NPL (>90дн.)	8,4%	6,1%	---
уровень резервов	9,1%	6,8%	---
Вложения в финансовые активы	10 877	13 850	27%
доля в активах	18,3%	16,7%	---
Средства клиентов	44 271	61 173	38%
доля в активах	74,5%	73,8%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	17,0%	12,8%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	2 687	3 450	17%
Прибыль	156	712	145%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	%
Рентабельность собственных средств	2,9%	12,4%	9,5%
Рентабельность активов	0,3%	1,0%	0,7%
C / I	55,9%	65,2%	9,2%
NIM	6,1%	5,7%	-0,4%

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС–БАНКа

Напомним, что СКБ–Банку недавно агентство Moody's повысило рейтинг до «B1», что означает возможность включения бумаг Банка в Ломбардный список ЦБ и подтверждает стабильное положение Кредитной организации. Таки образом, выход на долговой рынок сразу после столь заметного события вполне оправдан.

В прошлом году активы Эмитента выросли на 40%, кредитный портфель (gross) – на 55%. На текущий год у СКБ–Банка запланирован рост бизнеса на уровне 45%. Несмотря на то, что Банк занимает 46 место в рейтинге российских банков, основной группе инвесторов его логотип не «примелькался», что связано с отсутствием стремления у Кредитной организации выходить на рынки Москвы и Санкт–Петербурга, которые менеджмент не рассматривает в качестве приоритетных. С учетом ориентированности на мелкую розницу (кредиты от 50 до 200

тыс. руб.) Банк охотнее идет в небольшие города (от 50 тыс. населения) с более «дисциплинированным» клиентом, под которого «заточены» его скорринговые модели. Модель развития напоминает Банк Восточный Экспресс («В2»), только на Дальний Восток выходить Эмитент собирается в текущем году. Консервативная модель развития и приводит к низкому уровню NPL (90+) – 6,1% на конец 2010 года. Интересно, что основное давление на показатель оказывают отнюдь не розничные кредиты, на которые приходится порядка половины кредитного портфеля, – здесь NPL складывается на уровне 6%. Ключевым фактором стало финансирование малого и среднего бизнеса (менее 20% портфеля), где доля «неработающих» кредитов составила 9%. По оценке Банка, это связано с уязвимым положением последнего во время кризиса, когда при довольно агрессивной стратегии развития компании столкнулись с неплатежами и отсутствием заказов. Смягчили данный показатель корпоративные кредиты (менее 40% портфеля), где NPL составляет порядка 3%.

С точки зрения корпоративного бизнеса, важным для оценки финансовой устойчивости является тот фактор, что ТМК, аффилированная с Банком через основного (72,72%) собственника Кредитной организации Д.Пумпянского, не является стратегическим заемщиком. Последнее могло бы как усилить (годовая выручка компании 3,4 млрд долл.) кредитный портфель СКБ–Банка, так и ослабить в силу непрозрачных условий предоставления средств. По словам менеджмента, участие Д.Пумпянского в бизнесе Банка ограничивается Советом Директоров. При этом ощущается серьезная поддержка при формировании капитала Эмитента. В частности, на июнь текущего года запланировано его пополнение через субординированный заем в размере 1,4 млрд руб. (предварительные данные).

В целом, акционерную структуру Банка мы оцениваем как достаточно сильную, что также, видимо, оказало влияние на формирование рейтинга. Напомним, что блокпакет (25%+1акция) принадлежит ЕБРР, и в 2007–2008 годах Эмитент получил от данной международной организации пополнение капитала на 1,3 млрд руб. Участие в допэмиссиях происходит у собственников на паритетных началах. В 4 квартале 2011 года возможно очередное вливание в капитал 1 уровня. Условия исполнения нормативов ЦБ для Банка, в силу заметно выше среднеотраслевых темпов роста, становятся актуальными для Эмитента. Напомним, Н1 сейчас у него находится на уровне 12,5% (при минимально допустимых 10%).

Также в пользу кредитного профиля Банка говорит запас ликвидности: объем денежных средств и их эквивалентов поддерживается на уровне около 10% от совокупных активов. Еще около 15% приходится на портфель ценных бумаг, который почти в равных долях формируют госдолг, обязательства банков и корпоративные бумаги (преимущественно «голубые фишки»). Таким образом, «запас прочности» у СКБ–Банка существенный. Можно было с большей скептичностью относиться к его размерам с учетом того, что до 75% пассивов сформировано средствами клиентов (из них почти 60% – средства физлиц), однако политика Банка направлена на привлечение долгосрочного фондирования (сроком до 3 лет) за счет данного источника, и это ему удастся. Последнее уравнивает долгосрочную структуру кредитного портфеля.

В силу преобладающего финансирования деятельности за счет клиентских средств, долговая нагрузка Эмитента невелика: в настоящее время на рынке обращается 3 облигационных займа на общую сумму 7 млрд руб. Объем обязательств для исполнения по ним на текущий год более чем скромный – исполнение в декабре оферты по выпуску серии БО–04 на сумму 2 млрд руб.

Из ликвидных выделим БО–03 (УТР 7,9% / 336 дн.) и БО–05 (УТР 8,2% / 459 дн.). С учетом текущих котировок предложенный диапазон 8,58–8,94% выглядит на уровне «рынка», но без существенной премии. В целом, мы рекомендуем участвовать в займе, начиная с 8,6% годовых.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5, (495) 797-32-48	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов		
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
Аналитика		research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Нуждин Игорь / ext. 3578	nuzhdin_ia@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
Управление организации долгового финансирования		ib@nomos.ru
Начальник управления	Сарсон Анастасия / ext. 3575	sarson_ay@nomos.ru
Начальник отдела	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках		
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами		
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	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.