

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 / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
КБ Кедр БО-01	B2 / - / -	нет	1 500	24 июн	28 июн	9,25% - 9,5% / 9,46 - 9,73%	п / а	1,5 / 3	от 9,5%
Сэтл Групп БО-01	- / - / -	нет	1 000	24 июн	п / а	12,0-12,7% / 12,36-13,1%	п / а	1,5 / 3	от 13,0%
Буровая компания Евразия 01	- / - / BV*	нет	5 000	27 июн	29 июн	9,0 - 9,5% / 9,2-9,72%	п / а	5 / 7	от 8,3%
КБ Держава 02	- / - / -	нет	1 000	29 июн	1 июл	10,25% - 10,75% / 10,51% - 11,04%	п / а	1 / 5	п / а
ЛК Уралсиб БО-04	- / - / B+	да	3 000	5 июл	7 июл	8,5-8,8% / 8,77-9,09	п / а	амортиз. / 3	от 8,8%
Новикомбанк БО-01	B2 / - / -	нет	3 000	5 июл	7 июл	8,5-9% / 8,68-9,19%	п / а	2 / 3	от 8,9%
СКБ-Банк БО-06	B1 / - / B	да	2 000	8 июл	12 июл	8,4-8,75% / 8,58-8,94%	п / а	2 / 3	от 8,6%
Энел ОГК-5 БО-18	Ba3 / - / -	да	5 000	27 июн	29 июн	7,5-7,75% / 7,64-7,9%	7,25-7,5% / 7,38-7,75%	- / 3	от 7,38%
Русфинанс Банк БО-01	Baa3 / - / -	да	4 000	30 июн	4 июл	7,25-7,5% / 7,38-7,64%	п / а	2 / 3	от 7,4%

Итоги размещений и закрытие книг на этой неделе

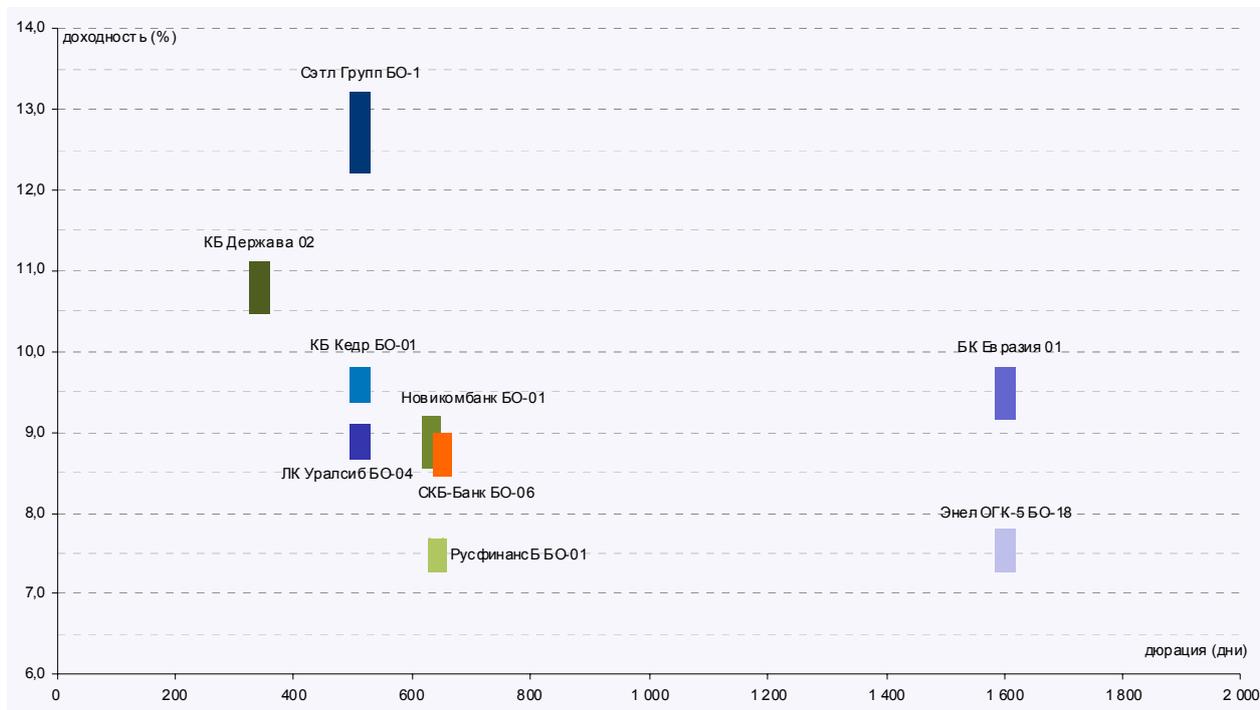
Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
КБ Центр-Инвест БО-01	B1 / - / -	да	1 500	17 июн	21 июн	8,5 - 9,0% / 8,68% - 9,2%	8,4% / 8,58%	1,5 / 3
КБ Центр-Инвест БО-05			1 000					
РСГ-Финанс 01	- / - / -	нет	3 000	20 июн	22 июн	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	10,75% / 11,04%	1,5 / 3
Дельта Кредит 06	Baa2 / - / -	да	5 000	20 июня	22 июн	7,15-7,65% / 7,28-7,79%	7,2% / 7,33%	3 / 5
МКБ БО-05	B1 / - / B+	да	5 000	21 июн	23 июн	8,9 - 9,4% / 9,1 - 9,62%	9,2% / 9,4%	- / 3
Теле2-Санкт-Петербург 01	- / - / BV*	да	5 000	22 июн	24 июн	9-9,5% / 9,20-9,72%	8,4% / 8,58%	5 / 10
Теле2-Санкт-Петербург 02			5 000					
Теле2-Санкт-Петербург 03			3 000					
Обувьрус - 01	- / - / -	нет	700	22 июн	28 июн	12,25-13,00% / 12,63-13,42%	12,25% / 12,63%	1,5 / 3
Кузбассэнерго-Финанс 01	- / - / -	нет	10 000	23 июн	27 июн	8,2 - 8,5% / 8,37 - 8,68%	8,05% / 8,2%	3 / 10
VimpelCom-17			500 млн долл.	-	22 июн	6,25%	6,2546%	- / 6
VimpelCom-22	Ba3 / BV / -	-	1,5 млрд долл.	-	22 июн	7,625%	7,504%	- / 11
VimpelCom-14			200 млн долл.	-	22 июн	-	LIBOR + 400 б.п.	- / 3

* - рейтинг головной компании

Комментарии:

- ЛК Уралсиб: выпуск получился коротким и доходным. 2
- Новикомбанк: ожидаем размещение на уровне доходности 8,9% и выше. 4
- СКБ-Банк: размещение на позитивной волне повышения рейтинга, ждем доходность от 8,6%. 4
- Размещение Энел ОГК-5 интересно по нижней границе – 7,25% годовых. 5
- Русфинанс Банк: предшествующее размещение ДельтаКредит подогреет интерес инвесторов. 7
- Буровая компания Евразия: опять рекламная доходность, интересно с 8,4%. 8

Распределение доходностей бумаг эмитентов первичного рынка



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 вкуче 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+/Нерат.	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 – 7,3% / 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/rqdate7DAOA1D/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.

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 рэнкинге 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 7,6–7,7% к оферте в мае 2012 года. Таким образом, с учетом увеличения дюрации 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.

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 рэнкинге 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 («B2»), 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%.

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

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 скептической 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 уравновешивает 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 7,7% / 336 дн.) и БО–05 (УТР 8,1% / 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

Размещение Энел ОГК–5 интересно по нижней границе – 7,25% годовых.

Вчера ОАО «Энел ОГК–5», подконтрольная итальянской Enel, открыла книгу заявок на биржевые облигации серии БО–18 объемом 5 млрд руб., закрытие которой намечено на 27 июня 2011 года, предварительная дата размещения – 29 июня. В день открытия книги Компания понизила ориентир ставки 1 купона по бумагам до уровня 7,25–7,5% годовых, что соответствует доходности 7,38–7,64% годовых к погашению через 3 года. Хотя ранее анонсировался диапазон ставки 1 купона в пределах 7,5–7,75% годовых. Отметим, что у Энел ОГК–5 имеется рейтинг от агентства Moody's на уровне «Вa3» прогноз «Стабильный», который дает возможность ее бумагам попасть в Ломбард ЦБ.

В целом, Энел ОГК–5 хорошо известна рынку, поскольку в настоящее время у Компании обращается два выпуска рублевых облигаций серий 01 и БО–15, а ее прозрачность находится на высоком уровне – Эмитент регулярно раскрывает свои финансовые результаты, а именно отчетность по МСФО на полугодовой основе и выборочные финансовые показатели – на ежеквартальной. При этом сейчас наиболее актуальными являются итоги Энел ОГК–5 за 1 квартал 2011 года, которые уже традиционно стали одними из лучших в отрасли, особенно в части маржинальности бизнеса. Так, на фоне увеличения выручки Компании за первые три месяца 2011 года на 15,3% до 15,5 млрд руб. относительно аналогичного периода 2010 года показатель EBITDA продемонстрировал рост на 20,2% до 3,7 млрд руб. при этом рентабельность EBITDA составила 24% («+1 п.п.» к 1 кварталу 2010 года). Позитивные изменения финансовых показателей Компании в отчетном периоде были вызваны увеличением ее доходов главным образом за счет роста цен на электроэнергию на 21,3%, а также доли либерализации на оптовом рынке электроэнергии (с 60% до 83%). Все это при грамотном управлении издержками позволило Энел ОГК–5 добиться роста прибыльности бизнеса.

Финансовые результаты Энел ОГК-5 в 2010-2011 гг. (МСФО)			
млрд руб.	1 кв. 2011	1 кв. 2010	1 кв. 2011 / 1 кв. 2010
Основные финансовые показатели			
Консолидированная выручка	15,548	13,489	15,3%
ЕБИТДА	3,726	3,100	20,2%
Чистая прибыль	2,063	2,525	-18,3%
Рентабельность EBITDA	24,0%	23,0%	1,0 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	13,3%	18,7%	-5,4 п.п.
	1 кв. 2011	2010	1 кв. 2011 / 2010
Активы	107,085	100,582	6,5%
Чистый долг	20,227	20,203	0,1%
Чистый долг/EBITDA	1,7	2,2	-
ЕБИТДА/% расходы	10,0	7,4	-
Чистый долг/Активы	0,2	0,2	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКа

Что касается долговой нагрузки, то на конец марта 2011 года ее уровень заметно снизился (соотношение Чистый долг/EBITDA составило 1,7х против 2,2х по итогам 2010 года), причем в основном благодаря росту нормы прибыли, в то время как размер чистого долга остался практически неизменным относительно прошлого года (20,23 млрд руб.). Отметим, что в 2011 году Компании предстоит рефинансировать около 5,49 млрд руб., что с учетом собственных финансовых возможностей Эмитента не составит труда сделать. При этом размещение новых биржевых бондов на 5 млрд руб., на наш взгляд, не приведет росту долговой нагрузки Компании в 2011 году, если учесть погашение в сентябре этого года других ее облигаций серии 01 тем же объемом 5 млрд руб. Кроме того, по состоянию на конец марта этого года у Энел ОГК–5 было открыто кредитных линий в банках на общую сумму 38,5 млрд руб. Учитывая все это, мы считаем, что собственного финансового потенциала Компании и внешних кредитных ресурсов будет вполне достаточно и для реализации масштабной инвестпрограммы, которая на 2011–2015 годы запланирована в размере 33,8 млрд руб.

Обращающиеся выпуски Энел ОГК–5 серий 01 (УТМ 4,97%/0,27 года) и БО–15 (УТР 6,14%/0,98 года) в настоящее время не отличаются высокой ликвидностью, причем, в первом случае, скорее всего, из-за близости срока погашения (в сентябре 2011 года), а во втором – доходность бумаг, на наш взгляд, уже довольно справедливо оценена рынком (спрэд к кривой ОФЗ порядка 100–120 б.п.). Вместе с тем, на отрезке дюрации до 3 лет конкуренцию первичному предложению Энел ОГК–5 могут составить биржевые облигации Якутскэнерго серии БО–1 (УТМ 7,45%/2,02 года) и Иркутскэнерго серии БО–1 (7,64%/2,54 года), которые предлагают сопоставимый уровень доходности при более короткой дюрации. В свою очередь, бумаги Иркутскэнерго при сопоставимых кредитных метриках эмитентов уступают выпуску Энел ОГК–5 отсутствием возможности попасть в Ломбард ЦБ из-за неимения кредитного рейтинга, что, вероятно, предопределило их весьма низкую ликвидность. Что касается Якутскэнерго, то несмотря рейтинг «ВВ» от Fitch на ступень выше, чем у Энел ОГК–5 («Ва3»/Стабильный), кредитное качество итальянской «дочки» заметно выше как в части масштабов (20,5 млрд руб. против 52,6 млрд руб. соответственно в 2010 году), так и маржинальности бизнеса (12,0% против 17,6%), при схожем уровне долговой нагрузки (2,4х против 2,2х). Благоклонность Fitch к Якутскэнерго, скорее всего, объясняется участием в ее капитале государственной ПАО ЕЭС Востока (владеет долей 47,39%), а также социальной значимостью Компании для региона, где у нее практически монопольное положение на рынке. Принимая во внимание различия кредитных профилей перечисленных компаний и уровень доходности их бумаг, мы считаем участие в размещении биржевых облигаций Энел ОГК–5 интересным, начиная с нижней границы заявленного диапазона на уровне 7,25% годовых, то есть с доходностью 7,38% годовых к погашению.

Александр Полутов
polyutov_av@nomos.ru

Русфинанс Банк: предшествующее размещение ДельтаКредит подогреет интерес инвесторов.

Русфинанс Банк (Ваа3 / – / –) начал размещение выпуска серии БО–01 объемом 4 млрд руб. Закрытие книги – 30 июня, размещение планируется 4 июля. Предложенный диапазон купона по бумагам – 7,25–7,5%, что соответствует доходности 7,38–7,64% годовых к 2–летней оферте.

Напомним, что Русфинанс Банк вошел в структуру российского дивизиона Societe Generale в качестве дочернего банка Росбанка. Объединение последнего с БСЖВ должно завершиться в июле текущего года. Таким образом, с Банком ДельтаКредит, закрывшим книгу на текущей неделе по займу серии 06 с купоном 7,2% (УТР 7,33% к 3–летней оферте), Эмитента объединяет «сестринское» положение в семействе SG в России.

Эмитент имеет ярковыраженную розничную специализацию, состоящую из четырех основных направлений: кредитные карты, кредиты наличными, авто– и потребительские кредиты. Размер активов по состоянию на 1 июня 2011 года – 82 млрд руб. В рэнкинге российских банков он стоит на 45 месте, уступая по величине бизнеса таким частным розничным банкам как Русский Стандарт (29 место), ХКФ–Банк (37 место) и КБ Восточный (40 место). Размер кредитного портфеля (gross) на 1 июня составил более 88 млрд руб., просрочка (по РСБУ) – 11%. С точки зрения фондирования отметим, что как и ДельтаКредит Эмитент находится в существенной зависимости от средств аффилированных структур – доля финансирования от банков–нерезидентов достигает половины обязательств Банка. Также Кредитная организация характеризуется высоким уровнем достаточности собственных средств (Н1) – 25,12%, что позволяет ей себя чувствовать уверенно при текущем уровне просроченной задолженности и несет в себе хороший потенциал для дальнейшего роста Банка. При этом капитал пополняется за счет существенного объема прибыли – за 5 месяцев чистой финансовый результат составил 2,4 млрд руб.

У Русфинанс Банка уже обращается 4 выпуска облигаций серий 8, 9, 10, 11, причем ликвидные первые два, торгующиеся с УТР 6,63% при дюрации 438 дней. Отметим, что к кривой крупных госбанков и дочек банков–нерезидентов у бумаг Эмитента сложилась премия порядка 50 б.п. Таким образом у 2–летней бумаги справедливой выглядит доходность от 7,4% годовых. При этом размещение ДельтаКредит повысило интерес инвесторов к бумагам Группы. И хотя у Русфинанс Банка мы не увидели поручительства со стороны SG, тем не менее, сложившийся позитив вокруг обязательств «сестры» будет способствовать росту спроса на выпуск Эмитента.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Буровая компания Евразия: опять рекламная доходность, интересно с 8,4%.

Вчера была открыта книга на дебютный выпуск облигаций Буровая компания Евразия («BB» Fitch). Эмитент размещает облигации объемом в 5 млрд руб. сроком на 7 лет и офертой через 5 лет. Бумаги предлагаются с купоном в 9,0–9,50% годовых (УТР 9,20–9,72%). Книга заявок будет закрыта 27 июня, размещение запланировано на 29 июня.

Для Компании это первое заимствование на локальном рынке. Эмитент является российской дочкой группы компаний Eurasia Drilling Company limited (EDC), которая занимает лидирующее место на рынке сервисных услуг бурения в СНГ. По итогам прошлого года доля Компании составляла 24%, уступая лишь компании Сургутнефтегаза (26%). Отметим, что среди независимых участников этого рынка Евразия лидирует со значительным отрывом – для сравнения, Интегра занимает 2%. Характеристикой данного рынка является тот факт, что компании редко в действительности бывают абсолютно независимыми от того или иного игрока. Так, если Интегра ранее была аффилирована с ТНК-ВР, то в основе бизнеса Евразии лежит кэптивная компания ЛУКОЙЛа, которая была продана в 2004 году. Несмотря на продажу бизнеса, большая часть выручки формируется за счет проектов ЛУКОЙЛа. Так, в прошлом году доля такого сотрудничества составляла 57% в консолидированных продажах Предприятия. Вместе с тем, Евразия старается диверсифицировать свой портфель: в прошлом году начато сотрудничество с ТНК-ВР. С другой стороны, все же мы видим риски в том, что 86% выручки формируют ЛУКОЙЛ и Газпром нефть. Однако учитывая характер российского рынка нефти и газа, другого ожидать довольно сложно. За прошлый год Евразия росла несколько медленнее, чем в среднем рынок: количество скважин, пробуренных на территории России, выросло за 2010 на 18%, в то время как у Евразии на 9%. Последнее объясняется активным ростом работ со стороны Сургутнефтегаза. Мы считаем, что в нынешнем году у Компании есть возможности нарастить объем выполняемых работ на уровне рынка. Здесь мы основываемся на соглашении с сервисной компанией Schlumberger, которое предусматривает обмен активами: Евразия продает сервисный блок и получает буровые активы и активы по ремонту скважин от Schlumberger. Так же в феврале Эмитент заключил соглашение о покупке активов кэптивной компании Славнефти за 150 млн долл. На этот год Евразия ожидает рост на 17% при соответствующем прогнозе рынка. Важным моментом является то, что Компания планирует развивать машиностроительный сегмент, по аналогии с Интегроей, и планирует на своей площадке в Калининграде строить буровые установки. В прошлом году дебютом для Компании стала установка «Ермак».

Финансовые результаты Eurasia Drilling Company Limited (US GA AP)			
млн долл.	2009	2010	%
Основные финансовые показатели			
Выручка	1382,2	1812,2	31,1%
Операционная прибыль	214,2	294,0	37,3%
ЕВПДА	319,8	435,8	36,3%
Операц. ден. поток	409,5	322,6	-21,2%
Чистая прибыль	165,5	207,4	25,3%
% расходы	13,5	15,1	11,8%
Operation margin	15,5%	16,2%	1%
ЕВПДА margin	23,1%	24,1%	1%
Net profit margin	12,0%	11,4%	-1%
	2009	2010	%
Основные балансовые показатели			
Активы	1523,4	1954,1	28,3%
Внеоборотные активы	728,6	877,0	20,4%
Основные средства	684,2	765,2	11,8%
Денежные средства	433,7	629,5	45,1%
Финансовый долг	182,2	403,9	121,7%
краткосрочный	31,8	117,6	269,7%
долгосрочный	150,4	286,4	90,4%
Чистый долг	-251,5	-225,5	-10,3%
Показатели покрытия долга			
Debt/ЕВПДА	0,57	0,93	0,36
Net debt/ЕВПДА	отриц.	отриц.	-
ЕВПДА/%	23,65	28,82	5,17
Debt/Assets	0,12	0,21	0,09

Источник: данные Компаний, расчеты НОМОС-БАНКа

Финансы Компании в целом не вызывают нареканий. Здесь, прежде всего, стоит отметить, что EDC в 2007 году провела IPO на Лондонской бирже, что обязывает Компанию к публичности и информационной открытости. Последнее, стоит отметить, находится на довольно высоком уровне. Отметим, что, несмотря на некоторое снижение выручки в кризисные годы, Евразия сохраняла положительный операционный денежный поток и формировала завидную на тот момент для многих российских компаний рентабельность. Согласно отчетности по итогам 2010 года, выручка составила 1,8 млрд долл. (+31%), EBITDA – 435,8 млн долл. (+36%). Отметим, довольно высокую маржу (EBITDA) Компании – 24%, которая даже несколько превышает средние показатели нефтяных компаний. Долг Компании на конец прошлого года составлял 403,9 млн долл. (Debt/EBITDA –0,9x), что вкуче с весомым запасом денежных средств 629,5 млн долл. формирует отрицательный чистый долг. Учитывая это, не только текущий заем в 5 млрд руб., но и вся зарегистрированная программа локальных бондов на 11 млрд не должна привести к значительному ухудшению метрик. Единственным моментом, к которому можно «придраться» в отчетности прошлого года, – сокращение операционного денежного потока с 409 млн долл. в 2009 году до 322,6 млн долл. в прошедшем. Последнее было обусловлено ростом дебиторской задолженности и увеличением запасов.

Принимая в совокупности сильные операционный и финансовый профили, а также ломбардный рейтинг «BB», понятно, что доходность, предложенная инвесторам (9,2–9,72%), уже традиционно носит некоторый рекламный характер. Вследствие этого мы постараемся определить справедливый минимальный уровень доходности, при котором инвестиции смотрятся все еще справедливо. Прежде всего, отметим, что за последнее время дюрация в пять лет довольно популярна у эмитентов. Так, недавно с соответствующей срочностью были закрыты книги Евразия (S&P «В+»/ Fitch «BB–») и Мечела (Moody's «B1») с одинаковым купоном в 8,4% (YTP 8,6%), НК Альянс (S&P «В+»/Fitch «В») – 8,85% (YTP 9,04%). Размещение последнего эмитента нам кажется вполне неплохим ориентиром. Рейтинг у нефтяной компании на сегодняшний день, если смотреть по агентству Fitch, на 2 ступени ниже чем у Евразии, кредитный профиль слабее при несколько большем масштабе бизнеса у НК Альянс. Исходя из этого, и учитывая необходимую премию за дебют (до 30 б.п.), мы видим дисконт бумаг Евразии к пятилетним бондам Альянса порядка 50–70 б.п., что соответственно определяет справедливые уровни для Буровой компании как 8,3–8,5% (купон 8,15–8,35%).

Игорь Голубев
igolubev@nomos.

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.