

Календарь событий

Облигации, book-building

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Сэтл Групп БО-01*	- / - / -	нет	1 000	п / а	п / а	12,0-12,7% / 12,36-13,1%	п / а	1,5 / 3	≥13,0%
РСГ-Финанс 01*	- / - / -	нет	3 000	п / а	п / а	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	п / а	1,5 / 3	**

Облигации, аукцион

Волгоградская область 34005	- / ВВ- / -	да	3 000	-	11 май	7,25-7,85% / 7,4-8,0%	п / а	- / 5 (амортиз.: 3,3 года)	7,6-7,9%
-----------------------------	-------------	----	-------	---	--------	-----------------------	-------	----------------------------	----------

Еврооблигации

ЛОКО-Банк (суборд.)	B2 / - / B+	да	\$50 млн	п / а	п / а	10,5-11,5%	п / а	до 5,5 лет	10,5-11,0%
---------------------	-------------	----	----------	-------	-------	------------	-------	------------	------------

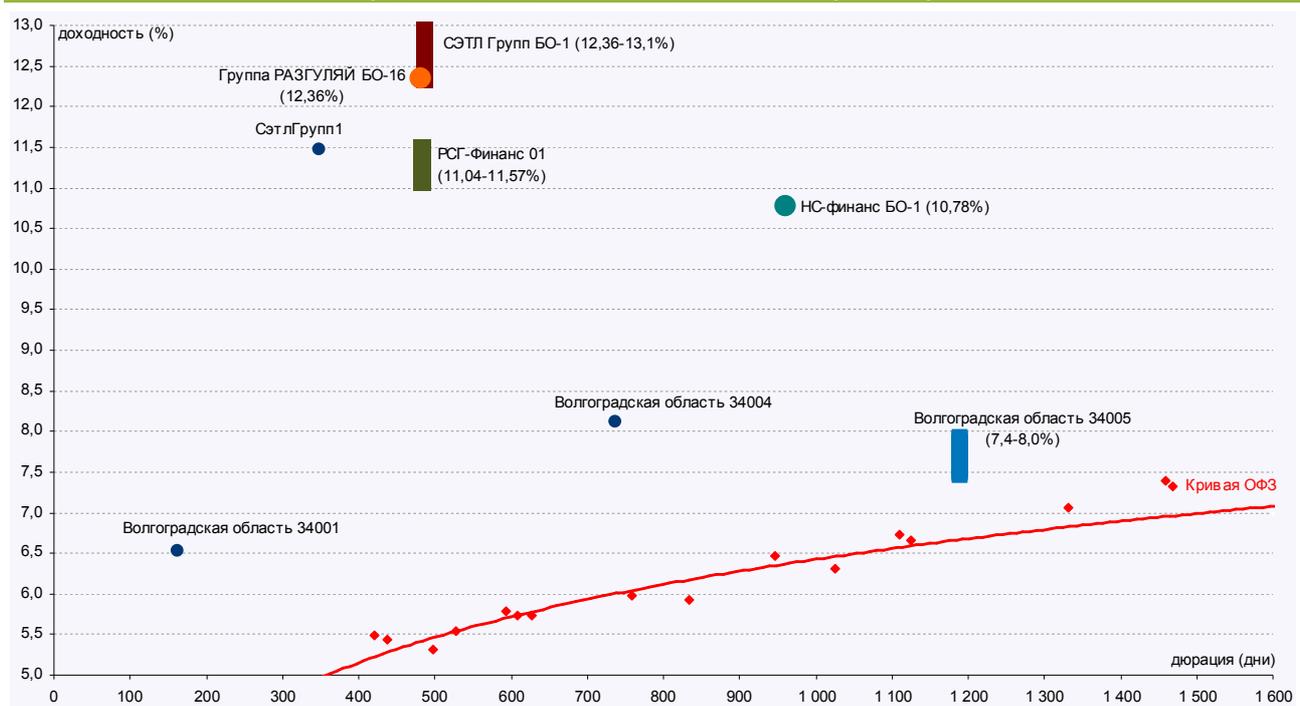
Итоги размещений и закрытие книг на этой неделе

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
НС-финанс БО-1	- / - / -	нет	2 000	4 май	6 май	п / а	10,5% / 10,78%	- / 3
Группа РАЗГУЛЯЙ БО-16	- / - / -	нет	3 000	29 апр	11 май	11,5-12,25% / 11,83-12,63%	12,0%/12,36%	1,5 / 3

* - pre-marketing

** - см. в следующих обзорах

Распределение доходностей облигаций эмитентов первичного рынка



Волгоградская область: первичное предложение – интересно с доходностью 7,6–7,9% годовых.

На этой неделе комитет бюджетно–финансовой политики и казначейства Администрации Волгоградской области сообщил, что проведет 11 мая 2011 года размещение выпуска облигаций региона серии 34005 на сумму 3 млрд руб. Ставка 1 купона будет определена на конкурсе. Срок обращения облигаций составляет 5 лет, дюрация займа – 3,3 года, поскольку по выпуску предусмотрена амортизация номинала: по 25% – через 2,5 года и 3,5 года, 30% – через 4,5 года и 20% – через 5 лет. Ориентир по доходности облигаций находится в диапазоне 7,4–8% годовых.

Волгоградская область далеко не новичок на долговом рынке рублевых облигаций. В настоящее время у региона в обращении находятся 4 выпуска общим объемом по номиналу 5 млрд руб., но они являются неликвидными, поэтому уровень их доходности вряд ли применим в качестве ориентира по новым бумагам области. Вместе с тем, на долговом рынке присутствуют бумаги регионов, сопоставимых по кредитному профилю с Волгоградской областью. Так, по размеру бюджета, доле собственных доходов, уровню долговой нагрузки и с кредитным рейтингом «BB(+/-)» к ним можно отнести: Белгородскую, Ленинградскую, Ярославскую и Иркутскую области, Республику Коми. Ликвидность облигаций данных регионов также невысока, но их спрэд, сложившийся за последнее к кривой ОФЗ, составляет порядка 90–120 б.п. на отрезке дюрации 2–3 года. В свою очередь, обозначенный Волгоградской областью ориентир доходности ее новых бумаг предлагает спрэд к кривой ОФЗ порядка 80–140 б.п. Отдельно стоит отметить прошедшее в середине апреля этого года размещение облигаций Ярославской области серии 34010 объемом 3 млрд руб. (аукцион проходил по цене), по итогам которого доходность бумаг была установлена на уровне 7,43% годовых при дюрации 2,47 года, что соответствует цене 101,31%. Но по данной цене выпуск был размещен не в полном объеме: эмитентом было реализовано облигаций на 1,846 млрд руб. (по номинальной стоимости – 1,822 млрд руб. или 60,7% от всего предложенного объема).

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов за 2010 год															
Регион	Доходы			Соб. Доходы			Расходы			Дефицит/Профицит			Долг	Долг/Соб. дох.	% соб. дох-в
	План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е			
млрд руб.															
Республика Коми	39,0	39,9	102,3%	30,9	31,8	102,8%	39,7	38,5	97,0%	-0,7	1,4	-194,5%	5,4	16,9%	79,6%
Ярославская область	40,4	39,7	98,3%	27,2	26,4	97,1%	44,7	41,9	93,7%	-4,3	-2,2	51,2%	12,0	45,4%	66,5%
Белгородская область	48,6	50,6	104,0%	30,3	31,6	104,5%	52,5	51,9	98,8%	-3,9	-1,4	34,4%	15,3	48,4%	62,5%
Ленинградская область	50,1	52,6	105,1%	40,1	43,1	107,3%	51,7	50,0	96,8%	-1,6	2,6	-157,2%	5,3	12,4%	81,9%
Волгоградская область	59,8	57,4	96,0%	43,6	41,3	94,6%	66,3	59,6	89,8%	-6,5	-2,2	33,8%	9,4	22,9%	72,0%
Иркутская область	75,2	75,7	100,7%	51,0	51,5	101,0%	73,6	69,9	95,0%	1,6	5,8	365,0%	7,4	14,4%	68,0%

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство

Рейтинги сравниваемых регионов				
Наименование	Агентство	Дата	Рейтинг	Прогноз
Белгородская область	Moody's	16.12.10	Ba1	Стабильный
Волгоградская область	S&P	23.12.09	BB-	Негативный
Иркутская область	S&P	22.03.11	BB-	Позитивный
Ленинградская область	S&P	20.12.10	BB	Позитивный
	Fitch	18.06.10	BB	Стабильный
	Fitch	17.11.10	BB	Стабильный
Республика Коми	Moody's	15.12.06	Ba2	Стабильный
Ярославская область	Fitch	19.11.10	BB-	Позитивный

Источник: Cbonds

Кредитное качество Волгоградской области по итогам 2010 года находилось на хорошем уровне: доходы составили 57,4 млрд руб., расходы – 59,6 млрд руб., дефицит – 2,2 млрд руб., собственные доходы – 41,3 млрд руб. (или 72% от всех доходов), госдолг – 9,4 млрд руб., соотношение госдолг/собственные доходы – 22,9%. В 2011 году запланирован рост собственных доходов региона на 14,5% до 47,3 млрд руб., причем их доля в общих доходах также должна возрасти с 72% в 2010 году до 82% в текущем.

Таким образом, учитывая уровень кредитного качества Волгоградской области, сложившийся спрэд бумаг сопоставимых регионов к кривой ОФЗ и итоги прошедшего в апреле размещения облигаций Ярославской области, а также дефицит «нового» предложения в сегменте субфедерального долга, мы считаем справедливой для облигаций Эмитента доходность на уровне 7,6–7,9% годовых при дюрации 3,3 года. Но итоги размещения, как мы полагаем, определит ситуация с ликвидностью на рынке в день аукциона.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Размещение НС–финанс: рефинансирование предыдущего займа?

ООО «НС–финанс» открыло 3 мая книгу заявок на биржевые облигации серии БО–01 объемом 2 млрд руб. Закрытие книги – 4 мая текущего года. Размещение займа на ФБ ММВБ состоится 6 мая 2011 года. Срок обращения выпуска – 3 года.

Компания является «дочкой» КБ «Национальный стандарт». Напомним, этот банк принадлежит Льву Каветному (53 место Forbes «Богатейшие бизнесмены России – 2011», состояние оценивается в 1,8 млрд долл.). Заем для Эмитента не первый – сейчас на рынке обращается выпуск серии 01 объемом также 2 млрд руб. Он неликвидный, а сроки погашения наступают 25 мая текущего года. На наш взгляд, объем и сроки размещения нового займа сигнализируют, что речь идет большей частью о рефинансировании и участники рынка вряд ли увидят существенные обороты по новому выпуску. Косвенно подтверждает это и открытие книги всего на 2 дня. При этом отсутствие международных рейтингов и 90 место в рэнкинге по активам также не способствуют возникновению ажиотажа вокруг бумаг Банка.

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

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

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

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

Стоит отметить, что индикатив доходности по новому выпуску биржевых облигаций Комос Групп предлагает премию порядка 100–260 б.п. к немногочисленным и низколиквидным бумагам компаний потребительского сектора, таким как: Группа Черкизово (УТМ 8,14%/843 дн.) и Синергия (УТР 8,16%/521 дн.), которые, в свою очередь, отличаются большей транспарентностью бизнеса, наличием консолидированной отчетности по международным стандартам и имеют кредитные рейтинги на уровне «B2» и «B» от Moody's и Fitch соответственно со «Стабильным» прогнозом.

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

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

Отдельно отметим, что на сегодняшний день достаточно мало актуальных данных о Комос Групп и Группе «РАЗГУЛЯЙ», касающихся кредитного профиля эмитентов, поэтому наше видение их кредитного качества и

рекомендации участия в размещениях будут представлены в специальном обзоре после получения дополнительной информации от компаний.

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

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

На этой неделе пре-маркетинг выпуска биржевых облигаций серии БО–1 объемом 1 млрд руб. начала компания Сэтл Групп. Индикатив ставки купона по бумагам составляет 12,0–12,7% годовых, что соответствует доходности на уровне 12,36–13,10% годовых к оферте через 1,5 года. Планируемая дата размещения – апрель–май этого года. Эмитент не новичок на долговом рынке и в настоящее время в обращении находится выпуск облигаций серии 01 (YTM 12,01%/375 дн.), который, тем не менее, не отличается ликвидностью, что затрудняет позиционирование нового займа относительно него. Вместе с тем, совсем недавно, 24 марта 2011 года, состоялось размещение биржевых облигаций эмитента из строительной отрасли компании ЛСР серии БО–3 объемом 2 млрд руб. По итогам book building ставка 1 купона по данному выпуску была установлена на уровне 9,5% годовых, что соответствует доходности 9,73% годовых к погашению через 3 года. Стоит отметить, что в ходе пре-маркетинга к облигациям ЛСР был проявлен повышенный интерес инвесторов, поскольку сначала предложенный выпуск меньшего объема серии БО–4 объемом 1,5 млрд руб. был заменен на бумаги большего номинала серии БО–3 объемом 2 млрд руб., а затем, ориентир доходности по облигациям был понижен организатором займа с 9,65–9,9% годовых до 9,5–9,65% годовых.

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

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС–БАНКА

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

Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

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

Сегодня мы продолжаем рассматривать выпуски еврооблигаций, которые находятся в процессе размещения. Напомним – сейчас идет road show субординированного займа ЛОКО–Банка объемом 50 млн долл. сроком до 5,5

лет с ориентиром доходности 10,5–11,5% годовых. Срок обращения – до 5,5 лет.

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

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

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@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
Сопровождение эмиссий	(495) 797-32-48	
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
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	(495) 797-32-48	
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.