

Календарь событий

Облигации, book-building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M/ S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MA TURGY, лет	Наша рекомендация, доходность
Ютэйр-Финанс 05 NEW	-/-/-	нет	1 500	22 июл	28 июл	n/a	-	n/a	n/a
Банк Стройкредит БО-01 - NEW	B3 / - / -	нет	1 000	27 июл	28 июл	9,9-10,4% / 10,05-10,55%	n/a	1 / 3	от 10,5%
Банк Стройкредит БО-02 - NEW			1 000						
ОТП Банк БО-1 NEW	B1-/BB	да	5 000	27 июл	2 авг	8,0-8,25% / (8,16-8,42%)	-	3/-	n/a
Абсолют Банк 05	Ba3 / - / BB+	да	1 800	29 июл	3 авг	8,25-8,75% / 8,42-8,94%	n/a	3 / 5	от 8,42%
Глобэксбанк БО-04	- / BB- / BB	да	3 000	29 июл	1 авг	6,80-7,20% / 6,92-7,33%	n/a	1 / 3	от 6,9%
Глобэксбанк БО-06			2 000						
Мираторг Финанс БО-01 - NEW	- / - / B	нет	3 000	29 июл	2 авг	8,5-9,5% / 8,68% - 9,73%	8,5-9,0% / 8,68% - 9,2%	- / 3	от 9,0%
КБ Ренессанс Капитал БО-03 - NEW	B3 / B / B	нет	3 000	3 авг	n/a	9,5-9,9% / 9,73-10,14%	n/a	2 / 3	от 9,7%

Облигации, аукцион

ММК БО-7 NEW	Ba3-/BB+	да	5 000	-	26 июл	7,25-7,45% / 7,38-7,59%	n/a	-/3	от 7,4%
Группа ЛСР БО-05 - NEW	B2 / - / B	нет	2 000	-	28 июл	8,5-8,75% / 8,68-8,94%	n/a	- / 3	от 8,68%
Меткомбанк (Череповец) БО-01 - NEW	B3 / - / -	нет	1 500	1 авг**	2 авг	8,75-9,00% / 8,95-9,20%	n/a	1,5 / 3	от 9,00%

Ев рооблигации

The Seventh Continent*	- / - / -	нет	650 млн 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
МКБ	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

Итоги размещений и закрытие книг на этой неделе

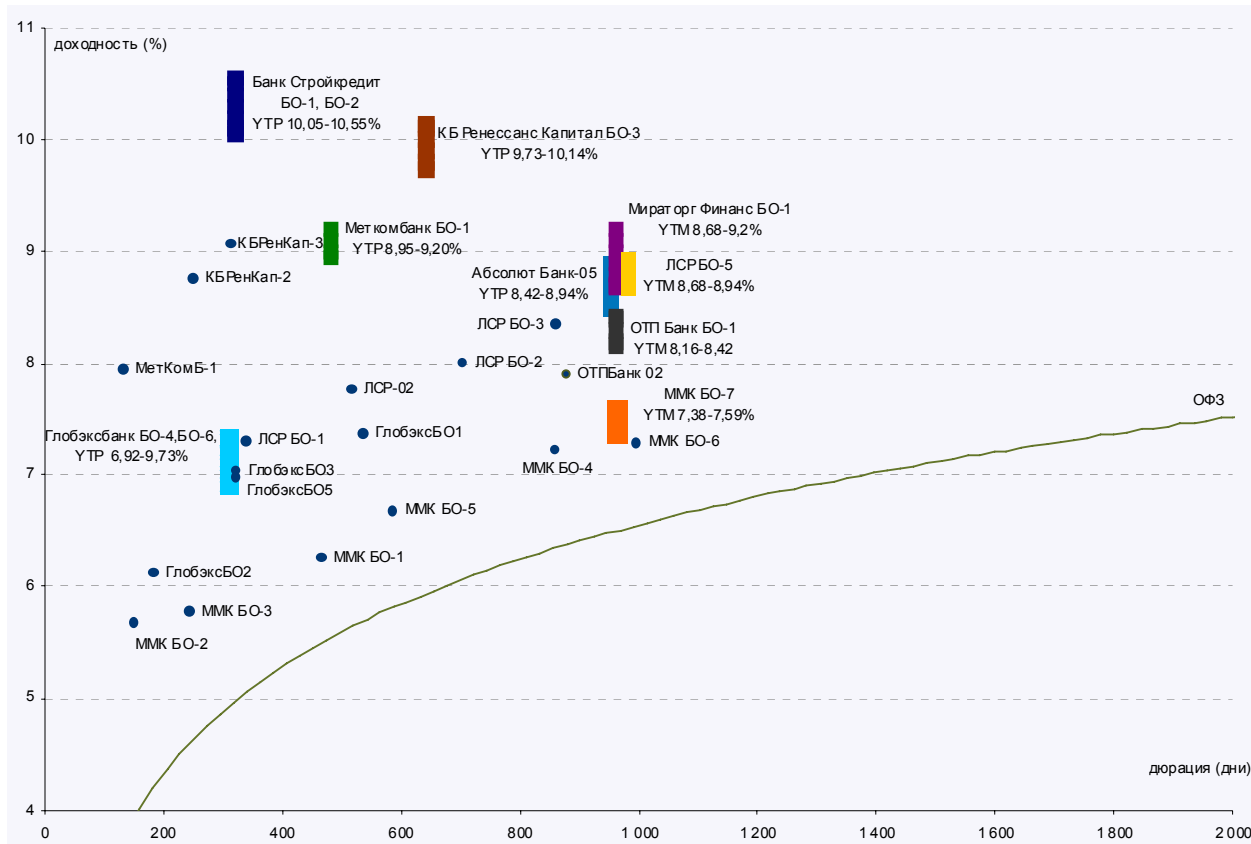
Выпуск	Рейтинг, M/ S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MA TURGY, лет
КОМОС ГРУПП, БО-01	- / - / -	нет	1 500	19 июл	21 июл	10,5-11,5% / 10,78-11,83%	n/a	от 11,83%	- / 3 (амортиз.)
Северсталь	Ba2 / BB / BB-	нет	500 млн долл.	n/a	19 июл	n/a	n/a	6,25%	- / 5

* - вторичное размещение

Комментарии:

Новое размещение ОТП Банка – интересно не ниже 8%.	2
Банк Стройкредит: верхняя граница смотрится относительно интересной.	3
ММК: если покупать, то с премией к рынку – судя по всему, продолжение следует.	5
Абсолют Банк: интересно уже на уровне нижней границы диапазона.	6
Глобэксбанк: быстрый рост бизнеса и квазигосударственный статус.	8
Облигации Мираторга – предложение интересно от 9% годовых.	9
Банк Ренессанс Капитал: предложение практически без альтернатив на рынке.	10
Первичное предложение ЛСР – интересно с доходностью от 8,7% годовых.	12
Новое размещение: Меткомбанк (Череповец).	13
«Седьмой континент»: размещение CLN потребует дополнительную премию к индикативу по цене.	15

Распределение доходности рублевых облигаций эмитентов первичного рынка



Новое размещение ОТП Банка – интересно не ниже 8%.

Ориентир ставки купона по облигациям ОТП Банка («Ва1»/«ВВ») серии БО-1 объемом 5 млрд руб. составляет 8 – 8,25%, что формирует доходность 8,16%–8,42%. Срочность выпуска 3 года. Закрытие книги запланировано на 27 июля.

Вкратце напомним, что Банк входит в пул зарубежных банков, представленных на российском рынке. По размеру консолидированных активов Группа ОТП стоит между Райффайзенбанком (152 млрд евро) и Группой PPF (активы под управлением – 11 млрд евро), при этом заметно ближе к последней (35 млрд евро). Из розничных банков к российскому подразделению по размеру активов и по профилю деятельности наиболее близок ХКФ-Банк – лидер в сегменте POS-кредитования. При этом ОТП-Банк входит в ТОП-3 в POS-кредитовании, активен в кредитовании наличными и на рынке кредитных карт. По сравнению с ХКФ-Банком, он менее самостоятелен в вопросах фондирования от своей материнской компании, которая предоставила ему порядка 21% обязательств, остальное сформировано преимущественно за счет розничных (44%) и корпоративных (26%) депозитов. По качеству кредитного портфеля ОТП-Банк также несколько проигрывает – NPL (90+) составил 12,3% на конец 2010 года при 6,9% у ХКФ-Банка. С точки зрения достаточности капитала (Н1) на 1 июля текущего года ХКФ-Банк и Эмитент стоят рядом – 19,88% и 19,61% соответственно. Отметим, что рейтинги ОТП-Банка на ступень выше в части оценки от Fitch («ВВ»), чем у ХКФ-Банка («ВВ-») и на две ступени выше рейтинга от агентства Moody's: «Ba1» и «Ba3» соответственно. На наш взгляд, это в первую очередь обусловлено поддержкой материнского банка, который в банковской системе Венгрии играет значительную роль (занимает почти 25% и 30% внутреннего рынка по доле активов и депозитов соответственно). Следуя этому, материнскому банку (Ваа3/ВВ+/-) с высокой долей вероятности будет оказана поддержка со стороны данного государства, то есть Эмитент защищен статусом материнского банка в Венгрии. Отметим, что ситуация в самой Венгрии развивается в сторону улучшения. Так, Fitch после декабрьского понижения рейтинга страны до «ВВВ-» в июне 2011 года пересмотрело прогноз с «Негативного» на «Стабильный».

Показатели деятельности ХКФ-Банка и ОТП Банка						
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %
ASSETS	96,5	101,1	5%	92,1	97,5	6%
Cash and cash equivalents	13,3	7,4	-44%	8,7	7,5	-14%
% assets	13,8%	7,3%	---	9,5%	7,7%	---
Loans	58,9	75,3	28%	54,6	68,0	25%
Loans (gross)	67,8	81,2	20%	62,6	78,5	25%
% assets	61,1%	74,5%	---	59,2%	69,8%	---
NPL (>90дн.)	12,9%	6,9%	---	n/a	n/a	n/a
allowance for loan impairment	13,1%	7,3%	---	12,9%	13,4%	---
Customer accounts	13,6	23,8	75%	49,8	58,6	18%
% assets	14,1%	23,5%	---	54,1%	60,1%	---
EQUITY	26,8	33,0	23%	11,3	14,5	29%
% assets	27,8%	32,7%	---	12,2%	14,9%	---
Total Capital Adequacy Ratio	36,4%	33,5%	---	20,5%	20,2%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %
Net interest income	18,4	19,1	4%	11,0	14,8	34%
Fee and commission income (net)	6,5	7,3	13%	1,4	2,3	59%
Provisions charge for loan impairment	8,9	3,6	-60%	-5,1	-5,3	3%
General Administrative expenses	8,9	9,3	4%	-6,3	-6,9	9%
Profit for the year	5,2	9,4	82%	0,8	3,4	347%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %
RoA	5,1%	10,1%	5%	0,9%	3,6%	3%
RoE	19,3%	28,5%	9%	7,5%	26,2%	19%
Cost / Income	36,6%	37,6%	1%	50,9%	41,8%	-9%

Источник: данные банков, расчеты НОМОС-БАНКа

Новый выпуск ОТП – второй для локального рынка, до этого Банк размещал также трехлетний бонд в марте с доходностью в 8,68–9,2%. Бумаги ОТП, отличающиеся средней ликвидностью по итогам последних сделок, торговались с доходностью в 7,9%. На этом фоне вполне очевидно, что даже на нижней границе обозначенного диапазона выпуск дает справедливую премию к обращающимся бумагам. В качестве возможных альтернатив на данном отрезке дюрации выступают лишь российские МДМ Банк (8,08%, 03.2014) и Промсвязьбанк (02.2014), однако на их фоне первичное предложение ОТП смотрится довольно выгодно. Мы ожидаем, что размещение пройдет ниже обозначенных уровней и рекомендуем участие не ниже 8% годовых.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

Банк Стройкредит: верхняя граница смотрится относительно интересной.

КБ «Стройкредит» начал сбор заявок на биржевые облигации серий БО–01 и БО–02 общим объемом 2 млрд руб. Заккрытие книги – 27 июля 2011 года. Размещение выпусков на ФБ ММВБ запланировано на 28 июля текущего года. Ориентир ставки купона находится в диапазоне 9,90–10,40% годовых, что составляет 10,15–10,67% к годовой оферте.

Последним, в июне текущего года, из некрупных банков размещался КБ Кедр (B2/–/–), который был активен в локальных заимствованиях до кризиса. Напомним, ставка по займу составила 9,25%, что соответствует доходности 9,46% к 1,5–летней оферте. Банк Стройкредит (B3/–/–), в свою очередь, обладает более скромным рейтингом, немного меньшими масштабами бизнеса (113 место по активам на конец 1 полугодия 2011 года против 108 места у КБ Кедр) и слабо представлен на долговом рынке (единственный заем слаболиквиден).

Банк заявляет довольно агрессивные планы по росту бизнеса на ближайшие несколько лет. В частности, при активах на начало текущего года порядка 17,9 млрд руб. к концу года Банку планирует их нарастить до 40,95 млрд руб. Отметим, что на середину текущего года они составляли менее 25 млрд руб. С одной стороны, для инвесторов данный факт может означать хороший потенциал в бумагах Банка, с другой – сможет ли Эмитент сохранить при этом качество активов, которое и на текущий момент не столь уж высокое – по РСБУ уровень просроченной задолженности на 1 июля составлял, по нашим расчетам, 7,9% с коэффициентом покрытия резервами 0,45х.

При этом нужно помнить, что активный рост потребует как привлечение соответствующего фондирования, так и инвестиций в развитие бизнес-структуры. Только в 2011 году Банк откроет отделения в Краснодаре, Мурманске, Воронеже, Липецке, Новосибирске, Красноярске и т.д., то есть увеличит филиальную сеть раза в 1,5, что отразится и на операционных расходах Банка. Не вполне понятно, как Банк будет обеспечивать «наполняемость» своей филиальной сети клиентами. Акционерную структуру сложно назвать «сильной» – конечными бенефициарами Банка в равных долях выступают Михаил Левицкий, Анна Беликова, Михаил Метелкин, Алла Тигалева, то есть преимущественно топ-менеджмент. Председатель Совета директоров М.Левицкий ранее занимал должности Президента РОСЭНЕРГОБАНКа и Главного исполнительного директора корпоративного направления в Уралсибе. Возможно, это отчасти должно помочь Банку относительно быстро сформировать клиентскую базу. Тем не менее, органичными заложенные темпы роста назвать довольно сложно (среднеотраслевой рост кредитного портфеля по отрасли в 2011 году ожидается на уровне 20–25%). Несколько смягчает негативное отношение к агрессивным планам Банка участие KPMG в формировании стратегии развития Банка.

С точки зрения фондирования отметим, что Банк сейчас в основном привлекает финансирование за счет клиентских средств – на них приходится более 60% пассивов или 15 млрд руб. При этом разделение на юридических и физических лиц идет практически в равных долях. В депозитах превалирует розничное направление, в остатках на счетах – средства компаний. Несмотря на то, что около половины депозитов (более 5 млрд руб.) – долгосрочные, тем не менее понятно, что Банк нуждается как в диверсификации пассивов, так и в их «удлинении». Таким образом, размещение нового облигационного выпуска благотворно скажется на финансовой устойчивости Банка.

Финансовые показатели Банка Стройкредит (РСБУ)				
млн руб.	1 янв 10	1 янв 11	1 июля 2011	1 июля 11 / 1 янв 2011
Активы	13 754	18 307	24 858	35,8%
Кредитный портфель (по РСБУ)	4 731	9 304	11 093	19,2%
Уровень резервов	25,4%	10,0%	3,6%	—
Уровень просрочки	21,3%	14,3%	7,9%	—
Покрытие просрочки резервами	119,2%	69,8%	45,2%	—
Кредиты физлиц	60,6%	35,3%	21,0%	—
Кредиты/Депозиты	78,8%	128,6%	100,0%	—
Доля в активах	25,7%	45,8%	43,0%	—
Операции с ценными бумагами	3 129	7 572	11 162	47,4%
Доля в активах	22,8%	41,4%	44,9%	—
Капитал*	2 792	2 323	2 366	1,9%
Доля в активах	20,3%	12,7%	9,5%	—
МБК (привлеченные кредиты и депозиты) в	1 178	1 221	1 816	48,6%
Кредиты ЦБ	300	0	0	—
Кредиты ЦБ в Пассивах	2,2%	0,0%	0,0%	—
Средства клиентов, в т.ч.	2 456	4 401	3 836	-12,8%
госсредства	0	0	0	—
юридических лиц	1 960	2 806	3 264	16,3%
физических лиц	496	1 595	572	-64,1%
доля средств в пассивах	17,9%	24,0%	15,4%	—
Депозиты, в т.ч.	6 005	7 238	11 089	53,2%
юридических лиц	4 160	4 052	4 273	5,4%
физических лиц	1 845	3 186	6 816	114,0%
доля депозитов в пассивах	43,7%	39,5%	44,6%	—
Выпущенные ценные бумаги	1 427	2 533	4 881	92,6%
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	10,4%	13,8%	19,6%	—
Балансовая прибыль	-531	111	62	-44,0%

* первый раздел 101 формы

Если смотреть на структуру активов, то складывается ощущение, что Банк не успевает «осваивать» привлекаемые средства клиентов, поскольку сравнимая с объемом кредитного портфеля (11 млрд руб.) сумма вложена в ценные бумаги (11,2 млрд руб.). Хотя структура пассивов и требует довольно существенной подушки ликвидности, однако, на наш взгляд, объем ликвидности избыточен. При этом портфель в соотношении практически 1:1 делится между долговыми и долевыми ценными бумагами. Первая часть довольно консервативна, включает существенный объем госдолга, при этом часть бумаг находится в РЕПО. Оценить качество вложений в акции/капитал довольно сложно.

Кредитный портфель Банка на середину текущего года, как уже отмечалось выше, составляет 11 млрд руб., из них порядка 20% приходится на физических лиц. Основные направления кредитования: финансирование крупных клиентов и потребительское кредитование. Как мы уже отметили, в настоящее время уровень просроченной задолженности у Банка достаточно высок (7,9% по РСБУ). Наиболее «неблагополучным» выглядит розничный сегмент, где просрочка по РСБУ достигает 30%, в то время как по кредитам юрлиц – 2,1% по РСБУ на 1 июля 2011 года. По МСФО на начало года текущего года показатель неработающих активов также смотрелся негативно: NPL (90+) совокупно по портфелю был на уровне 13,9% (покрытие резервами 0,86х), в части юрлиц – 7,1%, физлиц – 27%. По словам менеджмента, столь высокие показатели объясняются последствиями кризиса. На конец 2011 года Банк ожидает уровень просрочки на уровне 8%.

Финансовые показатели Банка Стройкредит (РСБУ)				
млн руб.	1 янв 10	1 янв 11	1 июля 2011	1 июля 11 / 1 янв 2011
Активы	13 754	18 307	24 858	35,8%
Кредитный портфель (gross)	4 731	9 304	11 093	19,2%
Уровень резервов	25,4%	10,0%	3,6%	---
Уровень просрочки	21,3%	14,3%	7,9%	---
Покрытие просрочки резервами	119,2%	69,8%	45,2%	---
Кредиты физлиц	60,6%	35,3%	21,0%	---
Кредиты/Депозиты	78,8%	128,6%	100,0%	---
Доля в активах	25,7%	45,8%	43,0%	---
Операции с ценными бумагами	3 129	7 572	11 162	47,4%
Доля в активах	22,8%	41,4%	44,9%	---
Капитал*	2 792	2 323	2 366	1,9%
Доля в активах	20,3%	12,7%	9,5%	---
МБК (привлеченные кредиты и депозиты), в т.ч.	1 178	1 221	1 816	48,6%
Кредиты ЦБ	300	0	0	---
Кредиты ЦБ в пассивах	2,2%	0,0%	0,0%	---
Средства клиентов, в т.ч.	2 456	4 401	3 836	-12,8%
гос. средств	0	0	0	---
юридических лиц	1 960	2 806	3 264	16,3%
физических лиц	496	1 595	572	-64,1%
доля средств в пассивах	17,9%	24,0%	15,4%	---
Депозиты, в т.ч.	6 005	7 238	11 089	53,2%
юридических лиц	4 160	4 052	4 273	5,4%
физических лиц	1 845	3 186	6 816	114,0%
доля депозитов в пассивах	43,7%	39,5%	44,6%	---
Выпущенные ценные бумаги	1 427	2 533	4 881	92,6%
доля в выпущенных ценных бумагах в пассивах	10,4%	13,8%	19,6%	---
Балансовая прибыль	-531	111	62	-44,0%

* первый раздел 101 форм

Банк (УТР 10,21%/267 дн.). Резюмируя, мы довольно настороженно относимся к кредитному профилю и Банка, между тем, для инвесторов готовых покупать данный риск мы рекомендуем участвовать ближе к верхней границе обозначенного диапазона.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

ММК: если покупать, то с премией к рынку – судя по всему, продолжение следует.

На предстоящий вторник, 26 июля, запланировано размещение очередного выпуска биржевых облигаций ОАО «ММК» БО–7. Объем выпуска также, как у появившейся на рынке 14 июля серии БО–6, составляет 5 млрд руб. Срок обращения бумаг также 3 года. Как мы полагаем, появление нового выпуска в значительной степени обусловлено желанием Эмитента удовлетворить переспрос, проявленный на предыдущем аукционе – как было анонсировано общий объем заявок на покупку почти втрое превысил объем эмиссии, составив 14,4 млрд руб. Однако формат аукциона не позволил отреагировать оперативным увеличением объема предложения, как это часто в последнее время происходит при размещении в форме «book-building», и, вероятно, поэтому Эмитенту пришлось отодвинуть новое размещение на 2 недели.

Отметим, что ориентиры для купона ММК–БО7 в значительной степени учитывают недавнее появление на вторичном рынке бумаг серии БО–6 и находятся в диапазоне 7,25 – 7,45% (УТМ 7,38 – 7,59%), предлагая некоторую премию к текущей доходности ММК–БО6. Напомним, что на аукционе 14 июля ставка купона была установлена на рекордно низком для Компании уровне 7,2% годовых (УТМ 7,33%). С началом вторичных торгов наблюдались попытки продвинуть котировки выпуска БО–6 вверх – к 100,35%, однако это не имело особого успеха, особенно после того, как стало известно о грядущем пополнении на кривой ММК. По итогам последних сделок доходность БО–6 составляет порядка 7,29% годовых, таким образом, премия за новую эмиссию не превышает 30 б.п. Учитывая близость дюраций торгуемых серий БО–4 и БО–6, мы полагаем, что на аукционе доходность новых бумаг вряд ли сложится выше 7,4% годовых. Однако и на таком уровне предложение выглядит достаточно амбициозным, учитывая факт постепенного заполнения рыночных лимитов на обязательства ММК, а также достаточно высокую вероятность того, что бумаги БО–7 завершат серию размещений текущего года.

Ольга Ефремова
efremova_ov@nomos.ru

Абсолют Банк: интересно уже на уровне нижней границы диапазона.

Абсолют Банк (Ba3/-/BB+) 20 июля открывает книгу заявок на облигации выпуска серии 05 объемом 1,8 млрд руб. Ориентир ставки купоны – 8,25–8,75% годовых, что соответствует доходности 8,42–8,94% годовых к 3–летней оферте. Срок обращения выпуска – 5 лет. Закрытие книги – 29 июня, предварительная дата размещения – 3 августа 2011 года.

Показатели деятельности банков по МСФО									
	Кредит Европа Банка			ОТП Банк			Абсолют Банк		
Рейтинги	Ba3 / - / BB-			Ba1 / - / BB			Ba3 / - / BB+		
Место в рейтинге по активам (на 1 апреля 2011г)	50			41			39		
"Материнские" компании	FIBA Group			ОТП Group			KBC Group		
Moody's / S&P / Fitch	Credit Europe Bank N.V.: Fitch - BB			Baa3/BB+/-			A1 / A - / A		
Активы (на 01.01.2011)	12,2 млрд евро			35 млрд евро			321 млрд евро		
Местонахождение ГО	Турция			Венгрия			Бельгия		
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %
ASSETS	69,4	84,9	22%	92,1	97,5	6%	130,0	109,4	-16%
Cash and cash equivalents	0,9	1,2	25%	8,7	7,5	-14%	10,5	14,9	42%
% assets	1,3%	1,4%	---	9,5%	7,7%	---	8,1%	13,6%	---
Loans	47,9	60,5	26%	54,6	68,0	25%	90,9	70,7	-22%
Loans (gross)	51,7	62,8	21%	62,6	78,5	25%	103,3	81,7	-21%
% assets	69,0%	71,2%	---	59,2%	69,8%	---	69,9%	64,6%	---
NPL (>90дн.)	7,0%	3,2%	---	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
allowance for loan impairment	7,3%	3,7%	---	12,9%	13,4%	---	12,0%	13,5%	---
Customer accounts	21,8	31,6	45%	49,8	58,6	18%	47,7	37,9	-21%
% assets	31,4%	37,2%	---	54,1%	60,1%	---	36,7%	34,7%	---
EQUITY	12,6	14,6	15%	11,3	14,5	29%	13,3	13,0	-2%
% assets	18,2%	17,1%	---	12,2%	14,9%	---	10,2%	11,9%	---
Total Capital Adequacy Ratio	19,8%	19,6%	---	20,5%	20,2%	---	16,7%	20,7%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %
Net interest income	5,8	5,8	1%	11,0	14,8	34%	7,5	4,8	-36%
Fee and commission income (net)	1,2	1,3	5%	1,4	2,3	59%	0,6	0,7	31%
Provisions charge for loan impairment	-3,1	-0,7	-77%	-5,1	-5,3	3%	-8,6	-0,9	-90%
General Administrative expenses	-3,3	-3,7	12%	-6,3	-6,9	9%	-4,7	-4,9	6%
Profit for the year	1,5	2,6	70%	0,8	3,4	347%	-5,0	-0,2	-96%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %
RoAA	2,2%	3,4%	1%	0,9%	3,6%	3%	отриц.	отриц.	---
RoAE	12,7%	19,2%	6%	7,5%	26,2%	19%	отриц.	отриц.	---
Cost/Income	-40,0%	-48,6%	-9%	50,9%	41,8%	-9%	53,9%	87,2%	33%
NIM	9,2%	7,9%	-1%	16,0%	17,8%	2%	5,8%	4,8%	-1%

Источник: данные банков, расчеты НОМОС-БАНКА

Напомним, Абсолют Банк входит в бельгийскую KBC Group (A1/A-/A) с активами около 321 млрд евро на конец 2010 года, предоставляющую банковские и страховые услуги преимущественно в странах Европейского региона. Клиентами компаний Группы являются в основном частные лица и компании малого и среднего бизнеса. Группа также хорошо представлена в секторе корпоративного обслуживания и на рынках капитала. Наиболее сильные позиции Группа держит на рынках Бельгии (21% рынка традиционных банковских услуг, 39% рынка управления капиталом, 17% – рынка страхования жизни), Чехии (23%, 32%, 9%), Словакии (10%, 11%, 5%), Венгрии (9%, 20%, 3%), Польши (4%, 5%, 8%) и Болгарии (3%, 0%, 13%). Кризис 2008 года заметно сказался на финансовом положении KBC Group, что привело, в том числе, и к смене приоритетных рынков. Ключевыми регионами KBC определили Бельгию, Чехию, Польшу, Венгрию, Словакию и Болгарию. Россия теперь к таковым не относится.

Активы самого Абсолют Банка на конец 2010 года по МСФО составили немногим более 109 млрд руб. (2,7 млрд евро), то есть вклад в бизнес группы более чем скромный. При этом начиная с конца 2008 года их размер ощутимо сокращается: только за прошедший год он снизился на 16%. Отметим, что в 2011 году динамика продолжается: за первые 6 месяцев по РСБУ активы сократились на 14,5% до 90 млрд руб. В основном данный процесс

провоцируется уменьшением кредитного портфеля – по итогам 2010 года на 21% (gross) до 70,7 млрд руб. (по РСБУ сокращение составило 7% за 1 полугодие 2011 года).

Кредитование ведется преимущественно по следующим направлениям: корпоративное кредитование (41% портфеля) и ипотека (39%). Последнее обуславливает долгосрочную структуру кредитного портфеля. Она компенсируется привлечением средств материнской структуры (46 млрд руб. или 48% обязательств Эмитента), что в итоге позволяет Банку чувствовать себя комфортно при управлении денежными потоками и избегать разрыва ликвидности, несмотря на то, что привлеченные средства клиентов (39% обязательств) носят ярко выраженный краткосрочный характер.

Качество кредитного портфеля в отчетности Банка раскрыто неполностью, в частности нет возможности оценить уровень просроченной задолженности (NPL 90+), однако исходя из уровня резервирования (13,5% на конец 2010 года), размер просроченной задолженности, видимо, достаточно высокий (по РСБУ просрочка составляет 11% на 1 июля 2011 года). С другой стороны, уровень резервирования у Эмитента сравним с дочкой другого банка – нерезидента – ОТП-Банка (13,4%). Но последний, хотя он также демонстрирует растущую динамику показателя, благодаря высокой маржинальности операций (специализируется в большей части на POS-кредитовании и пластиковых картах) генерирует достаточно высокий процентный доход, что позволяет ему покрывать отчисления в резервы и генерировать высокий объем прибыли. Абсолют Банк в 2010 году хотя и сократил размер убытка, однако все равно находится в отрицательной зоне («–0,2» млрд руб. против «–5» млрд руб. в 2009 году).

Отчасти компенсирует данные негативные моменты уже упомянутая поддержка со стороны материнской компании в части фондирования, а также высокий уровень достаточности капитала, который на конец 2010 года составил 20,7%.

Однако есть одно «но» во всей этой картине. В своем комментарии к рейтинговому действию Fitch приводит следующую информацию: «Согласно стратегии KBC Bank, Абсолют Банк считается неосновным активом и будет продан». Данное обстоятельство возникло еще в 2008 году, когда, получая помощь от правительства Бельгии, KBC обязалась продать непрофильные активы до 2014–2015 годов. При этом, если мы посмотрим на пассивы Банка, то 55% (с учетом субординированного кредита) обязательств представлено средствами KBC, что в общем – то типично для дочек банков – нерезидентов, получающих поддержку в фондировании со стороны материнских структур. В случае с Абсолют Банком при продаже это может стать его слабым местом, поскольку, вероятно, потребует рефинансирования.

Таким образом, на первый взгляд, предложение более чем интересное: 3-летние бумаги ОТП-Банка (Ba1/–/BB), заем серии 02, и КредитЕвропа Банка (Ba3/–/BB–), заем серии БО–01, торгуются около 8% годовых. На их фоне Абсолют Банк, который имеет и более высокие рейтинги, и несколько большие масштабы бизнеса, смотрится интереснее. При этом премия по новому выпуску составляет 40–90 б.п. Отчасти можно говорить о том, что высокая доходность – это своеобразный «рекламный ход», который может создать ажиотаж вокруг бумаг Банка, что довольно несложно, учитывая череду предыдущих успешных размещений других эмитентов. Кроме того, на днях агентство Fitch присвоило предстоящему выпуску облигаций Банка национальный долгосрочный рейтинг «AA(rus)(exp)» и поместило рейтинг в список Rating Watch «Развивающийся». Однако с учетом сокращения бизнеса Банка и возможности его продажи (по словам представителей Банка, данный процесс сейчас не запущен), некоторая премия может все же понадобиться. При текущем же положении вещей выпуск смотрится интересным уже по нижней границе диапазона.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Глобэксбанк: быстрый рост бизнеса и квазигосударственный статус.

Глобэксбанк открыл книги заявок на облигации сразу двух выпусков: серий БО–04 и БО–06 объемом 5 млрд руб. (3млрд руб. и 2 млрд руб. соответственно). Закрытие состоится 29 июля, размещение запланировано на 1 августа. Условия по обоим выпускам одинаковые – ориентир ставки купона 6,8–7,2%, что соответствует доходности к 1-летней оферте 6,92–7,33%. Срок обращения бумаг – 3 года.

Финансовые показатели Глобэксбанка				
млн руб.	1 янв 10	1 янв 11	1 июля 2011	1 июля 2011 / 1 января 2010
Активы	68 640	110 411	141 871	28,5%
Кредитный портфель (gross)	43 289	72 933	88 773	21,7%
Уровень резервов	5,0%	2,4%	2,1%	---
Уровень просрочки	0,5%	0,8%	1,1%	---
Покрытие просрочки резервами	985,8%	301,0%	189,0%	---
Кредиты физлиц	3,2%	1,8%	1,5%	---
Кредиты/Депозиты	128,5%	215,4%	161,9%	---
Доля в активах	59,9%	64,5%	61,3%	---
Операции с ценными бумагами	11 952	23 337	34 554	48,1%
Доля в активах	17,4%	21,1%	24,4%	---
Капитал*	16 354	22 244	23 434	5,3%
Доля в активах	23,8%	20,1%	16,5%	---
МБК (привлеченные кредиты и депозиты), в т.ч.	2 314	8 204	11 406	39,0%
Кредиты ЦБ	0	0	0	---
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,0%	0,0%	0,0%	---
Средства клиентов, в т.ч.	6 607	11 575	10 625	-8,2%
госсредств	0	0	0	---
юридических лиц	5 640	10 348	9 257	-10,5%
физических лиц	967	1 227	1 368	11,5%
доля средств в пассивах	9,6%	10,5%	7,5%	---
Депозиты, в т.ч.	33 692	33 858	54 824	61,9%
юридических лиц	19 468	15 383	32 770	113,0%
физических лиц	14 224	18 476	22 054	19,4%
доля депозитов в пассивах	49,1%	30,7%	38,6%	---
Выпущенные ценные бумаги	6 937	26 585	34 257	28,9%
доля в выпущенных ценных бумаг в пассивах	10,1%	24,1%	24,1%	---
Балансовая прибыль	1 046	969	321	-66,9%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКа.

Банк достаточно хорошо известен на рынке бумаг – последнее размещение бумаг прошло в декабре 2010 года. Находясь «под крылом» ВЭБа Эмитент чувствует себя достаточно комфортно, однако вопрос продажи Глобэксбанка, которая когда-нибудь состоится, все еще актуален. Тем привлекательнее смотрится предоставленная однолетняя оферта по новым выпускам, которая максимально снижает риск изменения акционерной структуры.

Отметим, что Банк продолжает демонстрировать высокие темпы роста бизнеса. С начала 2011 года его активы выросли на 28% до 142 млрд руб., что позволило Эмитенту войти в ТОП-30 российских банков, заняв на 1 июля текущего года 28 место. Основным драйвером, конечно, стал кредитный портфель, который увеличился на 22% до 88,8 млрд руб. Его качество остается высоким: уровень просроченной задолженности составляет скромные 1,1%. Напомним, что подавляющее большинство кредитов предоставлено юрлицам. На операции к ценными бумагами у Банка приходится около 24%, что в том числе позволяет ему поддерживать высокие показатели ликвидности: коэффициент мгновенной ликвидности (Н2) – 54,21% (min 15%), текущей ликвидности (Н3) – 73,50% (min 50%).

Высокие темпы роста обеспечиваются за счет активного привлечения средств клиентов – с начала года они выросли на 44% до 65,4 млрд руб. При этом, если кредитование физлиц в Банке не развито, то вот привлечение средств населения в фондировании Банк использует достаточно активно – их доля в пассивах Эмитента достигает 16% (23,4 млрд руб.). Однако основной рост привлечения средств клиентов обеспечили все же депозиты юрлиц, в том числе Минфина. По-прежнему высока доля капитала в активах: на 1 июля Н1 составлял 17,99% (21,78% на начало года).

В качестве негативного фактора отметим растущий уровень долга у Банка: если на начало 2010 года на долю выпущенных ценных бумаг приходилось немногим более 10%, то на начало текущего года – уже 24%. Однако говорить о том, что Банк подошел к какому-то критическому уровню или что мы видим насыщение долгового рынка, на наш взгляд, еще рано.

Напомним, сейчас в обращении находятся 3 выпуска на общую сумму 15 млрд руб. Наиболее ликвиден заем серии БО–01 с YTM 7,4% / 533 дня, оборотов по выпускам серий БО–03 (YTP 7,05% / 320 дн.) и БО–05 (YTP 6,98% / 320 дн.), размещенным в декабре прошлого года, заметно меньше. Предложенный диапазон уже по меньшей границе предлагает премию порядка 50 б.п. к бумагам крупных частных банков, при этом рейтинг Глобэксбанка на 1 ступень выше. С учетом высоких темпов роста и акционерной структуры, а также текущих котировок обращающихся займов, мы считаем интересным участие в размещении на уровнях от 7,0%.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Облигации Мираторга – предложение интересно от 9% годовых.

АПК «Мираторг» открыл книгу по своим 3–летним биржевым облигациям серии БО–1 объемом 3 млрд руб. (Эмитент – SPV–компания ООО «Мираторг Финанс»). Заккрытие книги – 29 июля. Ориентир купона первоначально составлял 8,5–9,5% годовых (YTM 8,68–9,73%), а затем сужен до 8,5–9,0% (YTM 8,68–9,20%). Ожидается, что бумаги будут включены в список «Б» на ММВБ. По облигациям «Мираторг Финанс» предполагается безотзывное поручительство в виде публичной оферты со стороны ООО «АПК «Мираторг» – головной компании Группы, которой на прошлой неделе агентство Fitch присвоило кредитный рейтинг на уровне «В» прогноз «Стабильный». Учитывая наличие поручительства со стороны «материнской» компании, выпуску облигаций вполне может быть присвоен аналогичный рейтинг, который, тем не менее, не обеспечит бумагам возможность попасть в Ломбард ЦБ.

Финансовые результаты сравнимых компаний АПК					
млрд руб.	АПК Мираторг (МСФО)		Черкизово (US GAAP)		КОМОС ГРУПП (МСФО)
	1 кв. 2011	2010	1 кв. 2011	2010	2010
Основные финансовые показатели					
Выручка	8,2	34,4	9,0	36,1	13,9
ЕВПДА	1,3	6,1	1,0	6,6	1,9
Чистая прибыль	0,8	3,1	0,5	4,4	0,2
% расходы	0,3	1,7	0,1	0,5	1,0
Активы	56,0	55,7	45,3	44,8	16,4
Денежные средства и их эквиваленты	0,4	0,5	1,6	2,1	1,3
Долг, в т.ч.	31,3	31,3	19,8	19,8	10,3
долгосрочный	23,1	21,3	14,0	14,2	3,8
краткосрочный	8,2	9,9	5,8	5,6	6,5
Чистый долг	30,9	30,7	18,3	17,7	9,0
Показатели эффективности и покрытия долга					
Рентабельность ЕВПДА	15,8%	17,7%	11,3%	18,4%	13,4%
Рентабельность по чистой прибыли	9,9%	9,0%	6,0%	12,2%	1,4%
Долг/ЕВПДА	5,10	5,14	3,40	2,97	5,50
Чистый долг/ЕВПДА	4,90	5,05	3,10	2,66	4,79
ЕВПДА/% расходы	4,61	3,68	10,91	13,67	1,91

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКа.

АПК «Мираторг» не новичок на долговом рынке, сейчас в обращении находится дебютный выпуск серии 01 объемом 2,5 млрд руб., ликвидность которого после оферты в августе 2010 года (было выкуплено 35,4% выпуска или 885,6 тыс. бумаг) находилась на низком уровне, хотя, по заявлению Эмитента, «в рынок» в тот же день было возвращено 538,06 тыс. бумаг, а в свободном обращении осталось облигаций на 2,122 млрд руб. По данным облигациям в ближайшее время (5 августа 2011 года) Компании предстоит пройти очередную оферту. Отметим, что Холдинг один из немногих в российском АПК, кто смог в кризисный период своевременно и без реструктуризаций исполнить все обязательства по облигациям. В этом контексте, а также по уровню кредитного рейтинга и информационной прозрачности, масштабам и маржинальности бизнеса, по реализуемым амбициозным инвестпроектам Холдинг «Мираторг» близок к Группе Черкизово.

Так, кредитный рейтинг присвоен «Мираторгу» на уровне «В» от Fitch, а у Черкизово – «B2» от Moody's, обе группы на ежеквартальной основе публикуют консолидированную отчетность, только «Мираторг» по МСФО, а Черкизово – по US GAAP. Выручка «Мираторга» в 2010 году составила 34,4 млрд руб., а у Черкизово – 36,09 млрд руб., при этом маржинальность бизнеса первой компании составила 17,7%, а у второй – 18,4%. Здесь обратим

внимание на то, что за последние 3–4 года «Мираторгу» удалось добиться заметного улучшения нормы прибыли (практически в 3 раза) за счет развития собственного более высокодоходного производства и переработки мяса (в основном свинины) на основе вертикальной интеграции бизнеса (в 1 квартале 2011 года пришлось свыше половины объема выручки). «Мираторг» является крупнейшим производителем свинины в России с долей рынка, по собственным оценкам Компании, около 8,8%. Напомним, ранее, до 2003 года, Холдинг занимался только импортом мяса в страну.

Общий объем инвестиций Компании в развитие производственной базы составил свыше 35 млрд руб., которые осуществлялись главным образом за счет заемных средств. В результате, на конец марта 2011 года размер долга «Мираторга» достиг 31,3 млрд руб., а соотношение Долг/EBITDA, по нашим оценкам, составило порядка 5,1х (у Черкизово – 3,4х, ожидается в 2011 году на уровне 4х), а Чистый долг/EBITDA – 4,9х. При этом около 74% кредитов и займов (22,8 млрд руб.) носили долгосрочный характер и были предоставлены госбанками (Сбербанком, ВЭБом, Газпромбанком) сроком к погашению через 4–7 лет. Кроме того, государство оказывает поддержку «Мираторгу» как сельхозпроизводителю в виде частичной компенсации процентных выплат (в размере 84,2% ставки рефинансирования), поэтому обслуживание займов находилось по итогам 1 квартала 2011 года на приемлемом уровне – соотношение EBITDA/% расходы составляло 4,6х. В дальнейшем «Мираторг» намерен продолжить реализацию масштабной инвестпрограммы в 2011–2013 годы на 31 млрд руб., что, на наш взгляд, может представлять основной риск для финансовой устойчивости бизнеса Холдинга, поскольку приведет к увеличению его долговой нагрузки в данный период, особенно в 2012 году, на который приходится основные капвложения. Вместе с тем, крупные выплаты по кредитам госбанков выпадают на более поздний период, чем погашение предполагаемых биржевых облигаций в 2014 году, что даст возможность Компании в лучшей степени подготовиться к исполнению обязательств по ним.

В свою очередь, биржевые облигации сравнимой Группы Черкизово серии БО–3 (YTP 8,37%/2,13 года) в настоящее время не отличаются особой ликвидностью, тем не менее, сложившийся по ним уровень доходности мы считаем вполне приемлемым для ориентира по новым бумагам «Мираторга», учитывая весьма ограниченный круг эмитентов из сектора АПК. С учетом этого, на наш взгляд, биржевые бонды Холдинга могут найти интерес у инвесторов, готовых принять риски крупного игрока аграрного сектора, мы рекомендуем принять участие в размещении с доходностью от 9% годовых к погашению через 3 года. В то же время, напомним, что сейчас проходит сбор заявок на биржевые облигации другого сельхозпроизводителя КОМОС ГРУПП, который предлагает доходность порядка 10,78–11,83% годовых при дюрации около 2 лет (амортизационная структура займа), то есть несут премия к бумагам «Мираторга» более 200 б.п., что, на наш взгляд, справедливо, учитывая меньший масштаб и маржинальность бизнеса компании из Удмуртии, а также отсутствие кредитных рейтингов у нее.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Банк Ренессанс Капитал: предложение практически без альтернатив на рынке.

Банк Ренессанс Капитал открыл книгу заявок на заем серии БО–03 объемом 3 млрд руб. Ориентир по ставке купона составляет 9,5–9,9% годовых, что соответствует доходности к 2–летней оферте 9,73–10,14% годовых. Заккрытие книги – 3 августа.

В 2008–2009 годах финансовое состояние Банка могло вызывать тревогу у инвесторов, наблюдавших резкое сокращение бизнеса и быстро растущий объем просроченной задолженности. Тем не менее, 2010 год для Банка стал переломным: если в 1 полугодии мы наблюдали продолжающееся уменьшение кредитного портфеля, доходов и отрицательный финансовый результат, то во 2 полугодии картина выглядела более позитивно – основные показатели росли как в качественном, так и в количественном значении. Тем не менее, Ренессанс Капиталу не удалось вернуться по объему бизнеса на уровень конца 2009 года, хотя ему не хватило Банку всего 6% по активам и 2% по кредитам: размер обеих статей составил на конец 2010 года 40,7 млрд руб. и 32,5 млрд руб. соответственно (по МСФО). В структуре кредитования произошли заметные изменения – предпочтения были отданы потребкредитованию (47%) и POS–кредитам (17%). А вот практика автокредитования оказалась для Банка менее удачной, поэтому данное направление он сократил в портфеле с 21% до 12%. Отметим также, что в составе портфеля есть кредиты юридическим лицам в объеме 1,5 млрд руб. – это было кредитование аффилированных структур. Однако, по данным менеджмента, данная задолженность погашена в 2011 году, что можно рассматривать как положительный фактор.

Мониторинг первичного рынка

22 июля 2011 года

11

В прошлом году Эмитент заметно «почистил» свой портфель: часть «плохих кредитов» была списана, в результате, уровень NPL (90+) сократился с 19% в начале года до 6% на конец 2010 года. Доля реструктуризированных кредитов, согласно отчетности, уменьшилась с 11,5% до 5,2% (или с 3,6 млрд руб. до 1,6 млрд руб.). В качестве негативного момента отметим, что оставшиеся на балансе «неработающие» активы покрыты резервами не полностью – только на 60%. Последнее говорит о том, что либо собираемость у данных кредитов высокая, либо Банк переносит риск убытка в своей отчетности на более поздние даты. Поскольку существенная часть портфеля была сформирована непосредственно в 2010 году, то, как мы предполагаем, уже в текущем году будет понятно, насколько оптимизм менеджмента оправдан. Для сравнения, у Русского Стандарта покрытие резервами достигло на конец отчетного периода – 1,5х, у ХКФ–Банка – 1,07х.

Отдельные финансовые показатели банков за 2010 год (МСФО)

	Банк Русский Стандарт			ХКФ–Банк			КБ Восточный			Банк Ренессанс Капитал		
Международные рейтинги (M / S&P / F)	Ba3 / B+ / B+			Ba3 / BB- / -			B2 / - / -			B3 / B / B		
	2009	2010	Изменение	2009	2010	Изменение	2009	2010	Изменение	2009	2010	Изменение
Место в ранжировании по активам	29	31	-2	36	39	-3	64	42	+22	79	89	-10
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %
ASSETS	140,1	137,1	-2%	96,5	101,1	5%	52,7	91,7	74%	43,1	40,7	-6%
Cash and cash equivalents	12,6	11,4	-9%	13,3	7,4	-44%	5,1	7,0	37%	3,7	5,7	55%
% assets	9,0%	8,3%	---	13,8%	7,3%	---	9,8%	7,7%	-2%	8,5%	13,9%	5%
Loans	93,0	81,9	-12%	58,9	75,3	28%	35,1	70,3	100%	28,2	31,3	11%
Loans (gross)	102,5	89,7	-12%	67,8	81,2	20%	37,7	76,9	104%	33,0	32,5	-2%
% assets	66,4%	59,8%	---	61,1%	74,5%	---	66,7%	76,6%	10%	65,4%	76,8%	11%
NPL (>90дн.)	5,4%	5,9%	---	12,9%	6,9%	---	7,6%	9,7%	2%	19,0%	6,0%	-13%
allowance for loan impairment	9,2%	8,7%	---	13,1%	7,3%	---	6,8%	8,7%	2%	14,5%	3,6%	-11%
Customer accounts	26,8	62,9	134%	13,6	23,8	75%	41,1	73,1	78%	6,2	18,2	193%
% assets	19,2%	45,9%	---	14,1%	23,5%	---	78,0%	79,7%	2%	14,4%	44,6%	30%
EQUITY	29,5	27,0	-9%	26,8	33,0	23%	7,2	10,6	46%	9,5	11,3	20%
% assets	7,8%	19,7%	---	27,8%	32,7%	---	13,7%	11,6%	-2%	22,0%	27,8%	6%
Total Capital Adequacy Ratio	30,3%	28,2%	---	36,4%	33,5%	---	19,5%	14,1%	-5%	21,2%	29,0%	8%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %
Net interest income	20,7	19,5	-6%	18,4	19,1	4%	3,9	7,0	78%	12,5	9,5	-24%
Fee and commission income	0,8	1,3	57%	6,5	7,3	13%	2,4	3,7	55%	0,7	2,5	275%
Provisions charge for loan impairment	-12,5	-6,3	-49%	-8,9	-3,6	-60%	-2,7	-2,9	10%	-12,5	-5,1	-59%
Operating income*	20,1	22,6	12%	24,3	24,7	1%	6,9	12,6	83%	11,2	11,9	6%
Operating expenses	-13,2	-13,7	4%	-8,9	-9,3	4%	-4,0	-6,9	72%	-3,6	-5,0	38%
Profit for the period	-4,5	1,8	---	5,2	9,4	82%	0,2	2,2	948%	-4,2	1,6	-137%
Качественные показатели деятельности**	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %	2009	2010	Изменение, %
RoAA	отриц.	1,3%	---	4,9%	9,5%	5%	0,5%	3,1%	3%	отриц.	3,7%	---
RoAE	отриц.	6,5%	---	21,8%	31,4%	10%	3,4%	24,8%	21%	отриц.	15,0%	---
NIM	18,9%	17,5%	-1%	22,6%	22,4%	-0,2%	9,4%	8,9%	-1%	26,0%	25,0%	-1%
Cost / Income	65,6%	60,7%	-5%	36,6%	37,6%	1%	58,1%	54,5%	-4%	32,5%	42,2%	10%

* Net profit before tax + Provisions charge for loan impairment + Operating expenses

** Расчеты НОМОС-БАНКА

Источник: данные банков, расчеты НОМОС-БАНКА

С точки зрения структуры доходов отметим некоторые изменения: в прошлом году Банк увеличил статью доходов от страховых компаний – страховые премии составили почти 2 млрд руб. (т.е. 1/6 операционных доходов) против 0,4 млрд руб. в 2009 году. В целом, Ренессанс не единственный, кто активно использует данный источник доходов – ХКФ–Банк также в силу структуры портфеля своих кредитов активно работает со страховщиками. Также обращает на себя внимание сокращение объема начисленных штрафов и неустоек по просроченной задолженности с 6,5 до 4,5 млрд руб., что косвенно свидетельствует о стабилизации качества кредитного портфеля. Чистые процентные доходы у Банка сократились, и существенно – на 24% до 9,5 млрд руб. – судя по всему, Ренессанс Кредит не смог в полной мере отыграть снижение стоимости фондирования. Тем не менее, Банку удалось удержать NIM на достаточно высоком уровне 25% (26% в 2009 году), для сравнения: у ХКФ–Банка – 23,8% по итогам 2010 года, у Русского Стандарта – 17,5, у КБ Восточный – 8,9%. По соотношению прибыли и масштабов бизнеса Банк был менее успешен – рентабельность активов составила 3,7% против 10,1% у ХКФ–Банка, однако это все же больше, чем у КБ Восточный – 3,1% и Русского Стандарта – 1,3%. При этом получаемой

чистой прибыли Банку хватает, чтобы поддерживать достаточность капитала на уровне 29% (21% на конец 2009 года), чему также способствовал факт сокращения активов. В 2011 году, по данным менеджмента, такая стратегия в отношении капитала будет сохраняться.

Позитив отчетности 2010 года подкрепляется пересмотром международных рейтингов Банка: напомним, что в апреле S&P и Fitch повысили рейтинг Ренессанс Капитала на 1 ступень до «В», прогноз «Стабильный». Судя по РСБУ, в 1 полугодии 2011 года Банк продолжил рост, хотя его темпы не очень велики: активы выросли на 4,5% до 39 млрд руб., кредитный портфель (gross) на 4,8% до 38,6 млрд руб. (89 место по активам). Достаточность капитала (H1) сократилась с начала года с 15,61% до 14,97%. Прибыль по итогам 6 месяцев составила незначительные 60 млн руб. против еще более скромных 37 млн руб. за аналогичный период 2010 года.

Сейчас у Ренессанс Капитала (B3/B/B) два ликвидных займа: серии 02 (YTM 8,9%, 249 дн.) и серии 03 (YTM 9,0%, 313 дн.) объемом 3 и 4 млрд руб., совокупная задолженность по обоим выпускам, исходя из отчетности, составляет около 3 млрд руб., то есть около 8% пассивов. Небольшая сумма обращающегося на рынке долга и привлекательный уровень доходности (9,73–10,14% к 2-летней оферте), несомненно, «подогреют» интерес инвесторов к новому выпуску. Из альтернатив с аналогичными рейтингами сейчас на рынке – облигации ТКС–Банка (B2/–/B) серии БО–01, торгующиеся с доходностью 13% (дюрация 682 дн.) и Русь–Банка (B2/–/–) серии 04, торгующиеся с доходностью 8,9% (дюрация 669 дней). На наш взгляд, с учетом сложившейся конъюнктуры, бумаги Банка интересны при доходности от 9,7% годовых. При этом мы не исключаем сужения спреда по бумагам ТКС–Банка, который по итогам 1 полугодия 2011 года поднялся со 167 до 128 места по активам.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Первичное предложение ЛСР – интересно с доходностью от 8,7% годовых.

Группа ЛСР планирует 28 июля 2011 провести размещение биржевых облигаций серии БО–05 объемом 2 млрд руб., которое будет проходить в форме конкурса по определению ставки 1 купона облигаций. Ориентир ставки купона находится в диапазоне 8,5–8,75% годовых, что соответствует доходности на уровне 8,68–8,94% годовых к погашению через 3 года. Размещение предполагается на ММВБ в котировальном списке «A1». У ЛСР имеются кредитные рейтинги от Moody's и Fitch на уровне «B2» и «B» соответственно прогноз «Стабильный», но они уже не дают шансов облигациям Компании претендовать на Ломбард ЦБ, поскольку не соответствуют новым требованиям Банка России, вступившим в силу с 1 июля 2011 года.

Напомним, что весной этого года (24 марта) ЛСР уже выходила на долговой рынок с первичным предложением биржевых облигаций серии БО–3 объемом 2 млрд руб., размещение которых состоялось с доходностью 9,73% годовых к погашению через 3 года. Отметим, что после данного размещения произошло ряд важных событий, в той или иной степени, затрагивающие кредитный профиль Компании.

Во-первых, Группа представила несколько слабые финансовые результаты за 2010 год по МСФО (последняя доступная консолидированная отчетность), которые стали отражением негативной ситуации на рынке недвижимости в 2008–2009 годы. Так, выручка сократилась на 2,1% до 49,95 млрд руб., показатель EBITDA – на 41,0% до 8,7 млрд руб., рентабельность EBITDA снизилась на 11,5 п.п. до 17,4%. Давление на маржинальность бизнеса было оказано реализацией жилья по низким кризисным ценам, а также вводом в эксплуатацию объектов недвижимости по госконтрактам. В результате, несмотря на сокращение размера долга в 2010 году («–19,8%» до 31,7 млрд руб. к 2009 году), долговая нагрузка Компании возросла – соотношение Долг/EBITDA составило 3,6х против 2,7х в 2009 году, Чистый долг/EBITDA – 3,5х против 2,5х соответственно. В то же время Группе удалось заметно улучшить временную структуру долга – на конец 2010 года доля кредитов и займов с погашением до 1 года составила 12,6% (или 3,988 млрд руб.) против 38,2% (15,1 млрд руб.) годом ранее. Пик исполнения обязательств приходится на 2013 год (9,76 млрд руб.), а также на 2015 год (15,8 млрд руб.).

Во-вторых, ЛСР выплатила дивиденды на сумму 1,55 млрд руб., купила кирпичный завод в Московской области за 1,24 млрд руб. и привлекла кредит на 6,3 млрд руб. в Сбербанке на 10 лет для строительства кирпичного завода в Ленинградской области. Безусловно, все эти события наряду с размещением биржевых облигаций Группы (серий БО–3 и БО–5 по 2 млрд руб. каждый) не будут способствовать уменьшению размера долга Группы и при прочих равных условиях могут привести к росту ее долговой нагрузки, по нашим оценкам, до 3,8–4,0х – Чистый долг/EBITDA. Тем временем явное улучшение состояния строительной отрасли и постепенное восстановление

спроса на рынке недвижимости могут позитивно сказаться на финансовом положении Группы и ее долговая нагрузка останется на уровне прошлого года. Отметим, что аналогичные ожидания высказало агентство Fitch, подняв рейтинг ЛСР еще в марте этого года до уровня «В» (прогноз «Стабильный»). Кроме того, весьма комфортная временная структура кредитного портфеля несколько сглаживает возможный рост долговой нагрузки Компании.

Финансовые результаты сравнимых компаний за 2010 год (МСФО)		
млрд руб.	ЛСР	ЛенСпецСМУ
Основные финансовые показатели		
Выручка	49,950	17,709
EBITDA	8,687	5,687
Чистая прибыль	1,742	3,778
% расходы	3,899	0,607
Активы	106,220	34,295
Денежные средства и их эквиваленты	1,327	2,751
Долг	31,703	9,164
Чистый долг	30,376	6,413
Показатели эффективности и покрытия долга		
Рентабельность EBITDA	17,4%	32,1%
Рентабельность по чистой прибыли	3,5%	21,3%
Долг/EBITDA	3,65	1,61
Чистый долг/EBITDA	3,50	1,13
EBITDA/% расходы	2,23	9,37
Фин. долг/Активы	0,30	0,27

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКа.

Предложенный ориентир доходности по новым биржевым облигациям ЛСР серии БО–5 несет премию порядка 40–60 б.п. к обращающемуся выпуску Группы серии БО–3 (YTM 8,31%/2,36 года), который был размещен в марте этого года и не вошел в Ломбард ЦБ. В целом, премия свыше 40 б.п. выглядит вполне достойно, учитывая незначительные различия в срочности бумаг, в том числе на фоне риска возможного увеличения долговой нагрузки Компании, поэтому участие в размещении, на наш взгляд, представляет интерес уже по нижней границе обозначенного ориентира. В то же время в качестве альтернативы предложению ЛСР могут выступить более короткие биржевые облигации ЛенСпецСМУ серии БО–2 (YTP 8,4–8,5%/1,13 года), но их низкая ликвидность может затруднить торговые операции.

Александр Полютков
polyutov_av@nomos.ru

Новое размещение: Меткомбанк (Череповец).

2 августа 2011 года состоится размещение биржевых облигаций ОАО «Меткомбанк» (Череповец) серии БО–01 объемом 1,5 млрд руб. Размещение выпуска будет осуществлено путем проведения конкурса по определению ставки 1 купона. Срок обращения выпуска – 3 года, предусмотрена 1,5–годовая оферта. Закрывания синдиката – 1 августа 2011 года. Ориентир ставки купона – 8,75–9,00% годовых, что соответствует доходности к оферте 8,95–9,20%.

В рэнкинге российских банков по активам Меткомбанк смотрится очень скромно, занимая на конец 1 квартала 2011 года 137 место с активами 18,9 млрд руб. При этом с начала года они сократились на 3%, хотя за весь прошлый год выросли на 23%, то есть увеличение шло выше среднеотраслевых значений. Особенно хорошо это видно на кредитном портфеле, который за 2010 год увеличился в 1,7 раза, а за 1 полугодие 2011 года – еще на 20%.

Несмотря на скромные масштабы бизнеса, Банк может быть интересен инвесторам «родственными» связями с Северсталью: по данным СМИ, конечным бенефициаром Банка является А.Мордашев (2 место в списке Forbes «Богатейшие бизнесмены России – 2011», состояние оценивается в 18,5 млрд долл.). Данный вопрос ни на сайте, ни в отчетности по МСФО подробно не раскрывается: на конец 2010 года Северстали принадлежало 19,18% капитала Банка, еще 67,91% – компании ООО «Капитал». Однако судя по плотным бизнес-связям, это действительно так: в обязательствах Банка напрямую на Северсталь приходится 32%, при этом на прочие

«связанные стороны» – еще 44%. Таким образом, с точки зрения фондирования деятельности Банка, его зависимость от акционерной структуры крайне высокая.

Показатели деятельности Меткомбанка (Череповец)			
Балансовые показатели, млн руб.	2009	2010	Изменение, %
ASSETS	16 007,2	19 686,6	23%
Cash and cash equivalents	2 124,1	1 699,9	-20%
% assets	13,3%	8,6%	---
Loans	6 705,6	11 613,8	73%
Loans (gross)	7 007,2	12 100,4	73%
% assets	41,9%	59,0%	---
NPL (>90дн.)	1,7%	2,0%	---
allowance for loan impairment	4,3%	4,0%	---
Customer accounts	13 303,6	15 455,3	16%
% assets	83,1%	78,5%	---
EQUITY	1 844,7	2 101,6	14%
% assets	11,5%	10,7%	---
H1 (достаточность капитала по РСБУ)	---	14,9%	---
Показатели прибыльности, млн руб.	2009	2010	Изменение, %
Net interest income	599,6	946,6	58%
Fee and commission income (net)	80,0	97,0	21%
Provisions charge for loan impairment	-117,5	-185,1	57%
Operating income*	752,4	1 193,1	59%
General Administrative expenses	-456,8	-700,5	53%
Profit for the year	142,8	245,8	72%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	Изменение, %
RoAA	---	1,4%	---
RoAE	---	12,5%	---
Cost / Income	60,7%	58,7%	-2%

Источник: данные компаний, расчеты НОМОС-БАНКа.

При этом в ликвидности Банк недостатка, исходя из отчетности, не испытывает: на конец 2010 года «подушка» составляла 7,1 млрд руб., то есть более 36% активов. Судя по показателям ликвидности по РСБУ, ситуация сохраняется комфортной и на середину текущего года: показатель мгновенной ликвидности (H2) – на уровне 130,6% (min 15%), текущей ликвидности (H3) – 95,85% (min 50%). В связи с этим размещение нового займа можно рассматривать не столько как привлечение средств, а как попытку «удлинения» пассивов, которые носят ярко выраженный долгосрочный характер, и / или диверсификации пассивов с целью снижения зависимости от акционера.

Кредитный портфель Банка в активах составляет более 50% (14,8 млрд руб. (gross) на конец 1 полугодия 2011 года), при этом ключевыми направлениями кредитования являются операции с крупными корпоративными клиентами и выдача кредитов физическим лицам на покупку автомобиля. Уровень просрочки на 1 июля составлял низкие 1,4%, при этом NPL (90+) на конец 2010 года – 2% (покрытие резервами – 2х). Помимо, видимо, качественной клиентской базы положительный эффект на значение NPL оказывают высокие темпы роста портфеля.

Акционеры поддерживают высокий уровень достаточности капитала (H1) у Банка, который на 1 июня 2011 года составил 13,4%. В том числе Банку в 2010 году был предоставлен субординированный кредит в размере 320 млн руб.

Структура прибыли Банка достаточно «консервативная»: 79% (947 млн руб. за 2010 год по МСФО) приходится на чистые процентные доходы, 8% (97 млн руб.) – на комиссионные доходы, еще 10% (118 млн руб.) за 2010 год составили доходы от операций с финансовыми инструментами. В целом по итогам 2010 года чистая прибыль составила 246 млн руб. по МСФО, RoAA – 1,4%. По РСБУ за 1 полугодие 2011 года она достигла 138 млн руб., RoAA – 1,2%.

Напомним, у Меткомбанка (ВЗ/Позитивный) уже обращается облигационный заем (с офертой 1 декабря 2011 года), однако ликвидность у него довольно слабая и рассматривать его в качестве ориентира можно с оговоркой. В целом, нам кажется целесообразным участвовать в займе на уровне доходности от 9,0% годовых (ближе к нижней граница диапазона). При этом на рынке достаточно много интересных альтернатив. Напомним, что книгу заявок

открыл КБ «Ренессанс Капитал» (ВЗ/В/В) с доходностью 9,73–10,14% к оферте через 2 года. Крайинвестбанк (–/В/–) БО–01 торгуется с 9,4% при дюрации 433 дня.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

«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 является 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, 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.

Полутов Александр
polyutov_av@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	tretiyakov_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.