

28 сентября 2012 г.

Если на прошлой неделе мы рассуждали об активности эмитентов, то на текущей неделе мы наблюдали настоящий ажиотаж на первичном рынке – сейчас открыты книги по 15 выпускам облигаций и еврооблигаций на сумму более 50 млрд руб., что превышает предложение пятницы прошлой недели почти в 2 раза. Финансовый сектор занимает часто и понемногу – 9 предложений на рынке именно с его стороны. Тем не менее, корпоративный сектор выходит с более «оптовыми» предложениями, в результате, будучи в численном меньшинстве, спрос с его стороны составляет около 60% от текущего объема размещений. Интересно, что банковский сектор прибегает к краткосрочным заимствованиям, выставляя оферты через 1 год, в то время как компании предпочитают тестировать более долгосрочную дюрацию. Пример тому – размещение КАМАЗа и ФСК ЕЭС.

Среди привлекательных выпусков мы отмечаем Мегафон, предлагающий доходность 8,37-8,63% годовых к оферте через 2 года. В более высокодоходном сегменте мы бы обратили внимание на УБРиР и Меткомбанк, которые при довольно сильно акционерной структуре предлагают доходности 12,63-13,16% и 12,36-12,63% годовых соответственно.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Планируемая дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW ФСК ЕЭС, 25	Baa2/BBB/-	Да	15 000	28 сен	2 окт	8,50-8,75%/8,68-8,94%	8,40-8,60%/8,58-8,78%	4/15	от 8,9%
УБРиР, БО-1	-B/-	Да	2 000	28 сен	2 окт	12,75%/12,63-13,16%	-	1/3	от 12,63%
NEW Камаз БО-3	-/-/-	*	2 000	1 окт	4 окт	10,75%/10,51-11,04%	-	-/3	от 10,7%
Марий Эл 34006	-/-/BB	Да	1 500	1 окт	4 окт	8,98-9,21%/9,10-9,35%	-	аморт/1,99	от 9,3%
NEW Банк Санкт-Петербург, БО-8	Ba3/-/-	Да	5 000	2 окт	8 окт	9,15-9,65%/9,36-9,88%	-	1/3	от 9,7%
НОВИКОМБАНК БО-4	B2/-/-	Да	2 000	2 окт	9 окт	10-10,5%/10,25-10,78%	-	1/3	от 10,25%
NEW ФК Открытие, 03	-/-/-	Нет	7 000	3 окт	5 окт	10,75%/10,65-11,19%	-	1/5	-
NEW Мегафон Финанс, 05	Baa3/BBB-/BB+	Да	10 000	4 окт	11 окт	8,20-8,45%/8,37-8,63%	-	2/10	от 8,4%
NEW Кредит Европа Банк, БО-3	Ba3/-/BB-	Да	5 000	5 окт	9 окт	9,75-10,25%/9,99-10,51%	-	1/3	от 10,25%
NEW Меткомбанк, БО-5	B2/-/-	Да	1 500	5 окт	9 окт	12-12,5%/12,36-12,63%	-	1/3	от 12,4%
NEW Ак Барс, БО-1	B1/-/BB-	Да	5 000	n/a	n/a	9,1-9,5%/9,31-9,73%	-	1/3	от 9,7%
ИКС 5 Финанс, БО-1	-B+/-	Да	5 000	n/a	4 окт	9,50-9,90%/9,73-10,15%	-	-/3	от 10%
NEW РСГ ФИНАНС, 02	-B/-/-	Да	2 500	окт.	окт.	13,75%/13,69-14,22%	-	1,5/3	от 14%
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
NEW Russian Standart	Ba3/B+/B+	-			road show 27/09-02/10			-	см. коммент.
NEW Severstal	Ba1/BB+/BB	-			road show с 01/10				-
Eurasian Development Bank - 2017	A3/BBB/BBB	-	5 млрд руб.	-	-	8,375%	8,0-8,25%	5	от 8,1%
Выпуск	Рейтинг, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, аукционы, book building									
РЕСО, БО-2	-BB+/-	Да	5 000	-	25 сен	8,7-8,9%/8,89-9,20%	-	8,7%/8,89%	1/10
Первобанк, БО-3	B3/-/-	Да	2 000	20 сен	25 сен	11,25%/11,04-11,57%	-	11%/11,3%	1/3
МКБ БО-3	B1/B+/-	Да	3 000	21 сен	25 сен	9,5-10%/9,73-10,25%	-	9,75%/9,99%	1/3
Альфа-Банк, БО-3	Ba1/BB/BBB-	Да	10 000	26 сен	28 сен	8,25-8,50%/8,42-8,68%	-	8,45%/8,63%	-/3
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
VTB ECP	-BBB/BBB	-	125 млн долл.	26 сен	26 сен	2,2%	-	2,2%	1

* предыдущие выпуски включены в список РЕПО ЦБ

Источник: данные эмитентов, организаторов, Cbonds, Finambonds и др.

Комментарии к размещениям**NEW Мегафон Финанс (Baa3/BBB-/BB+)**

МегаФон уже длительное время отсутствовал на долговом рынке, тем не менее, интерес к выпуску, наверняка, будет повышенным. На наш взгляд, выпуск МегаФон Финанс в сравнении с бумагами других операторов выглядит интересно с доходностью от 8,4% годовых.

NEW ФСК ЕЭС (Baa2/BBB-/)

Учитывая традиционно низкую ликвидность бумаг на длинном отрезке кривой компании, а также возможные риски ухудшения ее кредитного профиля при объединении с МРСК, мы считаем интересным участие ближе к верхней границе объявленного индикатива.

NEW КАМАЗ (-/-/-)

Аналогов доходности в сегменте машиностроения нет, однако традиционная низкая ликвидность бумаг завода требует дополнительной премии. Мы рекомендуем участие от 10,7%.

NEW Банк Санкт-Петербург (Ba3/-/-)

Новые бонды банка представляют интерес с доходностью ближе к верхней границе индикатива на фоне бумаг банков аналогичной рейтинговой группы и с поправкой на слабые результаты 1 пол. 2012 г.

NEW Кредит Европа Банк (Ba3/-/BB-)

Уже по нижней границе предложенного ориентира доходности выпуск смотрится вполне премиально, но учитывая историю предыдущих выпусков, где сохраняется низкая ликвидность и факт того, что бумаги торговались большую часть времени ниже номинала, мы рекомендуем участие от середины обозначенного диапазона – 10,2-10,3%.

NEW Меткомбанк (B2/-/-)

Высокая зависимость по пассивам от аффилированной Северстали приводит к позиционированию займа именно по отношению к данной компании. Премия к Северстали составляет 450-480 б.п., что довольно много для «зависимых» банков. Рекомендуем участвовать в займе с УТР от 12,4% годовых.

NEW Ак Барс Банк (B1/-/BB-)

Последний год для банка был наполнен довольно негативными новостями: снижением рейтингов и нарушением ковенант. На наш взгляд, в новом выпуске интересно участвовать ближе к верхней границе диапазона, что даст премию к последнему размещению Банка ЗЕНИТ (Ba3/-/B+) порядка 30 б.п.

NEW РСГ-Финанс (-/B/-)

Выпуск РСГ-Финанс подойдет инвесторам, толерантным к уровню риска выше среднего и готовым к длительному вложению средств, за что они вполне могут требовать компенсацию в виде доходности от 14% годовых.

NEW Банк Русский Стандарт (Ba3/B+/B+)

Ориентиром для нового выпуска может служить предыдущее размещение еврооблигаций в июле 2012 года. В новом займе интересно участвовать с доходностью от 9,75% годовых и выше в зависимости от дюрации.

NEW ЕАБР (A3/BBB/BBB)

Предложенный уровень доходности по рублевым евробондам ЕАБР порядка 8,375% на фоне последнего размещения Газпромбанка смотрится и торгующихся бумаг РСХБ смотрятся интересно, но больших подвижек от этого ориентира мы не ждем.

УБРиР (-/B/-)

По нашему мнению, кредитное качество эмитента, его акционерная структура и международные рейтинги делают интересным текущее предложение уже по нижней границе обозначенного диапазона доходности, то есть от 12,6% годовых.

Республика Марий Эл (-/-/BB)

Основываясь на результатах последних размещений субъектов РФ и учитывая умеренный кредитный

профиль республики, мы рекомендуем бумаги к покупке лишь ближе к верхней границе индикатива – от 9,3% годовых.

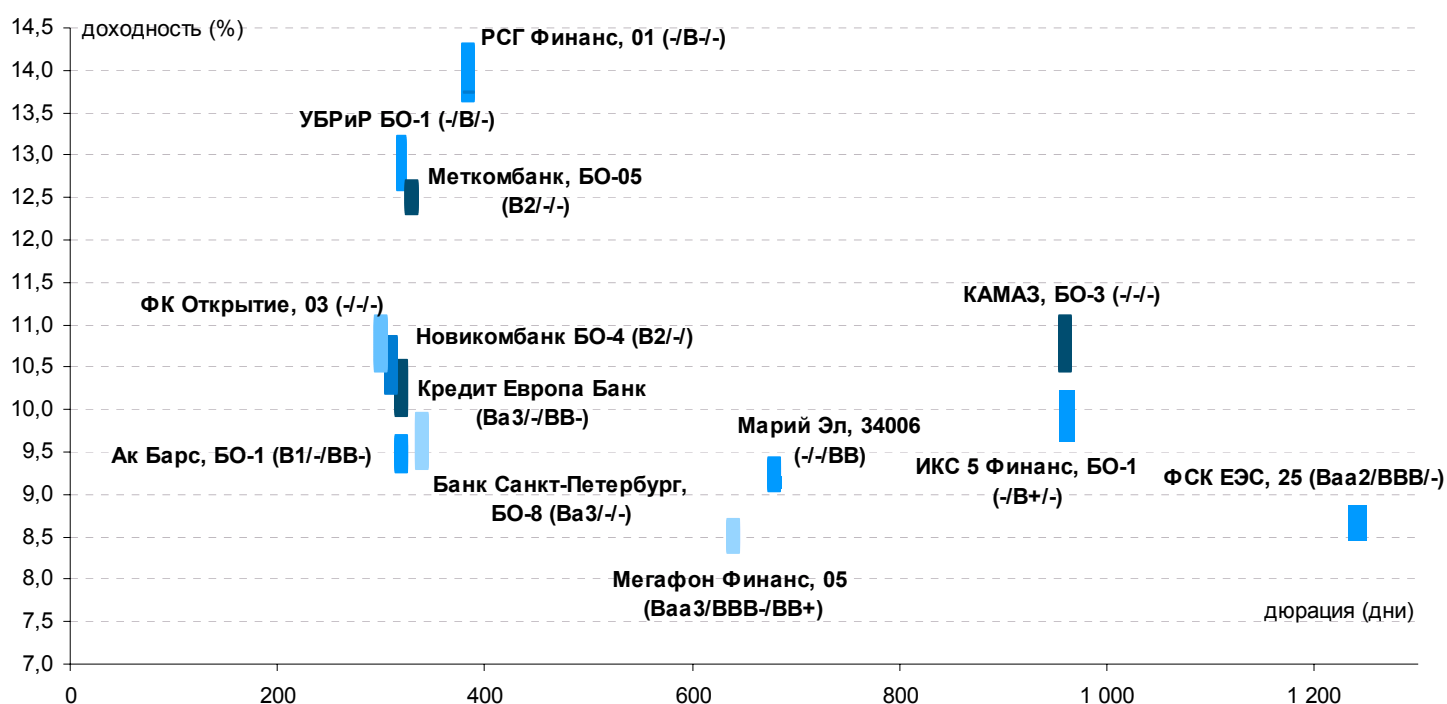
Новикомбанк (B2/-/-)

Предложение Новикомбанка, на наш взгляд, смотрится интересным уже по нижней границе диапазона, благодаря вхождению ГК «Ростехнологии» в акционерную структуру, клиентской базе и кредитному качеству эмитента.

X5 (B2/B+/-)

Участие в размещении выпуска X5, на наш взгляд, представляет интерес с доходностью от 10% годовых, что дает достойную премию к новым бумагам Магнита и выглядит вполне справедливо на фоне бондов эмитентов рейтинговой группы «B+/BB-».

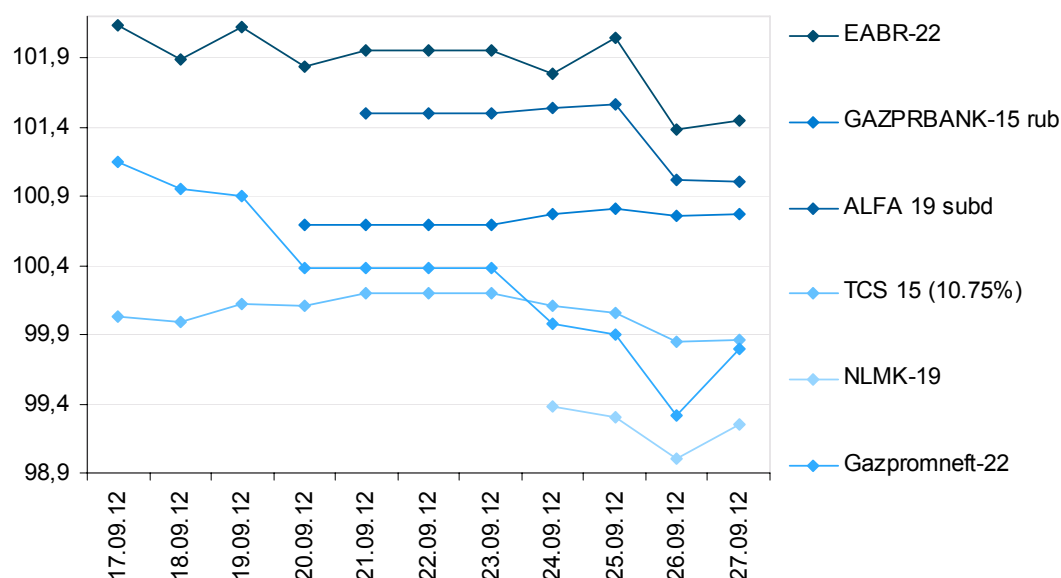
Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг



Итоги последних размещений:

Сколько значимые размещения на этой неделе вряд ли можно отметить. По-прежнему не всем эмитентам удастся разместиться по нижнему значению. Так, Альфа-Банк закрыл книгу по выпуску серии БО-3 с купоном в 8,45%, что было ближе к верхнему уровню диапазону. Последнее интересно, поскольку на нижнем уровне бонд предлагает вполне справедливую премию ко вторичному рынку. Мы считаем, что выпуск Альфа-Банка имеет неплохой потенциал на вторичном рынке. МКБ также не получилось разместиться по нижней границе. Лишь выпуск РЕСО-Гарантии мог похвастаться размещением по нижней границе.

Динамика цен еврооблигаций



На рынке евробондов большинство бумаг, разместившихся в сентябре, после активного роста на вторичном рынке на прошлой неделе тестировало отметку ниже номинала. Особенно заметно это было в бумагах Gazpromneft-22 и NLMK – 2019. Такая динамика отчасти подтверждает, что участвовать любой ценой в новых выпусках даже при ажиотажном спросе не стоит. Опробовать это инвесторы смогут и в запланированном размещении евробонда Северстали.

Комментарии:

NEW МегаФон (Baa3/BBB-/BB+)

Событие. МегаФон с 3 по 4 октября 2012 г. откроет книгу заявок на облигации МегаФон Финанс серии 05 объемом 10 млрд руб. Индикатив 1 купона – 8,20-8,45% годовых, доходность 8,37-8,63% годовых к оферте через 2 года.

Комментарий. Напомним, что МегаФон единственный из «большой тройки» отсутствует на рынке облигаций, причем уже с 2008 г., и его возвращение наверняка найдет повышенный интерес у инвесторов.

Поскольку оператора длительное время не было на долговом рынке, на следующей неделе мы планируем выпустить специальный обзор, посвященный анализу кредитного профиля компании. Ниже вкратце рассмотрим основные события, повлиявшие на кредитное качество МегаФона, и оценим привлекательность новых бондов.

В 2012 г. кредитный профиль МегаФона претерпел кардинальные изменения в результате серии сделок между акционерами, которые прошли за счет оператора. Так, контроль над оператором получила компания «АФ телеком» Алишера Усманова (50%+1 акция), шведско-финская TeliaSonera уменьшила долю до 35,6% и намерена в дальнейшем снизить ее до 25%+1 акция, а Altimo (Альфа-Групп) и вовсе вышла из состава акционеров. Кроме того, «дочка» самого МегаФона приобрела пакет его акций в размере 14,4%.

Важно отметить, что «АФ телеком» за получила контроль в МегаФоне за счет средств оператора, который впервые за свою историю выплатил дивиденды на 5,15 млрд долл., из которых 2 млрд долл. (доля «АФ телеком») ушло на эти сделки. В итоге, у МегаФона вместо внушительной «подушки ликвидности» и отрицательного чистого долга возросли кредитные метрики, но до комфортного для отрасли уровня (Долг/OIBDA порядка 1,5х по итогам 1 пол. 2012 г. против 1,4х у MTC и 2,8х у VimpelCom Ltd.) и по-прежнему с солидным операционным денежным потоком и прибыльностью бизнеса выше 40% (в 1 пол. 2012 г. OIBDA margin было 41,4% против 42,9% у MTC и 42,2% у VimpelCom Ltd.).

Финансовые результаты операторов за 1 пол. 2012 г.

млн долл.	МегаФон (US GAAP)			MTC (US GAAP)			VimpelCom Ltd. (Pro Forma)		
	1H2011	1H2012	Изм., %	1H2011	1H2012	Изм., %	1H2011	1H2012	Изм., %
Рейтинг (M/S&P/F)	Baa3 / BBB- / BB+			Ba2 / BB / BB+			Ba3 / BB / -		
Выручка	3,982	4,249	6,7	6,062	6,136	1,2	11,492	11,364	-1,1
Операционный денежный поток	1,615	1,686	4,4	1,669	2,274	36,2	2,334**	2,958	-
OIBDA	1,717	1,760	2,5	2,428	2,633*	8,4	4,726	4,792	1,4
margin	43,1%	41,4%	-1,7 п.п.	40,0%	42,9%*	2,9 п.п.	41,1%	42,2%	1,1 п.п.
Чистая прибыль	750	360	-52,0	689	869*	26,1	717	806	12,4
margin	18,8%	8,5%	-10,3 п.п.	11,4%	14,2%	2,8 п.п.	6,2%	7,1%	0,9 п.п.
	2011	1H2012	Изм., %	2011	1H2012	Изм., %	2011	1H2012	Изм., %
Денежные средства и их эквиваленты	90	470	5,2х	1,851	881	-52,4	2,325	2,883	24
Банковские депозиты	2,625	37	-70,9х	86	838	9,7х	178	609	3,4х
Долг	1,357	5,295	3,8х	8,715	7,345	-15,7	27,037	26,559	-1,8
краткосрочный	230	1,596	6,9х	1,156	1,104	-4,5	2,649	2,384	-10,0
долгосрочный	1,127	3,663	3,2	7,559	6,241	-17,4	24,388	24,175	-0,9
Чистый долг	(1,357)	4,752	-	6,778	5,626	-17,0	24,534	23,067	-6,0
Долг/OIBDA	0,4	1,5		1,7	1,4*		2,9	2,8	
Чистый долг/OIBDA	отриц.	1,4		1,3	1,0*		2,6	2,4	

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа
*до списания стоимости активов MTC в Узбекистане и отражения резерва под налоговые и антимонопольные обязательства

**согласно МСФО

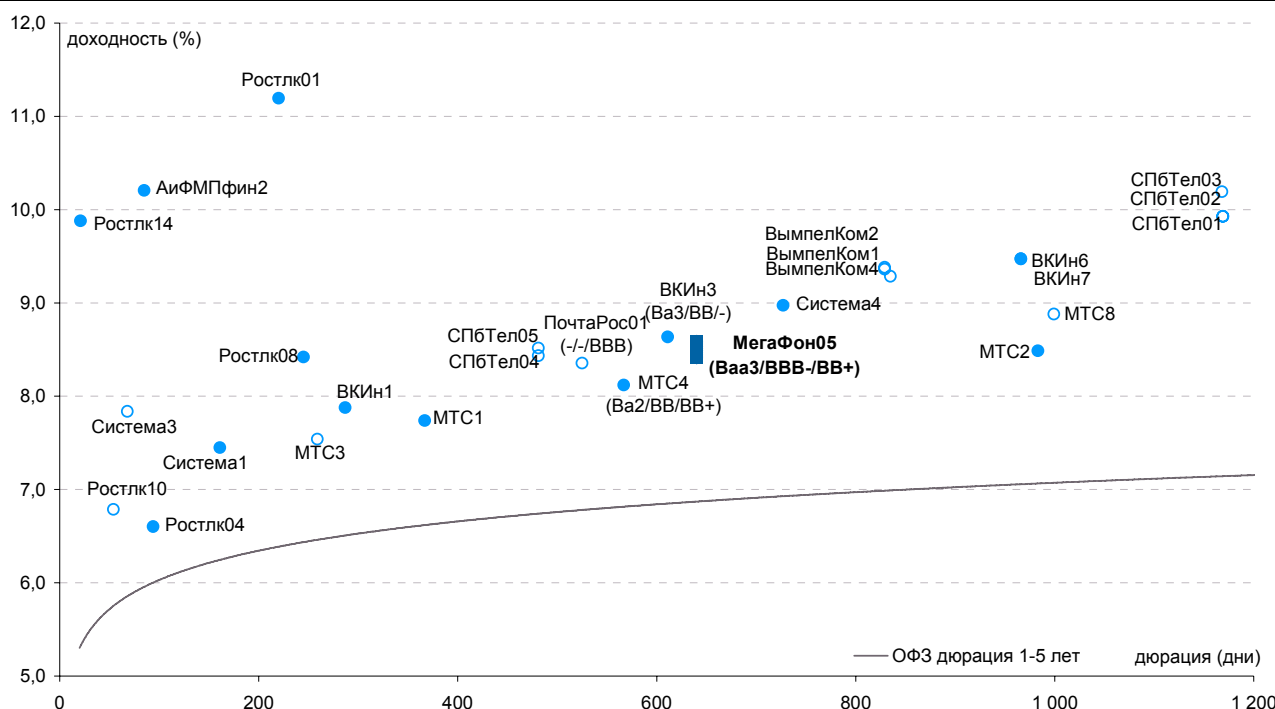
В то же время изменение акционерной структуры, на наш взгляд, пойдет на пользу МегаФону, поскольку она стала более предсказуема и стабильна, исключает возможность возникновения серьезных конфликтов между акционерами, как это происходит сейчас в VimpelCom Ltd. Кроме того, у оператора есть возможность получить и экономическую выгоду, продав, например, в рамках IPO часть пакета своих акций, которые сейчас находятся у его «дочки», что должно благоприятно отразиться на долговой нагрузке компании. Отметим, что IPO МегаФона на LSE предварительно намечено на осень 2012 г. в объеме 3-4 млрд долл., и вчера было получено одобрение ФСФР на размещение 20% акций компании. Кроме того, на наш взгляд, сильной стороной кредитного профиля МегаФона на фоне трудностей на иностранных рынках, с которыми столкнулись другие участники «большой тройки», является фокус его операционной деятельности на России (более 99% выручки) и лидирующие позиции на рынке мобильного интернета. Отметим, что МегаФон первым из «большой тройки» в последние годы

инвестировал значительные средства на развитие мобильного ШПД и не ошибся, поскольку в ближайшей перспективе основной точкой роста бизнеса операторов (на фоне стагнирующей мобильной голосовой связи) будет сегмент передачи данных. Так, МегаФон уже по итогам 2 кв. 2012 г. показал опережающий рост выручки в России (в рублях «+14%» к 2 кв. 2011 г.) в сравнении с МТС («+9%») и ВымпелКомом («+8%»), а также и в консолидированных результатах операторов за 1 пол. 2012 г. (см. таблицу).

В ближайшее время МегаФон планирует покупку доли в Евросети, для чего в ФАС уже было направлено ходатайство. Предполагается, что оператор приобретет только 25% акций сети, а еще 25% - компания А.Усманова (50% пакет акций оценивается в 1,2-1,3 млрд долл.). Не исключено, что такая структура сделки позволит МегаФону избежать консолидации менее маржинального бизнеса ритейлера. Напомним, что еще одним акционером Евросети является ВымпелКом с долей 49,9% (может докупить еще 0,1%).

Мы считаем, что новые облигации МегаФона (Baa3/BBB-/BB+) серии 05 с доходностью 8,37-8,63% годовых к оферте через 2 года на фоне выпусков других операторов смотрятся довольно привлекательно. Так, на предложенном отрезке дюрации торгуются бонды МТС (Ba2/BB/BB+) серии 04 (YTM 8,12%/567 дн.) и ВК-Инвест (Ba3/BB/-) серии 03 (YTM 8,64%/611 дн.), но их ликвидность невысокая. В связи с этим отметим, что средневзвешенная доходность МТС 04 за последние 2 недели составляет 8,3% годовых (спрэд к кривой ОФЗ около 140-145 б.п.), а ВК-Инвест 03 – 8,6% годовых (170-175 б.п.). Учитывая особенности кредитного профиля МегаФона в сравнении с МТС и VimpelCom Ltd., которые были рассмотрены выше (в частности по уровню долговой нагрузки и кредитных рейтингов), новый бонд оператора, на наш взгляд, должен торговаться ближе к бумагам МТС. Поэтому мы рекомендуем участие в выпуске МегаФона серии 05, с учетом выше обозначенных спрэдов, с доходностью от 8,4% годовых.

Доходности облигаций телекоммуникационного сектора (27.09.2012 г.)



Александр Полютов

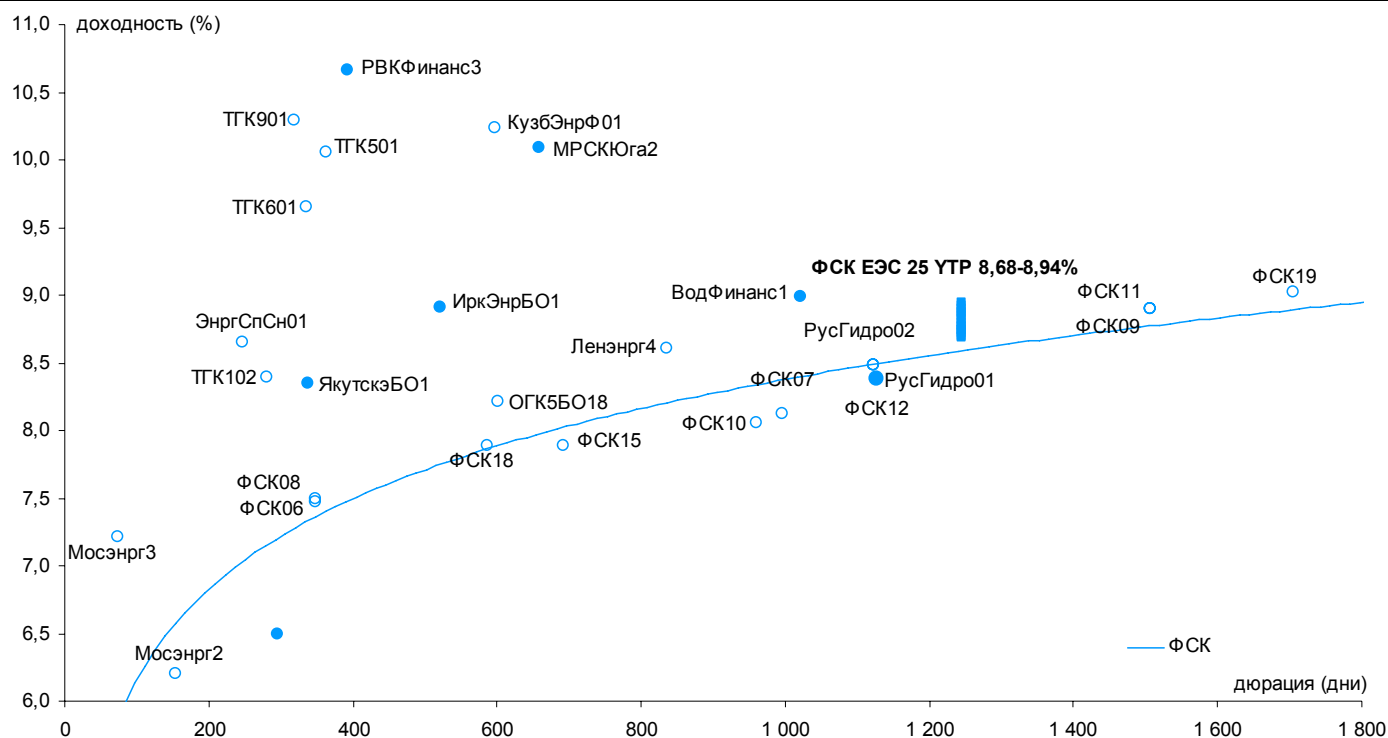
NEW ФСК ЕЭС (Baa2/BBB/-)

Событие. ФСК ЕЭС открывает книгу на облигации серии 25 объемом 15 млрд руб. Срок обращения выпуска – 15 лет, оферта через 4 года. Диапазон ставки купона 8,50-8,75%, что соответствует доходности 8,68-8,94%. Заккрытие книги запланировано 28 сентября.

Комментарий. Последний выпуск ФСК (не учитывая бонд с привязкой к инфляции) был размещен в апреле текущего года со ставкой купона в 8,1% годовых (УТР 8,26%) и аналогичной офертой через четыре года. Бумага довольно недолго держалась на уровне номинала и сразу после выхода на вторичный рынок потеряла значение цены в 100%. На текущий момент бонд довольно не ликвидный, как и большинство бумаг около данного отрезка кривой. Последние сделки проходили на уровне 8,387%, однако вряд ли можно использовать данное значение как индикатив. Мы рекомендуем ориентироваться

на кривую ФСК, к которой новый бонд дает на нижнем уровне премию не больше 10 б.п. Учитывая неопределенность, связанную с объединением с МРСК и возможные риски ухудшения кредитного профиля, ФСК на фоне этого события мы рекомендуем участвовать с премией не менее 30 б.п. к кривой компании, то есть ближе к верхним уровням предложенного диапазона. Также стоит еще раз напомнить о низкой ликвидности бумаг ФСК на длинном отрезке кривой.

Доходности эмитентов компаний энергетического сектора (25.09.2012)



Игорь Голубев

NEW KAMAZ (-/-/-)

Событие. КАМАЗ на этой неделе открыл книгу на облигации серии БО-3 объемом в 2 млрд руб. и сроком обращения в три года. Диапазон ставки купона составляет 10,25-10,75%, что формирует доходность 10,51-11,04%.

Комментарий к размещению.

Новые выпуск облигаций предлагается инвесторам с диапазоном доходности в 10,51-11,04% к погашению через три года. Безусловно, публикация сильной отчетности (см. ниже) может подогреть интерес инвесторов к бонду, однако стоит напомнить, что обращающиеся два выпуска облигаций торгуются с минимальной ликвидностью, что вполне может случиться и с новым бондом. Между тем, даже при отсутствии рейтинга, бумаги компании входят список прямого РЕПО ЦБ, однако дисконт довольно весомый – 45%. Аналогов предлагаемой доходности на сегодняшний день в сегменте машиностроительных компаний нет, однако опять таки большая часть выпусков показывает минимальные обороты. Мы считаем, что учитывая возможные риски отрасли на фоне снижения таможенных пошлин, как следствие вступления России в ВТО, что, вместе с тем, частично компенсируются утилизационным сбором, а также вероятную низкую ликвидность бонда стоит участвовать от середины предложенного диапазона – от 10,7%.

Комментарий к отчетности.

Отчетность завода не может не порадовать инвесторов, особенно на фоне итогов 2011 года, где КАМАЗ показал снижение показателей. В отчетном периоде поддержку результатам компании оказала программа сокращения издержек, запущенная в четвертом квартале прошлого года. В итоге, при 28% росте выручки, что в целом коррелирует с динамикой физических продаж за отчетный период – 19,7%, затраты росли значительно медленнее – «+25%». Как следствие, EBITDA, в сравнении с прошлым годом, выросла с 2,2 млрд руб. до 5,4 млрд. руб., а чистая прибыль увеличилась в 31 раз до 2,7 млрд руб. В cash flow КАМАЗа так же вполне впечатляющие цифры, операционный денежный поток – 3,3 млрд руб. против отрицательного значения годом ранее – «-1,7 млрд руб.».

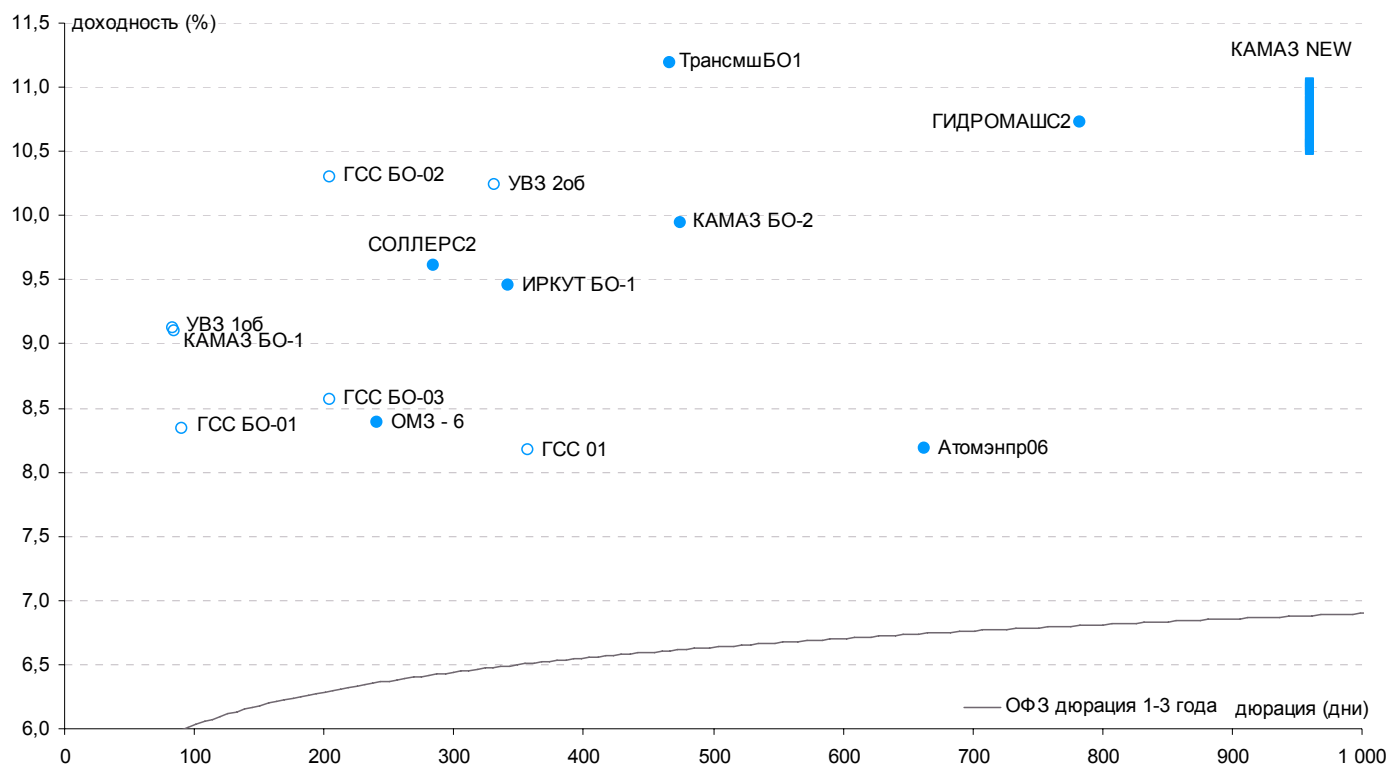
Долговые метрики, на фоне роста маржи и фактического сокращения долгового портфеля с 21,5 млрд руб. на начало текущего года до 15,9 млрд руб. по итогам отчетного полугодия весомо улучшились. Так, LTM Debt/EBITDA составила 1,6х против значения в 2011 году в 3,2х. При этом на счетах КАМАЗа скопился весомый запас средств – 7,5 млрд руб. (депозиты и денежные средства), что с запасом перекрывает короткие обязательства – 5,96 млрд руб. Таким образом, риски рефинансирования для завода на сегодняшний день минимальные.

Финансовые результаты КАМАЗа за 1 полугодие 2012 года, МСФО.

млн руб.	КАМАЗ		
	пол. 2011	пол. 2012	Изм.
Выручка	44 208	56 513	28
Операционный денежный поток	-1 464	3 654	-
EBITDA	2 185	5 428	148
Чистая прибыль	87	2 733	3 041
% расходы	675	359	-47
Рентабельность EBITDA	4,9%	9,6%	4,7 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	0,2%	4,8%	4,6 п.п.
EBITDA/% расходы	3,24	15,12	11,88
	2011	пол. 2012	Изм.
Активы	77 341	79 338	3
Денежные средства и их эквиваленты	11 274	7 512	-33
Финансовый долг, в т.ч.:	21 551	15 865	-26
долгосрочный	10 557	9 903	-6
краткосрочный	10 994	5 962	-46
Чистый долг	10 277	8 353	-19
Фин.долг/LTM EBITDA	0,31	1,63	1,32
Чистый долг/LTM EBITDA	1,55	0,86	-0,69
			-7,9
Фин. долг/Активы	27,9%	20,0%	п.п.

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности эмитентов компаний машиностроительного сектора (25.09.2012)



Игорь Голубев

NEW Банк Санкт-Петербург (Ba3/-/-)

Событие. Банк Санкт-Петербург 1 октября 2012 г. планирует начать сбор заявок на биржевые облигации серии БО-08 объемом 5 млрд руб., который продлится до 2 октября. Размещение бумаг на ММВБ запланировано на 8 октября. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 9,15-9,65% годовых, что соответствует доходности 9,36-9,88% годовых к оферте через 1 год.

Комментарий. Напомним, что Банку Санкт-Петербург в октябре предстоит пройти оферту по выпуску серии БО-01 объемом 5 млрд руб., вероятно, новый бонд может быть задействован для рефинансирования этого займа.

В настоящее время у банка в обращении также находится выпуск биржевых облигаций серии БО-02, близкий по срочности к новым бумагам. Но его ликвидность находится на низком уровне, а средневзвешенная доходность составляет 9,35% годовых при дюрации 356 дней (спрэд к ОФЗ 280-285 б.п.).

Кроме того, на рассматриваемом отрезке дюрации в обращении находятся бумаги банков рейтинговой группы «B+/BB-», среди наиболее ликвидных можно выделить: недавно вышедший на вторичный рынок выпуск Банка ЗЕНИТ (Ba3/-/B+) серии 08 (УТР 9,32%/330 дн.), облигации Банка Уралсиб (B1/BB-/BB-) серии 04 (УТР 9,14%/346 дн.), которые формируют спрэд к кривой ОФЗ порядка 260-280 б.п. Кроме того, на прошлой неделе закрылась книга заявок на биржевые облигации МКБ (B1/B+/BB-) серии БО-02 с доходностью 9,99% годовых к оферте через 1 год (до 350 б.п. к кривой ОФЗ).

В свою очередь, по итогам 1 пол. 2012 г. Банк Санкт-Петербург уступал одну позицию Банку Уралсиб по размеру активов (в рэнкинге Интерфакс 15 место против 14) и превосходил МКБ и Банк ЗЕНИТ (15 место против 21 и 27 соответственно).

В то же время следует учитывать, что Банк Санкт-Петербург показал довольно слабые финансовые результаты за 1 пол. 2012 г. (МСФО), которые проявились в низкой прибыльности банка (NIM 3,8%) при значительных отчислениях в резервы по проблемному кредиту (на сумму около 4 млрд руб.). Также на фоне сокращения доходов банка продолжили ухудшаться и показатели его операционной эффективности (отношение С/И выросло до 48,2% против 46,5% в 1 кв. 2012 г. и 36,1% - в 2011 г.). Кроме того, за 1 пол. 2012 г. банк показал рост кредитного портфеля ниже среднеотраслевого («+5,5%» против «+9%», по данным ЦБ РФ, соответственно), хотя его качество несколько улучшилось (от кв.-к-кв. NPL снизился с 6% до 5,3%). Вместе с тем, возможности банка для дальнейшего роста бизнеса довольно ограничены, учитывая общий уровень достаточности капитала порядка 12,9% на 1 июля 2012 г., а норматив Н1 (по РСБУ) – 11,67% (min 10%). Напомним, в начале июля 2012 г. Банк Санкт-Петербург пытался исправить ситуацию, разместив субординированный евробонд на 250-300 млн долл., но пока безрезультативно.

Таким образом, учитывая уровни доходности собственных бумаг Банка Санкт-Петербург, выпусков банков рейтинговой категории «B+/BB-», итоги размещения облигаций МКБ, мы считаем, что новые бонды эмитента могут представлять интерес ближе к верхней границе индикатива с доходностью от 9,7% годовых с поправкой на слабые финансовые отчеты банка в 1 пол. 2012 г.

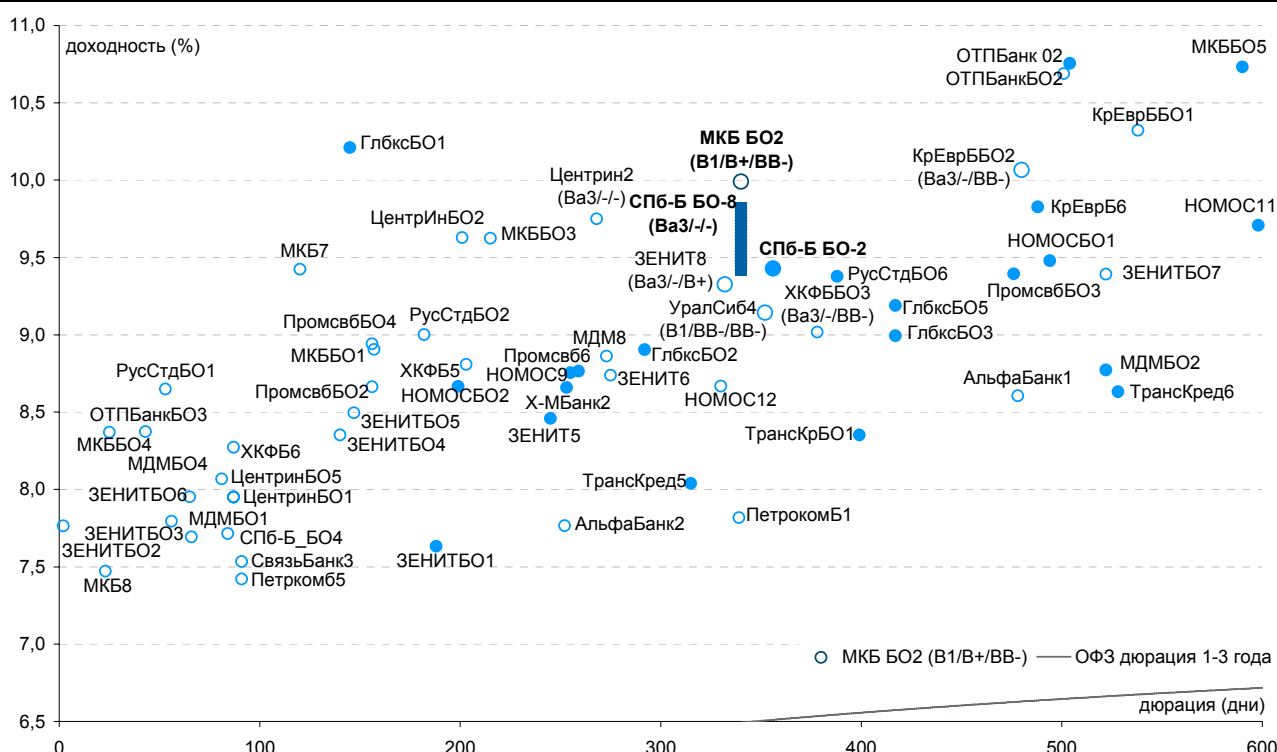
Финансовые показатели Банка Санкт-Петербург (МСФО)

	Рейтинги и рэнкинги					
Место в рэнкинге по размеру активов на 1 июля 2012 года	15					
Рейтинг (M/S&P/F)	Ba3 / - / Withdrawn					
Балансовые показатели, млрд руб.	9М 2011	2010	2011	1 пол. 2011	1 пол. 2012	Изменение за 1 пол. 2012, %
ASSETS	306	273	330	292	341	3,2
Cash and cash equivalents	20	13	33	14	27	-18,6
% assets	6,4%	4,8%	9,9%	4,8%	7,8%	---
Loans	203	183	210	198	222	5,6
Loans (gross)	224	202	231	218	244	5,5
% assets	66,5%	67,1%	63,6%	67,9%	71,7%	---
NPL (≥1дн.)	4,6%	7,4%	5,7%	4,6%	5,3%	---
Customer accounts	209	192	227	202	218	-3,9
% assets	68,4%	70,4%	68,7%	69,1%	64,0%	---
EQUITY	36	29	40	32	39	-1,3
% assets	11,8%	10,5%	12,1%	11,0%	11,6%	---
Total Capital Adequacy Ratio (H1)	13,5%	12,96%	13,9%	12,5%	12,9%	---

Показатели прибыльности, млрд руб.	9М 2011	2010	2011	1 пол. 2011	1 пол. 2012	Изменение за 1 пол. 2012, %
Net interest income	10	12	14	7	6	-12,2
Fee and commission income (net)	2	2	2	1	1	10,3
Provisions charge for loan impairment	2	5	4	1	3	243,4
Operating expenses	4	4	6	3	3	27,0
Profit for the year	6	4	6	4	0,2	-19,0x
Качественные показатели деятельности	9М 2011	2010	2011	1 пол. 2011	1 пол. 2012	Изменение за 1 пол. 2012, %
RoAA	2,6%	1,6%	1,95%	1,6%	0,14%	-1,46
RoAE	23,3%	15,3%	17,2%	14,8%	1,2%	-13,6
Cost / Income	32,6%	30,0%	36,1%	28,8%	48,2%	19,4
NIM	5,0%	4,9%	4,8%	5,1%	3,8%	-1,3

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности рублевых облигаций финансового сектора (24.09.2012)



Александр Полютков

NEW Кредит Европа Банк (ВаЗ/-/ВВ-)

Событие. Кредит Европа Банк планирует 2 октября открыть книгу сбора заявок на выпуск облигаций серии БО-3 объемом в 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона 9,75-10,2%, что соответствует доходности в 9,99-10,51%. По выпуску предусмотрена оферта через 1 год.

Комментарий. На сегодняшний день у банка в обращении находятся три выпуска бондов, каждый из которых отличается довольно скромной ликвидностью. Самым ликвидным из обращающихся является бонд серии БО-2 с офертой в феврале 2014 года и средневзвешенной доходностью за текущую неделю 10,07%. Новый выпуск по нижней границе предлагает аналогичную доходность. Вместе с тем, еще раз отметим, что ликвидность бумаг на вторичном рынке довольно низкая. Среди бумаг своей рейтинговой категории и дюрации около года все бумаги, в основном, торгуются с доходностью ниже отметки 9,5% годовых, что отчасти может говорить о привлекательности нового предложения банка. Альтернативу ему можно найти среди бумаг ОТП Банка, которые при более высоком рейтинге – «Ва2/-/ВВ» и больших масштабах, как локального, так и глобального бизнеса, предлагают доходность выше. Так, более длинные бумаги ОТП достаточно давно закрепились за отметкой в 10,5%, формируя премию к бумагам Кредит Европа Банка. Мы считаем, учитывая, что бизнес ОТП в большей мере (в отличие от Кредит Европа Банка) зависит от рисков Евросоюза, которые сохраняются в настоящее время довольно высокими, ждать значительного сужения спреда вряд ли стоит. Кроме того, ликвидность бондов ОТП также довольно низкая. Резюмируя, мы полагаем, что доходность уже по нижней границе выглядит

интересно. Вместе с тем, учитывая историю предыдущих выпусков, где сохраняется низкая ликвидность, факт того, что бумаги торговались большую часть времени ниже номинала, мы рекомендуем участие в размещении с доходностью от середины обозначенного диапазона – на уровне 10,2-10,3%. Наш комментарий к последней отчетности банка:

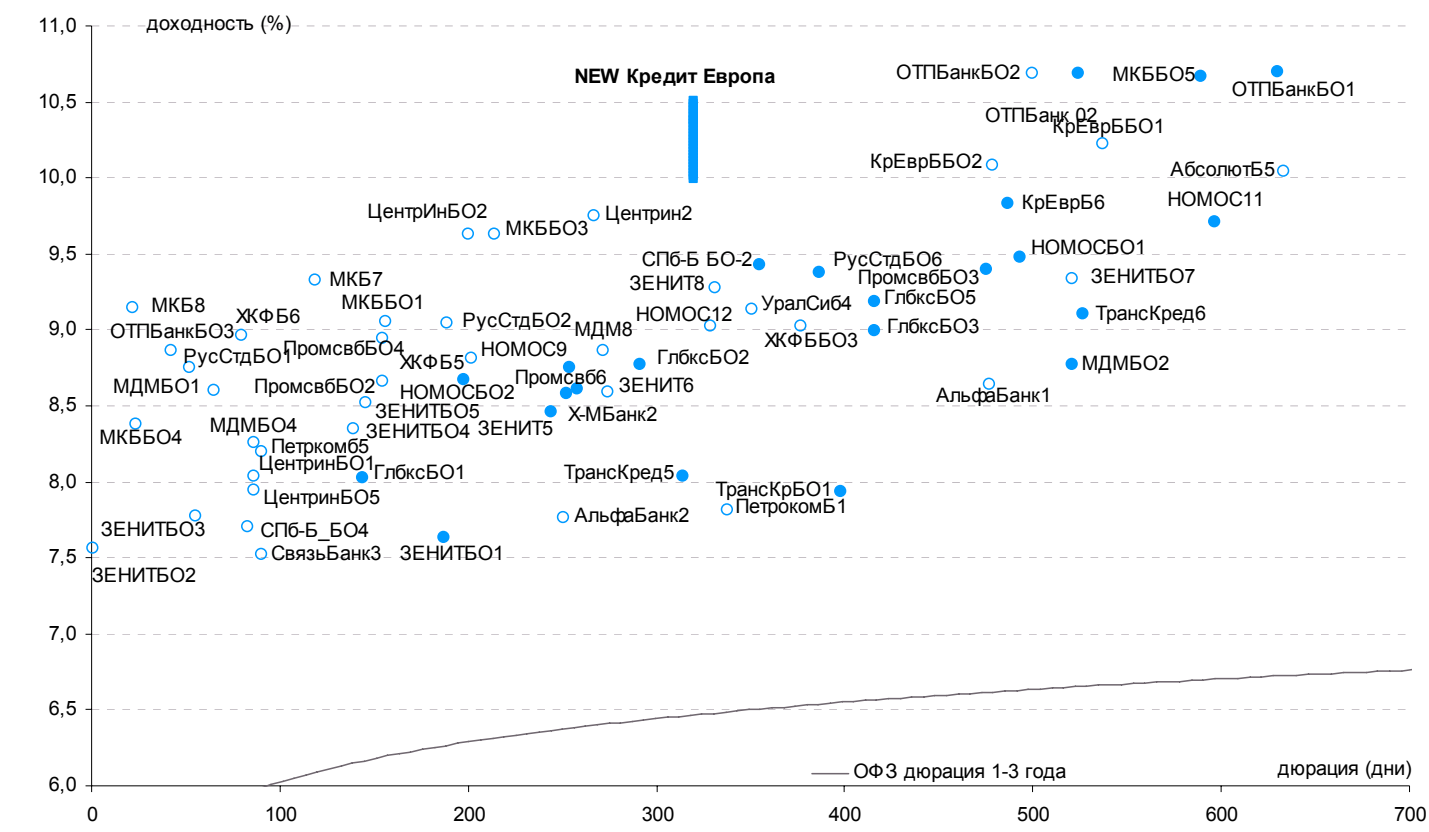
http://www.nomos.ru/upload/iblock/5b2/NOMOS_daily_debt_markets_29_08_2012.pdf

Финансовые показатели Кредит Европа Банк по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	1H 2011	1H 2012	Изменение, %
ASSETS	84,9	97,9	83,6	102,4	5%
Cash and cash equivalents	1,2	2,1	1,5	2,2	7%
% assets	1,4%	2,1%	1,8%	2,2%	---
Loans	60,5	80,6	66,1	83,2	3%
Loans (gross)	62,8	83,4	68,4	86,1	3%
% assets	71,2%	82,3%	79,1%	81,3%	---
NPL (>90дн.)	3,2%	3,0%	2,8%	n/a	---
allowance for loan impairment	3,7%	3,3%	3,4%	3,4%	---
Impairment allowance / NPL (90+)	1,1	1,1	1,2	n/a	---
Loans / Customer accounts	1,9	2,4	3,3	2,5	---
Customer accounts	31,6	33,9	20,0	32,9	-3%
% assets	37,2%	34,7%	23,9%	32,2%	---
EQUITY	14,6	16,0	14,5	16,1	1%
% assets	17,1%	16,3%	17,4%	15,8%	---
Total Capital Adequacy Ratio	19,6%	18,2%	18,9%	n/a	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	1H 2011	1H 2012	Изменение, %
Net interest income	5,8	7,6	3,3	4,3	31%
Fee and commission income (net)	1,3	1,5	0,7	0,8	19%
Provisions charge for loan impairment	-0,7	-1,2	-0,3	-1,1	249%
Operating income		9,4	4,1	5,4	31%
General Administrative expenses	-3,7	-4,8	-2,2	-2,7	19%
Profit for the year	2,6	2,8	1,2	1,3	3%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1H 2011	1H 2012	Изменение, %
RoAA	3,4%	3,0%	2,9%	2,6%	-0,4%
RoAE	19,2%	18,2%	17,1%	16,0%	-1,1%
Cost / Income	48,6%	50,5%	54,5%	49,4%	-5,1%
NIM	7,9%	8,9%	8,2%	9,4%	1,2%

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора (26.09.12)



Игорь Голубев

NEW Меткомбанк (B2/-/-)

Событие. Меткомбанк начал book-building облигаций серии БО-05 объемом 1,5 млрд руб. Заккрытие книги – 5 октября, планируемая дата размещения – 9 октября. Ориентир по ставке купона – 12,0-12,25%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 12,36-12,63% годовых.

Комментарий. Интересно, что первую попытку размещения данного займа банк сделал в мае текущего года, затем вышел в июле текущего года. Первоначально ориентир доходности был на уровне 11,3-11,83%, затем 11,57-12,1%, сейчас поднялся до 12,36-12,63% годовых. При этом бизнес банка постоянно развивается. Из последних значимых событий отметим повышение рейтинга от Moody's с «B3» до «B2» в мае текущего года (см. наш комментарий http://www.nomos.ru/upload/iblock/519/NOMOS_daily_debt_markets_23_05_2012.pdf). За 2011 год кредитная организация выросла на 27%, за 8 месяцев текущего года – еще на 26%. На 1 июля 2012 года банк занимал 106 строчку в ранкинге российских банков по активам.

Напомним, что конечным бенефициаром банка является А.Мордашов, собственник Северстали (Ba1/BV+/BV). Надо отметить, что собственник активно поддерживает кредитную организацию. Так, в текущем году ей были предоставлены субординированные кредиты на сумму 1 млрд руб., в том числе последний в сентябре в объеме 300 млн руб. Последнее совсем не лишнее, учитывая тот факт, что на 1 сентября текущего года достаточность капитала (H1) составила довольно скромные для розничного банка 11,42%. Кроме того, как указано в обзоре к размещению, IFC приняла решение о приобретении 10% акций эмитента. Таким образом, акционерная структура играет, безусловно, в «плюс» эмитенту.

Хотя эмитент аффилирован с Северсталью, он неоднократно подчеркивает, что степень взаимосвязанных операций снижается: в кредитном портфеле с 9,8% на конец 2010 года до 3,55% на конец 2011 года, в пассивах – с 66,9% до 55%. Тем не менее, как мы видим, в фондировании банк значительно зависит от аффилированной структуры. Полученные средства идут на развитие розничного кредитования, в частности – на автокредитование (57% кредитного портфеля). Однако в целом доходный сегмент пока не дает высокой отдачи. Так, рентабельность активов банка в текущем году составила всего 0,3% (РСБУ), капитала – 3%. По МСФО по итогам 211 года показатель NIM составил довольно скромные 7,4%, для сравнения: у Банка Русский Стандарт – 17,3%, у ХКФ-Банка – 21,6%, у КБ Ренессанс Кредит – 19,3%. И хотя автокредитование не столь маржинальный сегмент, как у приведенных выше банков, тем не менее и у более подходящего для сравнения Кредит Европа Банка (автокредитование занимает более 39% кредитного портфеля) NIM по итогам 2011 года сложился также заметно выше – на уровне 8,9%.

Размещение нового выпуска позволит диверсифицировать структуру обязательств, снизив зависимость привлечения средств от связанных сторон, при этом маловероятно, что оно положительно скажется на маржинальности бизнеса банка. По данным МСФО, большая часть срочных депозитов Северстали в Меткомбанке на 1 января 2012 года была размещена под 5-7% годовых. Привлечение средств под 12,0-12,25% – довольно ощутимая нагрузка на стоимость фондирования эмитента.

Напомним, что недавно разместился Первобанк (B3/-/-), аффилированный с НОВАТЭКом (Baa3/BVB-/BVB-), под УТР 11,3% к годовой оферте. При этом спрэд к «связанной» структуре составил около 400 б.п. Напомним, что Первобанк в 1,5 раза больше Меткомбанка, а НОВАТЭК имеет рейтинги на 1-2 ступени ниже, что на наш взгляд, способствует расширению спрэда. Напомним, сейчас выпуски Северстали серий БО-02 и БО-04 торгуются на уровне около УТМ 7,33% к погашению в феврале 2012 года. Новый выпуск Меткомбанка предлагает премию к Северстали на уровне 450-480 б.п. На наш взгляд, участие в займе интересно на уровне от 12,4% годовых.

Финансовые показатели Меткомбанка (Череповец) по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 11	1 июл 12	1 сен 12	1сен12 / 1янв11**
H1	14,91	11,68	11,57	11,30	11,42	
Активы	19 567	29 104	24 916	31 832	31 273	25,5%
Денежные средства и драгметаллы	159	160	240	244	189	-21,0%
Доля в активах	1%	1%	1%	1%	1%	---
МБК (размещенные средства)	4 518	9 785	4 946	6 830	5 737	16,0%
МБК в активах	23,1%	33,6%	19,9%	21,5%	18,3%	
Кредитный портфель (gross)	12 348	15 592	18 184	20 955	22 075	21,4%
Уровень просрочки (net)	1,2%	1,6%	1,8%	2,1%	2,2%	---
Покрытие просрочки резервами	352,6%	302,9%	267,9%	279,4%	287,0%	---
Кредиты физлиц	33,5%	55,2%	64,1%	69,9%	73,5%	---
Кредиты/Депозиты	129,1%	85,4%	111,3%	144,9%	155,9%	---
Кредиты/Клиентские средства	80,1%	68,2%	91,7%	90,1%	103,3%	---
Доля в активах	60,3%	51,0%	69,6%	61,9%	66,2%	---
Операции с ценными бумагами	2 926	4 014	2 033	3 742	3 243	59,5%
Доля в активах	15,0%	13,8%	8,2%	11,8%	10,4%	---

Капитал*	1 755	1 969	1 972	2 142	2 142	8,6%
Доля в активах	9,0%	6,8%	7,9%	6,7%	6,8%	---
МБК (привлеченные средства)	318	195	58	2 193	2 530	4289,0%
Кредиты ЦБ	127	0	0	394	1 355	n/a
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,6%	0,0%	0,0%	1,2%	4,3%	---
Средства клиентов	15 415	22 869	19 827	23 265	21 366	7,8%
Доля в активах	78,8%	78,6%	79,6%	73,1%	68,3%	---
Выпущенные ценные бумаги	1 465	3 497	2 397	2 833	3 901	62,8%
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	7,5%	12,0%	9,6%	8,9%	12,5%	---
Балансовая прибыль	255	172	205	30	55	-68,2%

* первый раздел 101 формы

** сравнение величины прибыли с аналогичным периодом прошлого года

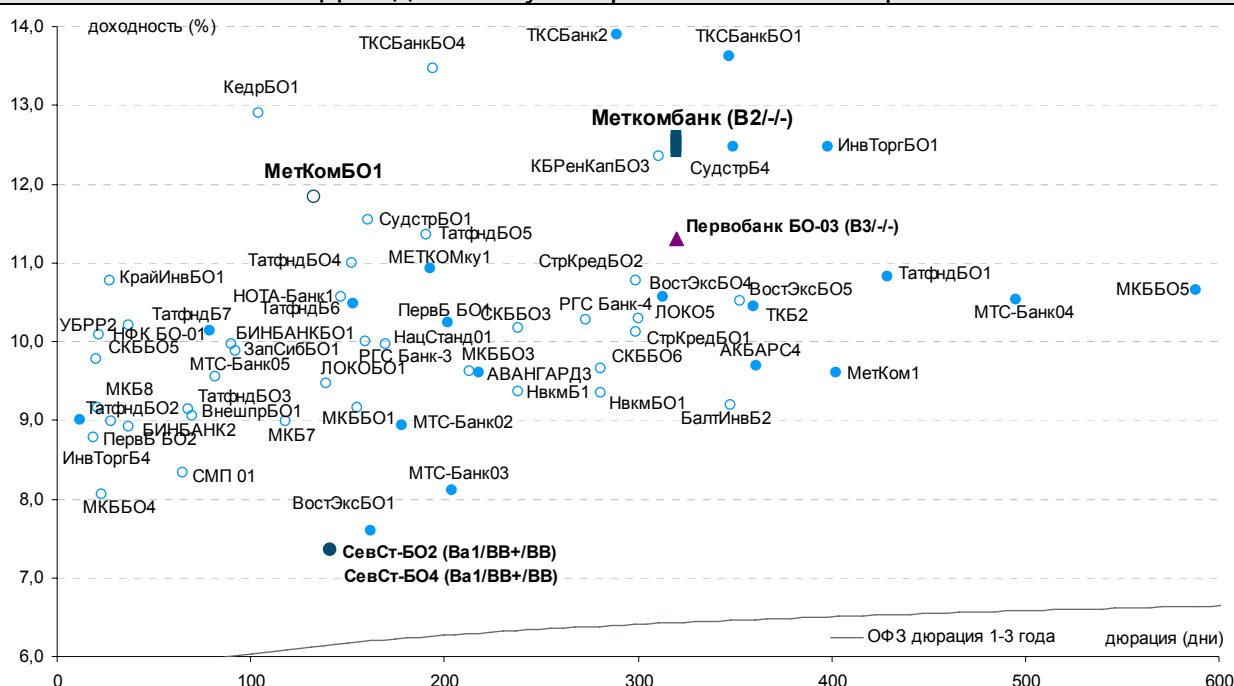
Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Финансовые показатели Меткомбанка (Череповец) по МСФО

Балансовые показатели, млн руб.	2009	2010	2011	Изменение, %
ASSETS	16 007,2	19 686,6	25 074,8	27%
Cash and cash equivalents	2 124,1	1 699,9	3 419,5	101%
% assets	13,3%	8,6%	13,6%	---
Loans	6 705,6	11 613,8	17 583,6	51%
Loans (gross)	7 007,2	12 100,4	18 397,6	52%
% assets	41,9%	59,0%	70,1%	---
NPL (>90дн.)	1,7%	2,0%	4,0%	---
allowance for loan impairment	4,3%	4,0%	4,4%	---
Customer accounts	13 303,6	15 455,3	19 948,6	29%
% assets	83,1%	78,5%	79,6%	---
EQUITY	1 844,7	2 101,6	2 260,3	8%
% assets	11,5%	10,7%	9,0%	---
H1 (достаточность капитала по РСБУ)	---	14,9%	11,6%	---
Показатели прибыльности, млн руб.	2009	2010	2011	Изменение, %
Net interest income	599,6	946,6	1 563,9	65%
Fee and commission income (net)	80,0	97,0	50,4	-48%
Provisions charge for loan impairment	-117,5	-185,1	-358,1	93%
Operating income*	752,4	1 193,1	1 584,1	33%
General Administrative expenses	-456,8	-700,5	-1 015,7	45%
Profit for the year	142,8	245,8	170,0	-31%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	Изменение, %
RoAA	---	1,4%	0,8%	-0,6 п.п.
RoAE	---	12,5%	7,8%	-4,7 п.п.
NIM (данные банка)	4,4%	6,0%	7,4%	---
Cost / Income	60,7%	58,7%	64,1%	+5,4 п.п.

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности бумаг финансового сектора



NEW Ак Барс Банк (B1/-/BB-)

Событие. Ак Барс Банк планирует в конце сентября - начале октября провести размещение биржевых облигаций БО-01 объемом 5 млрд руб. сроком на 3 года. В рамках выпуска предусмотрена годовая оферта. Ориентир по ставке купона: 9,1-9,5% годовых, что соответствует доходности 9,31-9,73% годовых.

Комментарий. Отметим, что еще год назад оба рейтинга – от Moody's «B1» и от Fitch «BB-» – были на ступень выше, однако затем оба агентства с интервалом в полгода понизили оценки банка на ступень. Причем рейтинги Республики Татарстан, контролирующей банк, согласно отчетности по МСФО за 2011 год, через министерства, государственные организации и связанные компании, оставались на прежнем уровне. Причина – слабая капитализация банка и уменьшение «финансовой» гибкости Республики Татарстан. Последнее связано с подготовкой к Универсиаде-2013 и ростом долга (см. наш обзор от 9 июня 2012 года http://www.nomos.ru/upload/iblock/614/NOMOS_daily_debt_markets_09_06_2012.pdf). Несвоевременное пополнение капитала Банка могло привести к нарушению ковенант (CAR не ниже 12%) по выпуску еврооблигаций объемом 280 млн долл. с погашением в декабре 2012 года, которое, впрочем, в итоге было в июле одобрено инвесторами и не привело к досрочному выкупу бумаг с рынка. Обращаем внимание, что к 1 сентября 2012 года ситуация с достаточностью капитала банка заметно улучшилась, благодаря выпуску в июле субординированных еврооблигаций в размере 600 млн долл. В частности, уровень достаточности капитала Н1 (по РСБУ) вырос с 12,02% до 15,0%.

Основным преимуществом банка является его акционерная структура, при этом Ак Барс выступает уполномоченным банком Татарстана. В отчетности по МСФО эмитента есть ссылка, что «если Правительство Республики Татарстан выберет другой банк в качестве своего уполномоченного банка, то это может иметь существенные негативные последствия для деятельности Банка, его финансового состояния и результатов деятельности». В показателях банка это отражается в таких статьях как «средства клиентов», где около 20% (30,8 млрд руб.) приходится на «государственные и общественные организации», «кредиты и авансы клиентов» - 8% (14,7 млрд руб.) выдано органам государственной власти и госорганизациям Татарстана и ими же приобретено 72% (26,6 млрд руб.) выпущенных долговых ценных бумаг банка. Кроме того, банк активно работает с госкомпаниями, финансирует проекты через лизинг, приобретает ценные бумаги. Если говорить в целом, то 57% активов банка сосредоточено в Татарстане (все цифры приведены по МСФО за 2011 год).

Если смотреть отрасли, которые в основном кредитует банк, то это торговля, строительство, производство и сельское хозяйство. При этом, судя по РСБУ, кредитной организации удастся контролировать просроченную задолженность на умеренном уровне – 3,2% на 1 сентября 2012 года. В качестве негативного момента отметим, что портфель Ак Барса отличается ярковыраженной долгосрочной структурой. Не в пользу банка говорит и тот фактор, что летом он нарушал норматив ЦБ по текущей ликвидности, которая опускалась ниже требуемых 50%. В настоящее время ситуация выправилась – показатель на 1 сентября составил 73,5%.

Урегулировать вопрос с ликвидностью банку помогают «оптовые» заимствования в виде выпущенных ценных бумаг и субординированного долга. Новый облигационный заем также можно рассматривать как положительный фактор с точки зрения финансовой устойчивости банка. Напомним, что в декабре кредитной организации предстоит погасить уже упомянутый выпуск еврооблигаций на 280 млн долл., так что привлекаемые средства могут быть направлены в том числе и на рефинансирование данной задолженности.

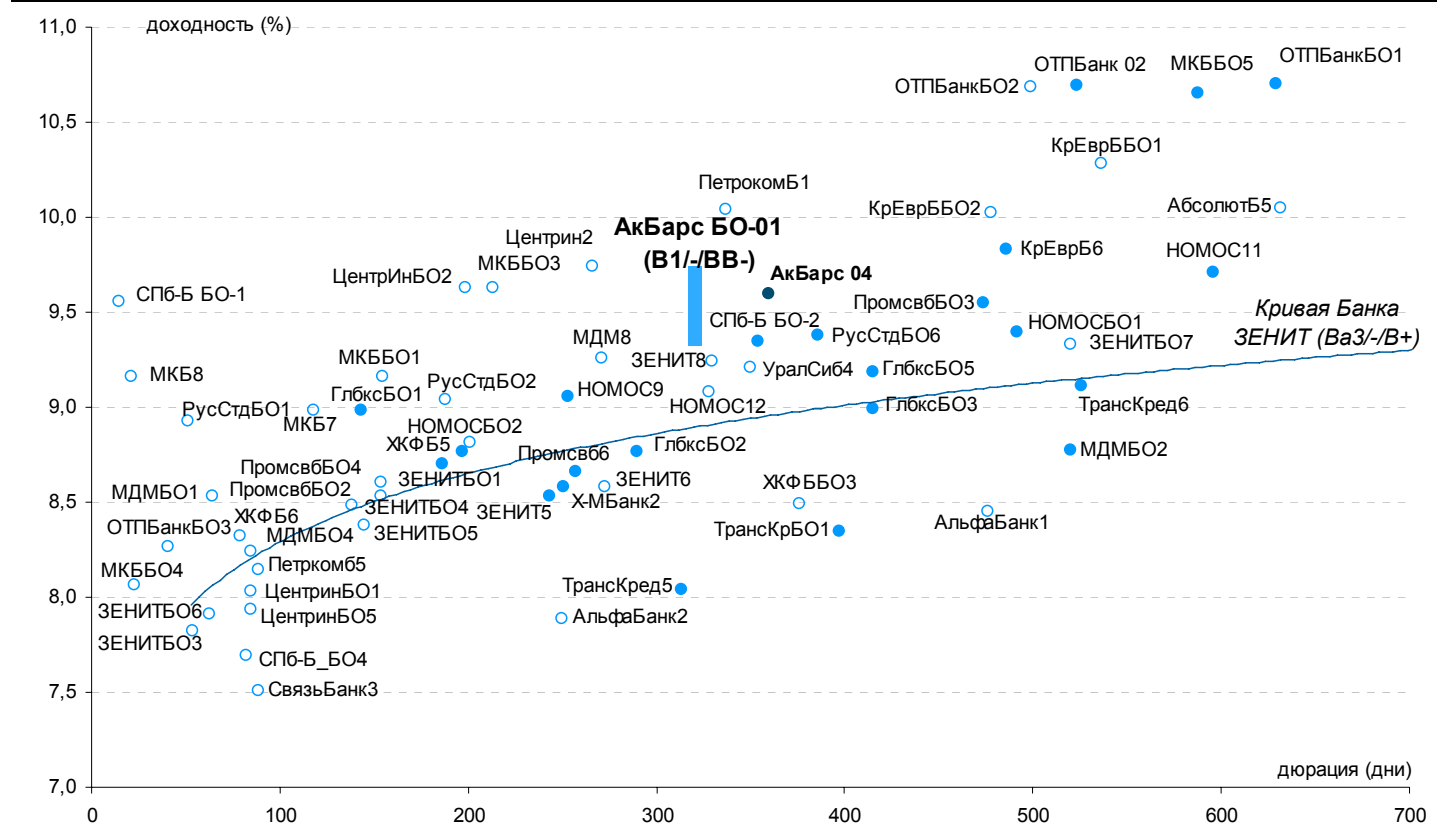
В настоящее время в обращении находится единственный рублевый выпуск банка серии 04, торгующийся с доходностью 9,6% к погашению в октябре 2013 года. Однако облигации слаболиквидны и не могут в полной мере выступать для ориентира по новому займу. В качестве ориентира мы взяли кривую Банка ЗЕНИТ (Ba3/-/B+), у которого акционерная структура (наличие в акционерах Татнефти) отчасти «перекликается» со структурой Ак Барс Банка, рейтинги также схожи. Ак Барс предлагает премию к кривой Банка ЗЕНИТ на уровне 45-87 б.п., при этом дисконт по РЕПО с ЦБ у них одинаковый – 17,5% б.п. На наш взгляд, интересно поучаствовать в займе Ак Барс Банка ближе к верхней границе диапазона - на уровнях доходности от 9,7% годовых. Напомним, последний выпуск БАНКа ЗЕНИТ серии 08 был размещен с УТР 9,4% также к годовой оферте.

Финансовые показатели Ак Барс Банка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 11	1 июл 12	1 сен 12
H1, %	15,36	13,40	12,09	12,02	15,00
Активы	235 655	272 706	295 128	310 996	325 111
Денежные средства и драгметаллы	5 032	5 623	7 109	7 491	8 032
Доля в активах	2%	2%	2%	2%	2%
МБК (размещенные средства)	24 247	28 551	31 382	28 451	31 500
МБК в активах	10,3%	10,5%	10,6%	9,1%	9,7%
Кредитный портфель (gross)	145 515	158 271	174 863	195 922	207 234
Уровень просрочки	6,1%	4,7%	3,6%	3,2%	3,2%
Покрытие просрочки резервами	125,1%	121,2%	137,5%	159,3%	154,1%
Кредиты физлиц	15,4%	16,8%	18,3%	20,7%	20,8%
Кредиты/Клиентские средства	111,7%	92,2%	107,1%	118,0%	126,5%
Доля в активах	57,0%	54,7%	56,3%	59,8%	60,6%
Операции с ценными бумагами	42 638	57 135	54 263	32 384	31 850
Доля в активах	18,1%	21,0%	18,4%	10,4%	9,8%
Капитал*	34 965	35 476	35 476	37 131	37 131
Доля в активах	14,8%	13,0%	12,0%	11,9%	11,4%
МБК (привлеченные средства)	9 570	12 039	40 751	52 389	38 270
Кредиты ЦБ	0	0	3 000	11 970	11 479
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,0%	0,0%	1,0%	3,8%	3,5%
Средства клиентов	130 302	171 749	163 260	166 070	163 857
Доля в активах	55,3%	63,0%	55,3%	53,4%	50,4%
Выпущенные ценные бумаги	39 002	39 749	37 754	40 247	40 724
Доля в активах	16,6%	14,6%	12,8%	12,9%	12,5%
Балансовая прибыль	597	1 540	1 871	617	982

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора (26.09.2012)



Елена Федоткова

NEW РСГ-Финанс (-/В/-)

Событие. Ренова-СтройГруп (РСГ) начала пре-маркетинг бондов РСГ-Финанс серии 02 объемом 2,5 млрд руб., предлагая инвесторам ставку 1 купона на уровне 13,25-13,75% годовых (УТР 13,69-14,22%/1,5 года). По выпуску предусмотрено поручительство головной RSG International Ltd. Размещение намечено на конец сентября - начало октября 2012 г.

Комментарий.

Более подробно смотри специальный обзор от 25 сентября 2012 года:

«ЛСР (В2/-/В) vs РСГ-Финанс (-/В/-): что выбрать?»

http://www.nomos.ru/upload/iblock/ae3/credit_special_RSG_LSR_25092012.pdf

В условиях неопределенности в мировой экономике инвестиции в цикличные отрасли, как строительный сектор, связаны с рисками уровня выше среднего. Поэтому потенциальные покупатели бондов должны быть готовы к ним, рассчитывая взамен на достойную компенсацию в виде премии к доходности.

Если выбирать из ЛСР или РСГ-Финанс, мы, безусловно, предпочтение отдали бы бумагам ЛСР, чей кредитный риск ниже (при большем масштабе и лучшей диверсификации бизнеса уровень долговой нагрузки был ниже, что подтверждено более высокими рейтинговыми оценками). В то же время после довольно успешного размещения ЛСР выпуска серии 03, которое состоялось с доходностью 11,83% к оферте 1,5 года, что ниже индикатива УТР 12,11-12,64% годовых, возможность апсайда по ним на вторичном рынке заметно снизилась. Тем не менее, относительно кривой доходности ЛСР потенциал роста у этих бумаг все еще есть (до 20-25 б.п.), но на этом отрезке дюрации по доходности также интересно смотреться другой выпуск биржевых облигаций ЛСР серии БО-03 (УТМ 11,42%/520 дн.), который уже включен в Ломбард ЦБ и список РЕПО (дисконт 25%).

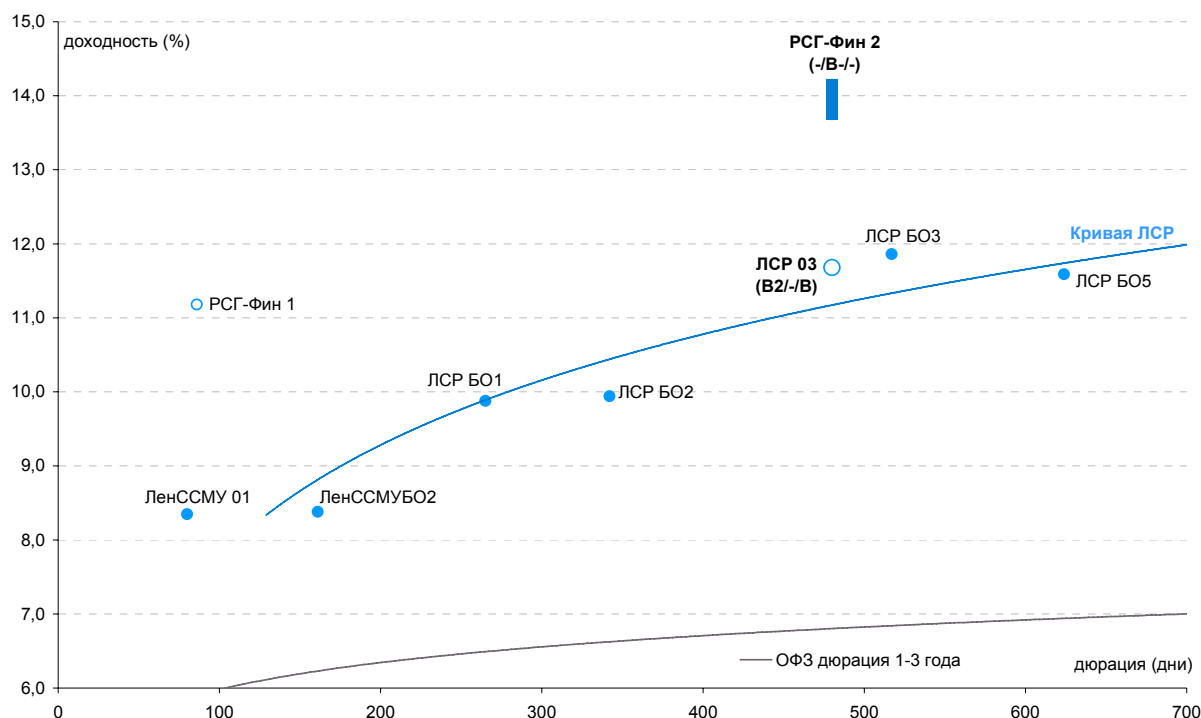
Что касается бондов РСГ-Финанс серии 02, то их инвестиционная привлекательность возросла, после того как вчера стало известно о включении обращающегося выпуска серии 01 в Список ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по сделкам прямого РЕПО ЦБ (с дисконтом 25%). Напомним, ранее они были включены в Ломбард ЦБ, но не попали в список РЕПО ЦБ. Теперь у нового бонда появляется шанс стать инструментом для управления ликвидностью. Вместе с тем, нужно учитывать, что для этого потребуются какое-то время после выхода бумаг на вторичный рынок. Тем не менее, мы по-прежнему считаем, что участие в облигациях эмитента подойдет инвесторам, готовым к рискам строительного сектора, причем, в условиях неопределенности развития мировой экономики и толерантным к умеренному кредитному качеству заемщика – рекомендуем им участвовать в выпуске с доходностью не менее 14% годовых.

Финансовые показатели Ренова-СтройГруп и ЛСР (МСФО)

млн долл.	Ренова-СтройГруп			ЛСР		
	2011	2010	2011/ 2010, %	2011	2010	2011/ 2010, %
Выручка	365	460	-20,8	1 766	1 644	7,4
Операционный денежный поток	33	-216	-	263	-78	-
EBITDA	96	137	-30,0	345	286	20,6
<i>EBITDA margin</i>	26,4%	29,9%	-3,5 п.п.	19,5%	17,4%	2,1 п.п.
Чистая прибыль	52	87	-40,0	83	57	44,3
<i>margin</i>	14,2%	18,8%	-4,6 п.п.	4,7%	3,5%	1,2 п.п.
Активы	1 257	1 256	0,1	3 940	3 485	13,1
Собственный капитал	603	331	82,1	1 676	1 744	-3,9
Денежные средства и их эквиваленты	42	36	14,8	161	43	270,6
Долг	351	683	-48,6	1 209	1 040	16,2
краткосрочный	96	508	-81,1	87	131	-33,8
долгосрочный	255	175	45,8	1 122	909	23,4
Чистый долг	309	647	-52,2	1048	997	5,1
Долг/EBITDA	3,7	5,0		3,5	3,6	
Чистый долг/EBITDA	3,2	4,7		3,0	3,5	
EBITDA/% расходы	3,6	5,6		2,7	2,2	

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций строительного сектора (средневзвеш.)



Александр Полютков

NEW Банк Русский Стандарт (Ba3/B+/B+)

Событие. Банк Русский Стандарт проведет 27 сентября – 2 октября встречи с инвесторами в США и Европе. Банк намерен разместить долларовые субординированные евробонды. Бумаги планируется включить в капитал второго уровня.

Комментарий. Напомним, в июле текущего года Банк Русский разместил 5-летние евробонды объемом 350 млн долл. с доходностью в размере 9,25% годовых (при первоначальном ориентире 9,25-9,5% годовых) и сейчас торгуется с УТР 8,61%. По бумагам предложен 3-летний put-опцион. В отличие от уже находящихся в обращении субординированных евробондов, последний выпуск можно назвать ликвидным, поэтому при рассмотрении уровней доходности по новому займу мы бы ориентировались, безусловно, в первую очередь на эти уровни. При этом стоит учесть, что субординированный выпуск дает премию к «простым» займам около 100-200 б.п. На наш взгляд, в новом выпуске Русского Стандарта интересно участвовать на уровнях 9,75-10,5% для 6-7-летнего выпуска.

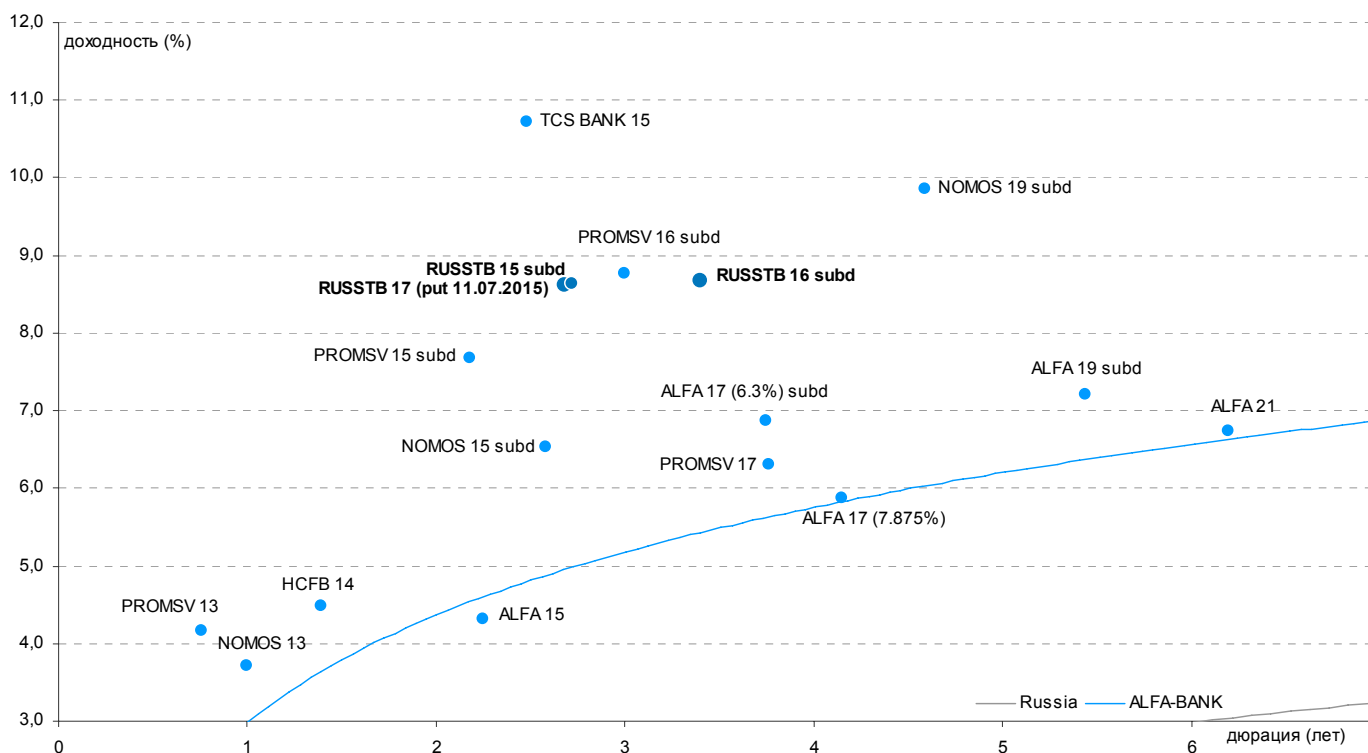
Финансовые показатели Банка Русский Стандарт по МСФО

		Банк Русский Стандарт млрд руб.				
Рейтинги		Ba3/B+/B+				
Место в рэнкинге на 1 июля 2012 года		26				
Балансовые показатели		2010	1H 2011	2011	1H 2012	%
ASSETS		137,1	144,1	188,1	222,8	18%
Cash and cash equivalents		11,4	8,2	18,3	15,3	-16%
	% assets	8,3%	5,7%	9,7%	6,9%	---
Loans		81,9	88,7	113,8	140,8	24%
Loans (gross)		89,7	96,4	122,2	152,2	25%
	% assets	59,8%	61,6%	60,5%	63,2%	---
	NPL (>90дн.)	5,9%	5,0%	4,5%	5,2%	---
	Impairment allowance / NPL (90+)	1,5	1,6	1,5	1,4	---
	Loans / Customer accounts	1,3	1,1	1,0	1,1	1,1
Customer accounts		62,9	81,9	109,5	133,8	22%
	% assets	45,9%	56,8%	58,2%	60,1%	---
EQUITY		27,0	27,7	27,1	26,0	-4%
	% assets	19,7%	19,2%	18,8%	11,7%	---
Total Capital Adequacy Ratio		28,2%	27,4%	21,0%	17,4%	---

Показатели прибыльности	2010	1H 2011	2011	1H 2012	%
Net interest income	19,5	9,9	22,8	15,3	55%
Fee and commission income (net)	0,3	0,3	0,9	0,6	97%
Provisions charge for loan impairment	-6,3	-1,7	-4,6	-5,3	211%
Operating income*	22,6	12,4	28,4	19,2	55%
General Administrative expenses	-13,7	-7,6	-17,2	-10,1	33%
Profit	1,8	2,5	5,0	3,1	---
Качественные показатели деятельности	2010	1H 2011	2011	1H 2012	%
RoAA	1,3%	3,6%	3,1%	3,0%	1%
RoAE	6,5%	16,9%	18,5%	23,1%	4%
Cost / Income	60,7%	61,5%	60,6%	52,6%	5%

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходность облигаций финансового сектора (средневзв.)



Елена Федоткова

NEW ЕАБР (А3/BBB/BBB)

Событие. Евразийский банк развития размещает 5-летние рублевые евробонды объемом 5 млрд руб. Ориентир доходности составлял около 8,375% годовых, затем был понижен до 8-8,25%. ЕАБР начал встречи с инвесторами 26 сентября.

Комментарий. Напомним, что последним, кто выходил на рынок с рублевыми еврооблигациями, был Газпромбанк, разместивший 18 сентября бумаги на 15 млрд руб. с доходностью 8,625% годовых. Однако срок обращения у них был довольно скромный – немногим более трех лет (до 15 декабря 2012 года). Также на рынке обращаются рублевые выпуски еврооблигаций Россельхозбанка. Однако сам ЕАБР до этого не прибегал к данному инструменту, предпочитая занимать через «классические» облигации на локальном рынке или еврооблигации в валюте. Отметим, что долларовые бумаги банка торгуются на уровне Сбербанка, в том числе и недавно размещенный 10-летний выпуск.

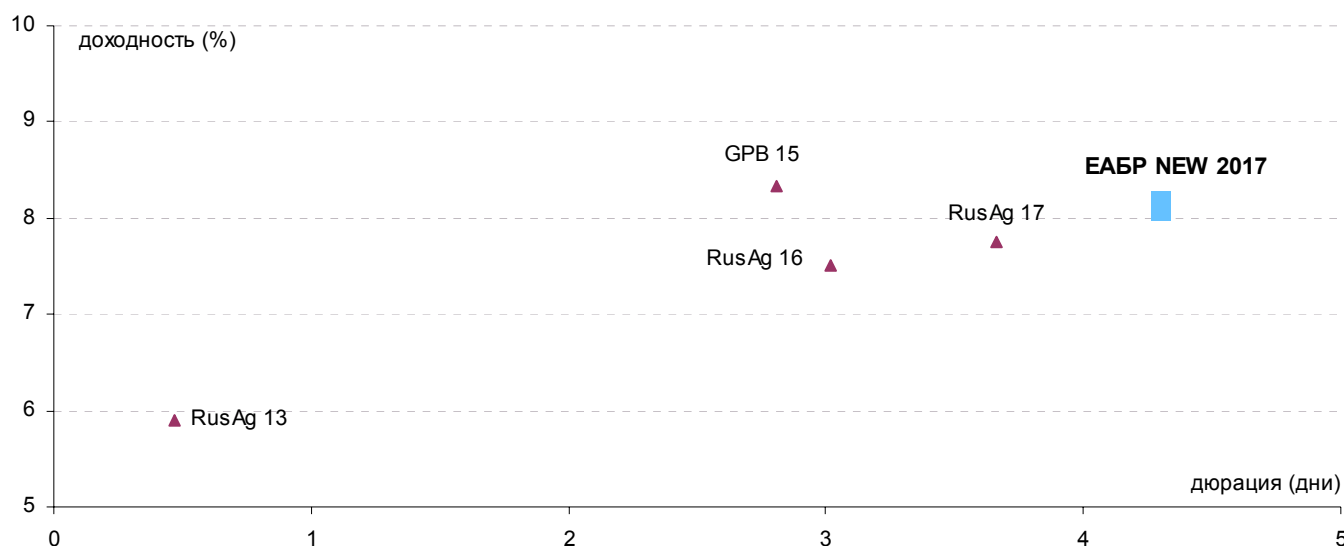
Как на внутреннем, так и на международных рынках (см. диаграммы ниже) бумаги ЕАБР торгуются с доходностью ниже, чем обязательства РСХБ или Газпромбанка. Судя по тому, что по рублевым евробондам доходность ЕАБР предложена на уровне обращающихся бумаг Россельхозбанка, то можно говорить о том, что по сравнению с другими инструментами данное предложение довольно интересно. С другой стороны, учитывая последнее размещение Газпромбанка под 8,625%, можно говорить о том, что премия к рынку не так уж и велика, особенно после снижения диапазона до 8-8,25% годовых. Рекомендуем участвовать в займе от 8,1% годовых.

Финансовые показатели ЕАБР по МСФО

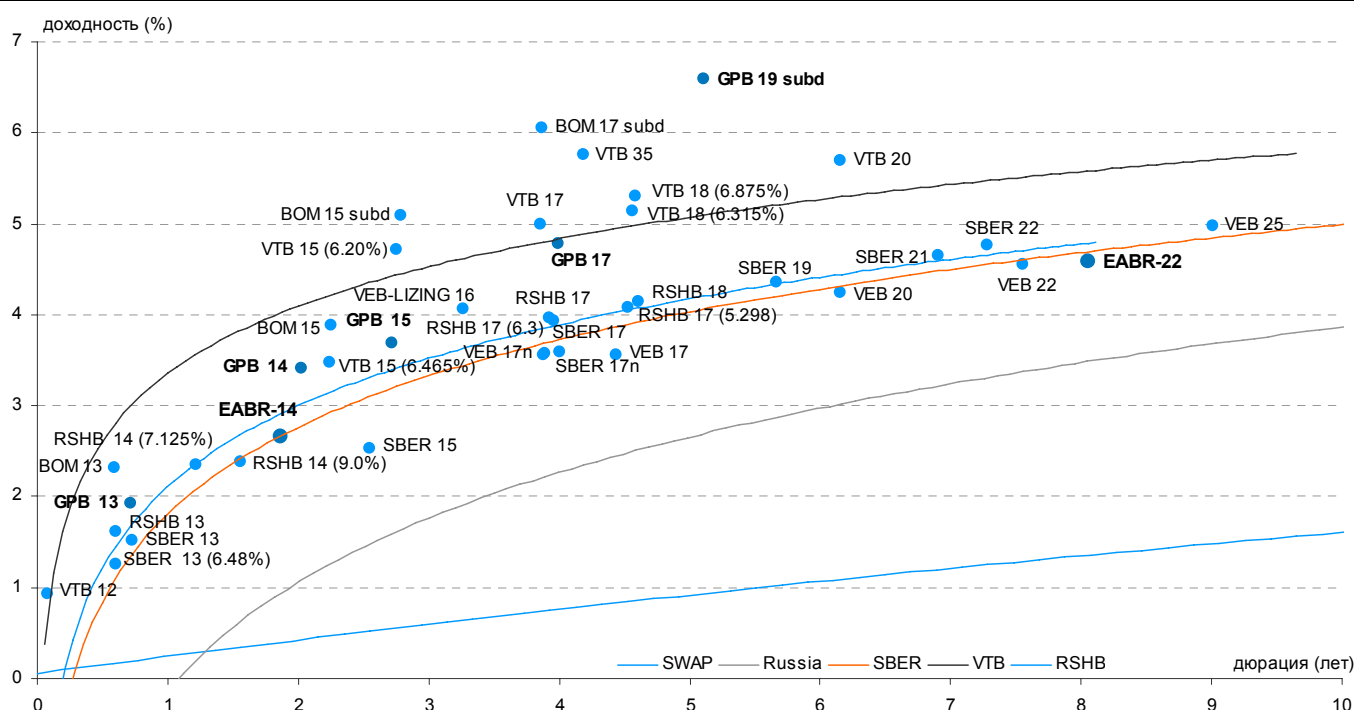
Показатели отчетности, млн долл.	2010	2011	1 пол. 2011	1 пол. 2012	%
Активы	2 553	2 838	2 843	3 170	12%
Кредиты (net)	821	1 344	1 066	1 397	4%
Кредиты (gross)	840	1 344	1 087	1 406	5%
доля в активах	32,2%	47,4%	37,5%	44,1%	---
уровень резервов	2,3%	0,0%	1,9%	0,7%	---
Портфель ценных бумаг	913	687	943	1 044	52%
доля в активах	35,8%	24,2%	33,2%	32,9%	---
Выпущенные долговые ценные бумаги	811	1 038	1 083	1 354	30%
доля в активах	31,8%	36,6%	38,1%	42,7%	---
Капитал	1 663	1 680	1 677	1 696	1%
доля в активах	65,2%	59,2%	59,0%	53,5%	---
Показатели отчетности, млн долл.	2010	2011	1 пол. 2011	1 пол. 2012	%
Чистые процентные доходы (до резервов)	46	68	27	38	40%
Прибыль	16	24	14	9	-31%
Рентабельность собственных средств	1,0%	1,5%	1,6%	1,1%	-
Рентабельность активов	0,6%	0,9%	1,0%	0,6%	-
С / I	54,6%	67,1%	56,3%	53,5%	-

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

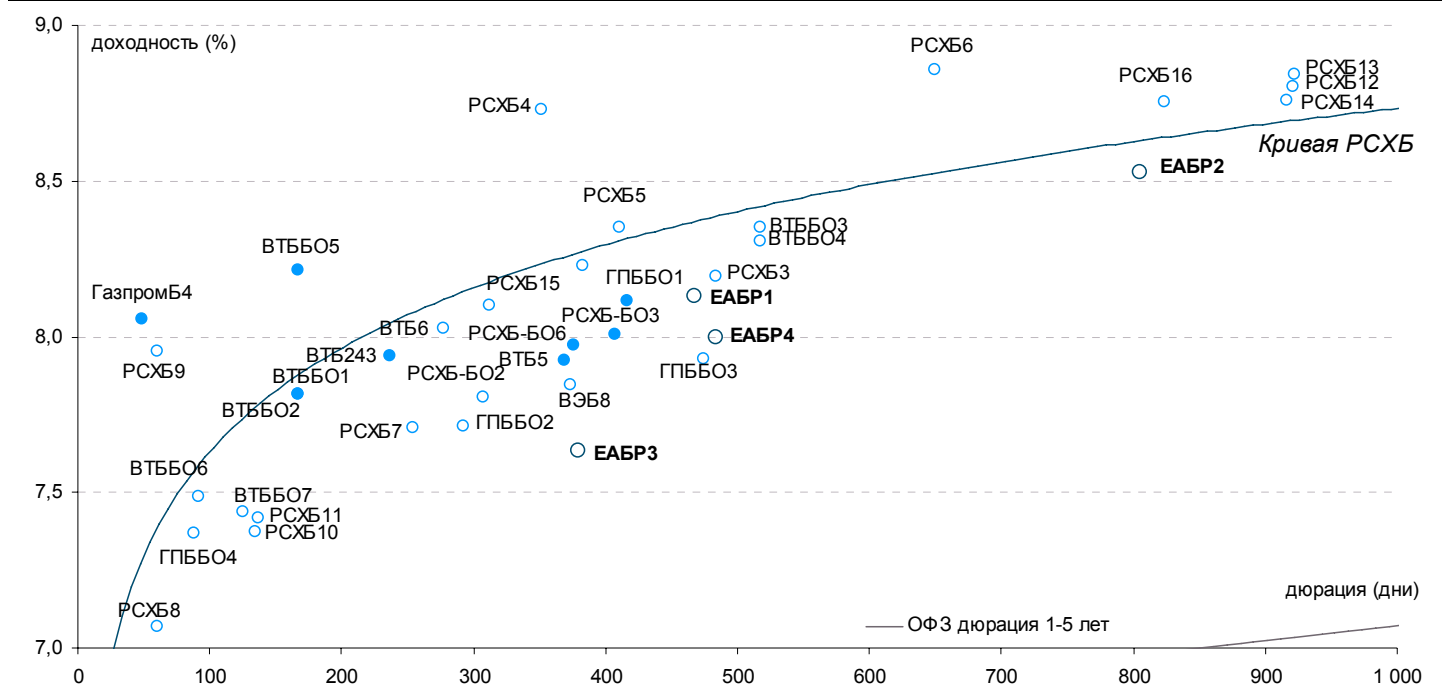
Доходности еврооблигаций (в рублях) финансового сектора



Доходности еврооблигаций (в долл. США) финансового сектора



Доходности рублевых облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

УБРИР (-/В/-)

Событие. 24-28 сентября 2012 года будет открыта книга заявок на биржевые облигации ОАО «УБРИР» серии БО-01 объемом 2 млрд руб. Размещение займа на ФБ ММВБ запланировано на 2 октября 2012 года. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 12,25-12,75%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 12,63-13,16% годовых. Размещение запланировано вне списка, в дальнейшем планируется включение в листинг «Б».

Комментарий. Среди ключевых моментов кредитного профиля банка мы отмечаем:

- **Акционерная структура.** Напомним, на 85,3% банк контролируется И.Алтушкиным, владельцем 80% Русской Медной Компанией. Третий по величине производитель меди в России отличается информационной закрытостью. В мае 2011 года компания оценивалась примерно в 3,6-4,8 млрд долл. Сейчас ввиду высоких цен на медь конъюнктура благоприятствует финансовому состоянию компании. Однако напомним, что с одним из проектов И.Алтушкина – ЕПК («Енисейская промышленная компания», бывший актив С.Пугачева) стоимостью 3 млрд долл. не все в порядке: Р.Байсаров, совладелец РМК, вышел из проекта, заявив, что есть риск утраты актива. Сейчас проект не продвигается, и лицензия может быть утрачена. Это может оказать негативное влияние на возможность поддержки банка со стороны акционера. Напомним, в 2011-2012 годах за счет средств И.Алтушкина капитал банка был увеличен на 3,85 млрд руб. В ближайшее время дополнительных пополнений не предвидится, и увеличение собственных средств будет производиться за счет капитализации прибыли, размер которой, впрочем, невелик. При этом достаточность капитала банка по РСБУ (Н1) на 1 сентября 2012 года была на низком уровне – 10,5%.
- **Маржинальность и рентабельность бизнеса.** Структура пассивов банка оказывает давление на маржинальность его деятельности, что негативно отражается на прибыли кредитной организации. Напомним, что 70% пассивов эмитента – это средства клиентов, причем в подавляющем большинстве это депозиты физических лиц – 50 млрд руб. или 50% пассивов на 1 января текущего года. В кредитном портфеле пока все еще преобладают операции с юрлицами, несмотря на активное развитие розницы, в частности – потребкредитования. В результате, NIM в 2011-2012 годах держится на уровне 3,6-4,0%. Рентабельность активов не поднимается выше 0,6%. В планах банка стать более розничным (52% от кредитного портфеля в 2014 году), при этом также несколько «разбавить» пассивы за счет облигационных займов (на настоящее время зарегистрировано 4 выпуска на 10 млрд руб.) и кредитных линий от банков, что в целом должно положительно сказаться на доходности бизнеса. Отметим, что по итогам текущего года банк планирует достичь прибыли 1,8 млрд руб. и RoAA порядка 1,7% при 241 млн руб. и RoAA 0,4% соответственно за 1 полугодие 2012 года. «Рывок» планируется сделать за счет сети отделений,

которая быстро развивается в текущем году (с 211 шт. на 1 января до 314 шт. на 1 сентября 2012 года). Напомним, ключевым регионом присутствия для банка выступает Уральский регион, в частности – Екатеринбург. На наш взгляд, планы несколько амбициозные и во многом будут определяться способностью банка генерировать и капитализировать прибыль в необходимом объеме. В противном случае нормативные показатели «затормозят» развитие банка, не позволяя ему добиваться необходимого «эффекта от масштаба».

- **Портфель ценных бумаг и инвестиционная собственность.** Отметим, что по итогам 2011 года у банка в балансе появляется строка «Инвестиционная недвижимость» на 6 млрд руб., еще 2,7 млрд руб. – авансы девелоперским компаниям (в совокупности – 8,7% активов банка). Авансы девелоперским компаниям представляют собой инвестиции Группы в соответствии с инвестиционными контрактами в целях строительства жилых комплексов, офисных центров и прочей недвижимости в Москве, Екатеринбурге и Сочи. Инвестиционная недвижимость – участие в ЗПИФН, причем в большинстве случаев банк является единственным собственником паев фондов недвижимости. Таким образом, хотя в кредитном портфеле после физлиц преобладают металлургия (21%) и торговля (12%), риски строительной отрасли концентрируются в других операциях банка. Портфель ценных бумаг составляет почти 32 млрд руб. на 1 сентября 2012 года. При этом, на наш взгляд, отличается довольно высоким качеством – около 74%, по данным УБРИР, приходится на бумаги с рейтингом «BBB», еще 18% - «BB». По нашему мнению, это формирует комфортную «подушку ликвидности» для кредитной организации.
- **Качество кредитного портфеля.** Отметим, что качество кредитного портфеля у банка сохраняется, по нашему мнению, довольно слабым. В презентации банк приводит данные по кредитам, «не работающим» более 360 дней, - 5,3% на конец 1 полугодия 2012 года. При этом только по розничным кредитам – 9,2%.

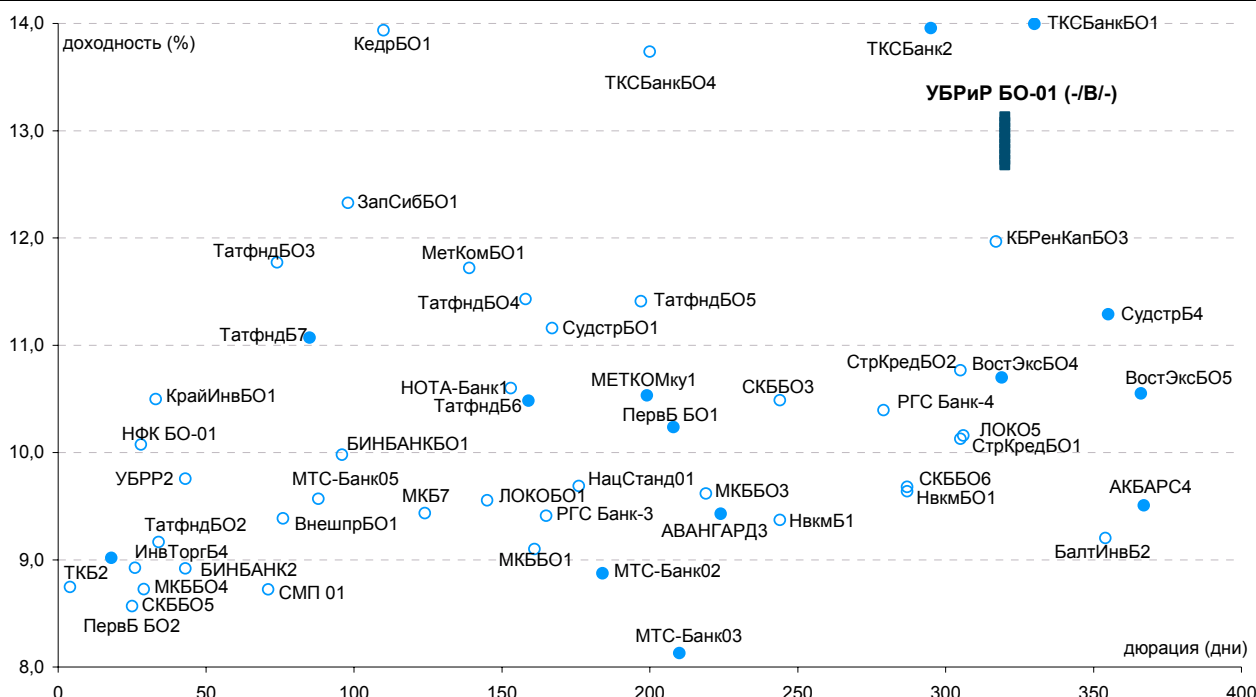
Предложенные банком уровни размещения лежат между двумя розничными банками: КБ Ренессанс Капитал (B2/B/B) и ТКС-Банк (B2/-/B). При этом УБРИР в 2-2,5 раза больше упомянутых кредитных организаций (45 место, 72 место и 92 место по активам соответственно). По нашему мнению, кредитное качество эмитента, его акционерная структура и международные рейтинги делают интересным текущее предложение уже по нижней границе обозначенного диапазона доходности, то есть от 12,6% годовых.

Финансовые показатели УБРИР по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	1H 2012	1H 2012 / 2011	2012F
Активы	75 940	99 995	118 264	18%	112 176
Денежные средства и их эквиваленты	8 435	12 372	14 537	17%	-
доля в активах	11%	12%	12%	-	-
Кредиты	33 469	44 962	53 888	20%	-
Кредиты (gross)	36 788	47 633	57 281	20%	68 561
доля в активах	44%	45%	46%	-	-
NPL (360+)	9,7%	4,2%	5,3%	-	-
резервы	9,0%	5,6%	5,9%	-	-
Кредиты / Средства клиентов	0,6	0,6	0,7	-	-
Резервы / NPL	0,9	1,3	1,1	-	-
Финансовые вложения	21 641	24 281	31 966	32%	-
доля в активах	28%	24%	27%	-	-
Средства клиентов	54 473	69 503	74 637	7%	78 490
доля в активах	72%	70%	63%	-	70%
Капитал	4 722	7 053	8 988	27%	10 309
доля в активах	6%	7%	8%	-	9%
Total Capital Adequacy Ratio	9,2%	9,5%	-	-	-
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	1H 2012	1H 2012 / 1H 2011	2012F
Чистые процентные доходы (net)	2 336,5	4 750,5	2 689,6	41%	-
Комиссионные доходы (net)	622,1	923,4	716,8	110%	-
Резервы начисленные	-364,4	-1 492,0	-727,4	-16%	-
Операционные доходы*	3 731,8	5 521,2	3 052,1	18%	-
Операционные расходы	-2 693,7	-3 400,9	-2 148,6	35%	-
Прибыль	578,3	504,8	241,3	132%	1 757
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1H 2012	1H 2012 / 2011	2012F
RoAA	0,8%	0,6%	0,4%	-0,1 п.п.	1,7%
RoAE	14,5%	8,6%	6,0%	-2,6 п.п.	20,2%
NIM	2,5%	4,0%	3,6%	-0,4 п.п.	-
Cost / Income	72%	62%	70%	+8,8 п.п.	-

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций финансового сектора (20.09.2012)



Елена Федоткова

Республика Марий Эл (-/-ВВ).

Событие. Министерство финансов Республики Марий Эл планирует 27 сентября - 1 октября 2012 г. провести сбор заявок на 3-летние облигации серии 34006 объемом 1,5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 8,98-9,21% годовых, что формирует доходность – 9,1-9,35% годовых при дюрации около 1,99 года. Выпуск имеет амортизационную структуру погашения: 20% через 1 год; 40% - 2 года; 40% - 3 года. Размещение выпуска на ММВБ предварительно запланировано на 4 октября.

Комментарий.

В настоящее время у Республики Марий Эл в обращении нет облигаций, а последний выпуск был погашен в мае 2009 г., поэтому напомним наиболее значимые особенности кредитного профиля региона, который мы оцениваем как умеренный:

- Республика Марий Эл входит в состав Приволжского федерального округа, занимая территорию 23,4 тыс. кв. м., на которой проживает более 692 тыс. чел. (на 1 января 2012 г.).
- По размеру ВРП республика в 2010 г. занимала 71 место из 83 субъектов РФ с 82,4 млрд руб., в 2011 г. его размер увеличился на 14,7% до 94,5 млрд руб.
- Экономика республики основывается на обрабатывающем производстве (28,6% ВРП), сельском и лесном хозяйстве (15,9%). По темпам роста регион обгоняла общестрановую динамику макропоказателей: индекс промышленного производства в 2011 г. составил 107,8% (по России – 104,7%), индекс обрабатывающего производства – 108,9% (против 106,5%), индекс с/х производства – 125,3% (против 122,1%).
- Основными направлениями промышленного производства республики являются: нефтепереработка, машиностроение и металлообработка, деревообработка и целлюлозно-бумажная промышленность, пищевая промышленность и др. Отметим, что в республике нет производств федерального масштаба, а присутствуют в основном средние и малые предприятия, поэтому нет высокой концентрации в доходах бюджета крупных налогоплательщиков.
- По размеру бюджета республики является относительно небольшим (в 2012 г. планируется 19,5 млрд руб.), при этом стоит отметить высокую финансовую зависимость региона от вышестоящего бюджета (на безвозмездные перечисления приходится практически 50% всех доходов по итогам 7 мес. 2012 г.), что, вероятно, обусловлено небольшим масштабом его экономики. Вместе с тем, в 2012 г. рост поступлений бюджета республики (на 6% к 2011 г.) запланирован в основном за счет собственных доходов, которые должны прибавить за год на 24% до 10,6 млрд руб., что снизит зависимость бюджета от федерального центра в сравнении с 2011 г. (с 54% до 46% в общих доходах). По итогам исполнения соб. доходов региона за 7 мес. 2012 г. (на 53% от плана) обозначенная динамика, на наш взгляд, выглядит несколько оптимистично.
- Отметим, что в кризисные 2008-2009 гг. падение собственных доходов республики было не столь

критичным (порядка 8-9%), в сравнении с регионами, где в доходах преобладают цикличные отрасли как металлургия.

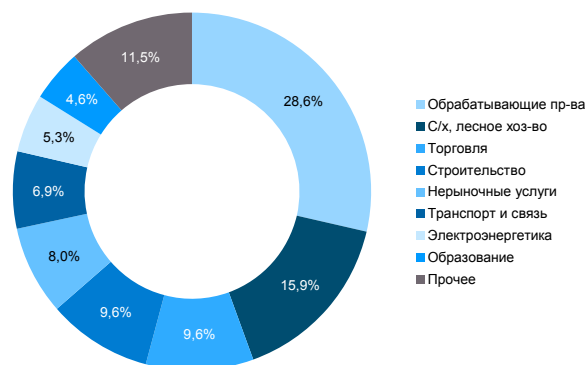
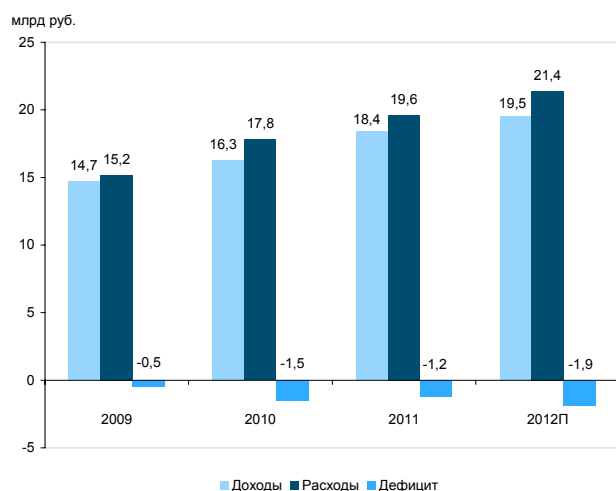
- Долговая нагрузка Марий Эл является довольно высокой по меркам российских регионов: доля госдолга в соб. доходах на 1 августа 2012 г., по нашим оценкам, составляет около 63%. Причем, в основном в структуре долга 6,02 млрд руб. преобладают бюджетные и банковские кредиты, на гарантии приходится только 6%. По итогам 2012 г. бюджетом республики госдолг запланирован в размере до 6,6 млрд руб., то есть существенно не измениться, но останется высоким: соотношение госдолг/соб.доходы может составить 62-68%. Привлекаемые в рамках размещения облигаций денежные средства должны пойти на удлинение долга (на 1 сентября 2012 г. до конца года предстоит погасить 921 млн руб.), а также на финансирование дефицита бюджета (ожидается в 2012 г. в размере 1,9 млрд руб.).

Для позиционирования новых бумаг Республики Марий Эл в качестве ориентира, на наш взгляд, наиболее показательно взять проходящее сейчас размещение облигаций Тульской области (-/-/BB-) серии 34002 со схожей дюрацией 1,9 лет, книга заявок на которые закрылась с доходностью 8,88% годовых. В свою очередь, мы считаем, что облигации республики должны нести заметную премию к бумагам области, учитывая значительные различия в кредитных профилях регионов: больший размер бюджета области, более значительную долю собственных доходов, меньший уровень долговой нагрузки (см. таблицу ниже). Хотя кредитные рейтинги говорят об обратном: у Тульской области от Fitch «BB-»/Ст. против «BB»/Ст. у Марий Эл также от Fitch. Вероятно, это связано с актуализацией рейтинга у Тульской области, которая состоялся еще в 2010 г., а у Марий Эл – в марте 2012 г. По размерам бюджета Марий Эл больше близка к Хакасии (-/-/BB-), которая хоть и уступает в рейтинге на 1 ступень, но превосходит по доле собственных доходов и уровню долговой нагрузке. Напомним, что Хакасия в августе разместила выпуск серии 34002 с доходностью 9,52% годовых при дюреции 2,08 года, сейчас бумаги торгуются на уровне YTM 9,45% годовых/1,98 года.

Учитывая все выше перечисленное, а также принимая во внимание уровни доходности бумаг сравниваемых регионов рейтинговой категории «BB-/BB», мы считаем возможным участие в бондах Марий Эл ближе к верхней границе индикатива с доходностью от 9,3% годовых при дюреции 1,99 года.

Финансовые показатели региона

Структура ВРП по итогам 2011 г.



Источник: Министерство финансов и Министерство экономического развития и торговли Республики Марий Эл

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

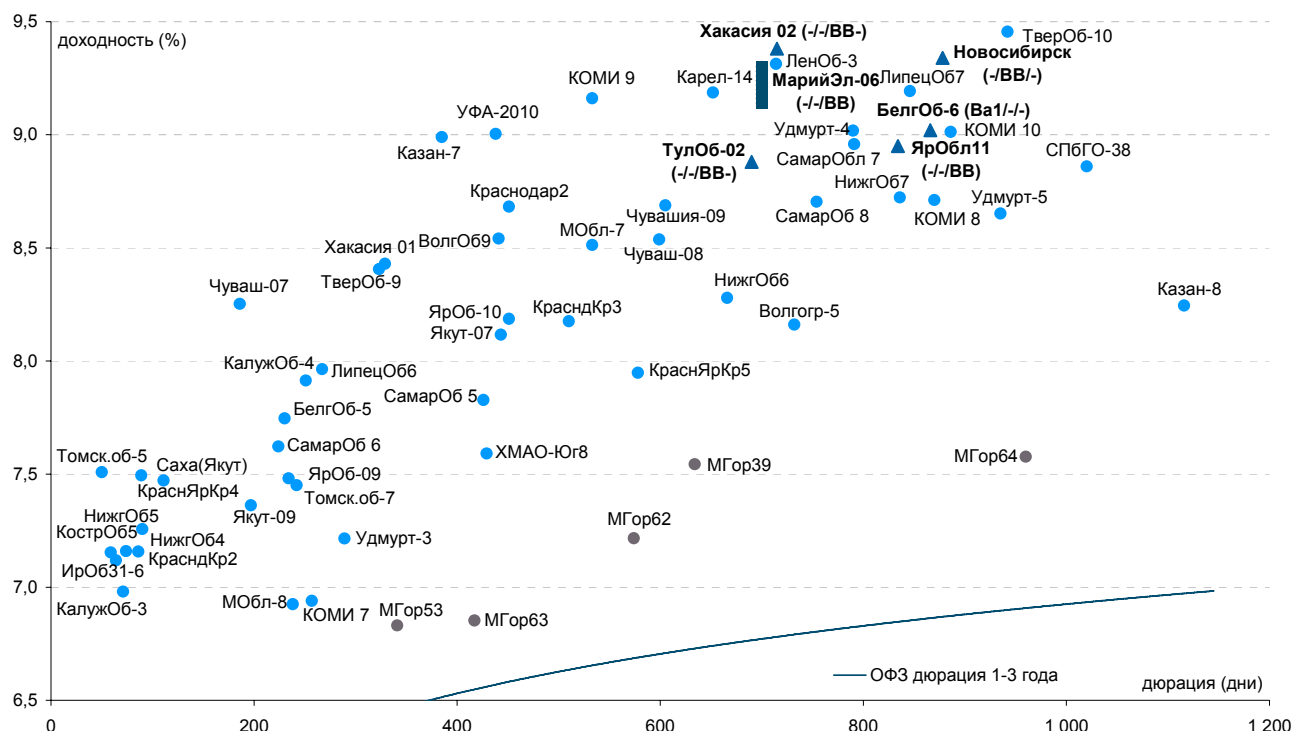
Регионы	Рейтинг	Доходы		Соб. Доходы		Доля соб.дох-в в дох-х		Расходы		Дефицит		Госдолг	Госдолг/Соб.дох-ы
		'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	7М'12**	7М'12*
Республика Марий Эл	-/-/BB	19,5	11,2	10,6	5,6	54,4%	50,0%	21,4	11,5	-1,9	-0,3	6,02	62,7%
Тульская область	-/-/BB-	43,5	25,1	33,3	18,6	76,6%	74,1%	50,1	23,0	-6,6	2,1	5,8	18,2%
Липецкая область	-/BB/-	32,7	19,5	27,2	14,9	83,0%	76,1%	36,7	20,3	-4,0	-0,8	8,6	33,8%
Хакасия	-/-/BB-	16,5	10,2	13,8	7,5	83,8%	73,7%	19,8	10,0	-3,4	0,2	3,3	25,7%
Белгородская область	Ba1/-/-	66,8	36,7	49,4	24,1	73,9%	65,8%	70,8	33,9	-4,0	2,8	26,3	63,5%
Нижегородская область	Ba2/-/BB-	98,3	59,0	80,2	46,8	81,6%	79,3%	114,5	63,9	-16,2	-4,9	28,1	35,0%
Ярославская область	-/-/BB	43,5	26,7	35,8	21,9	82,3%	82,2%	50,4	26,7	-6,9	0,0	13,9	37,0%

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

*собственные доходы приведены к году

** за исключением Тульской области данные по остальным регионам по состоянию на 1 июля 2012 года

Доходности бумаг субъектов РФ и муниципальных образований (20.09.2012 г.)



Александр Полютков

Новикомбанк (B2/-/-)

Событие. Новикомбанк откроет 27 сентября книгу заявок на облигации серии БО-04 объемом 2 млрд руб. Закрытие книги – 2 октября, планируемая дата размещения – 9 октября 2012 года. Ориентир ставки 1-2 купонов составляет 10-10,5% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 10,25-10,78% годовых.

Комментарий. В настоящее время у Новикомбанка обращается 2 облигационных займа, размещенных с интервалом в год (оба с офертой середине 2013 года). Спустя еще год банк снова выходит на долговой рынок, не особо балуя инвесторов своими выпусками, тем более, что с момента своего дебюта на долговом рынке эмитент вырос более чем в 2 раза. В настоящее время Новикомбанк занимает 48 строчку в рейтинге российских банков по величине активов (101,5 млрд руб. по РСБУ).

Отметим, что банк не составляет полугодовую отчетность по СФО, однако к размещению были подготовлены баланс и ОПУ, но без расшифровок. Соответственно, в своем комментарии нам приходилось опираться также на данные на конец 2011 года и итоги по РСБУ. Среди основных моментов кредитного качества эмитента мы выделяем:

– **Аффилированность с ГК «Ростехнологии».**

Напомним, что банк аффилирован с ГК «Ростехнологии»: ей принадлежит 20% капитала банка, а во главе Совета Директоров эмитента стоит С.В.Чемезов, генеральный директор ГК «Ростехнологии». Последнее заметно сказывается на клиентской базе банка – более половины кредитного портфеля банка приходится на оборонно-промышленный комплекс и машиностроение (по итогам 2011 года, по 1 полугодю 2012 года банк такой информации не предоставил). Крупнейшими клиентами банка являются, помимо самой ГК «Ростехнологии», Концерн ПВО «Алмаз-Антей», Концерн «Радиоэлектронные технологии», ОАК, ОАО «Корпорация Тактическое Ракетное Вооружение», ОАО «Вертолеты России», Объединенная Двигателестроительная Корпорация и другие.

Конечным контролем над эмитентом по состоянию на 31 декабря 2011 года обладает Президент Банка И.Н. Губин, который контролирует 80% акций банка.

– **Высокое качество активов.**

На наш взгляд, довольно низкий уровень NPL (90+) – на уровне 2,5% кредитного портфеля на конец 2011 года определяется, в первую очередь, клиентской базой, обозначенной выше. При этом уровень покрытия резервами довольно высок – 1,5х. В качестве негативного момента отметим достаточно высокую концентрацию портфеля банка по клиентам – на 10 крупнейших клиентов (или групп взаимосвязанных заемщиков) приходится 58% портфеля. На долю связанных сторон и заемщиков, связанных с государством, на начало текущего года приходилось 40% портфеля. Напомним, что кредитование физлиц в банке почти не развито – всего 2% от остатка задолженности на конец 2011 года.

Также отметим качество сформированного портфеля ценных бумаг. Доля вложений в финансовые инструменты в активах банка на 1 июля 2012 года составила 20%. И хотя банк не дает расшифровок по МСФО, судя по РСБУ, около 40% портфеля – обязательства Российской Федерации.

– **Низкая рентабельность деятельности.**

Показатели RoAE и RoAA у банка довольно низкие: 2,5% и 0,2% соответственно по итогам 1 полугодия 2012 года. По нашему мнению, этому есть две причины.

Первая - умеренная маржинальность деятельности кредитной организации – NIM 4,3% по итогам 2011 года и 4,0% по результатам 1 полугодия текущего года, по нашим подсчетам, является оборотной стороной медали аффилированности с ГК «Ростехнологии» и сформировавшейся клиентской базы. Для сравнения: НОМОС-БАНК, Промсвязьбанк, Банк ЗЕНИТ и Петрокоммерц – 5,5%, 5,5%, 4,1%, 4,2% соответственно.

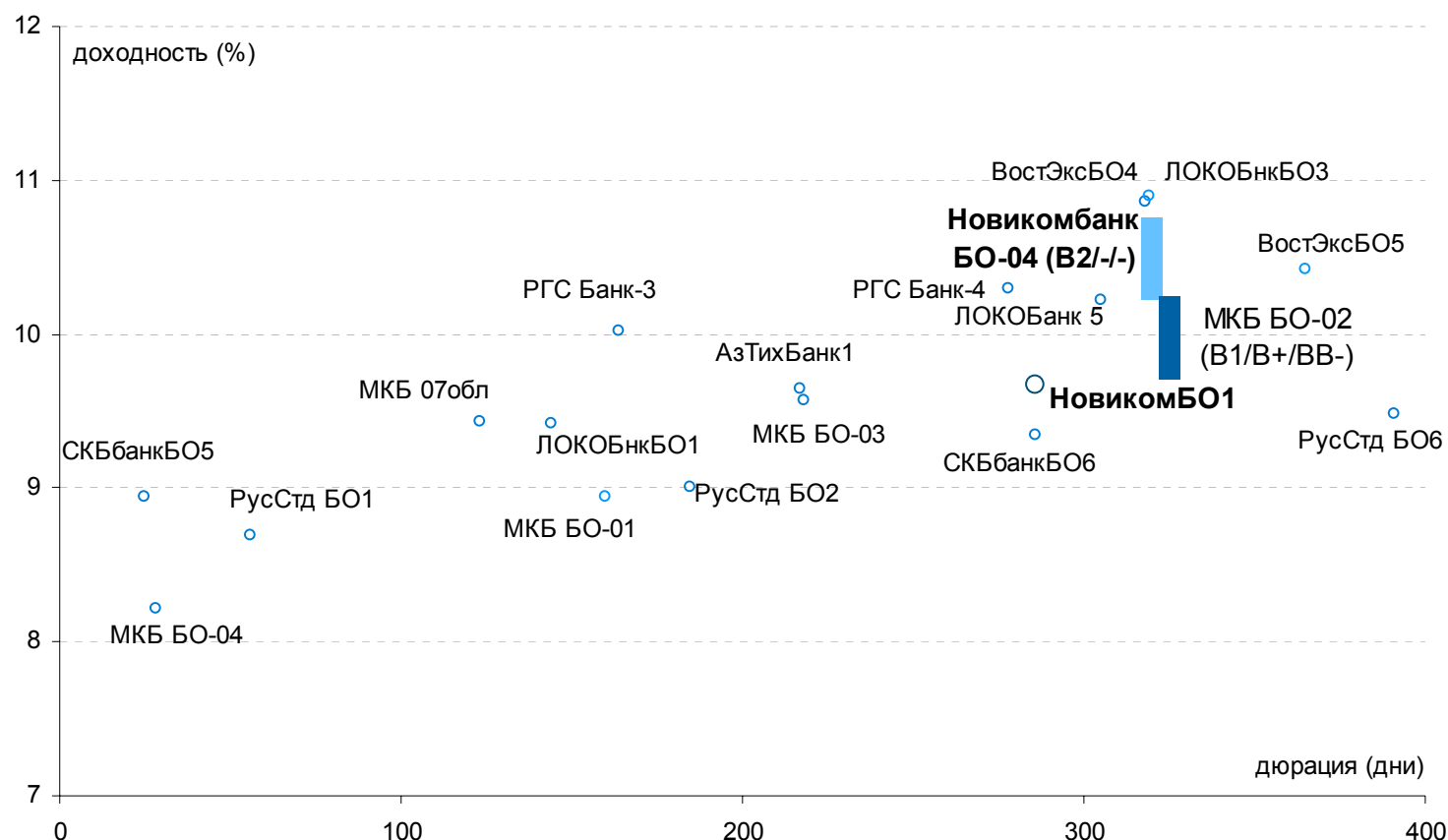
Еще одним моментом, оказывающим негативное влияние, выступают высокие административные расходы: показатель Cost / Income по итогам 2011 года ставил 94,3%, 1 полугодия 2012 года – 63,5%. Причем на вознаграждение сотрудникам приходится немногим более половины затрат.

– **Аффилированность в структуре фондирования и высокая ликвидность активов.**

На долю связанных сторон и предприятий, связанных с государством, на начало текущего года приходилось около 39% обязательств банка. Наличие стабильного источника фондирования способствует высоким темпам развития банка, которые мы наблюдали в течение последних лет. В качестве негативного момента отметим, что соотношение Кредиты / Средства клиентов у эмитента не поднимается выше 0,8х. Таким образом, часть средств направляется на формирование «подушки ликвидности» (денежные средства, ценные бумаги и размещение на счетах банков), доля которой в активах достигает высоких 45%.

Конкуренцию текущему займу Новикомбанка на первичном рынке может составить разве что выпуск МКБ (B1/B+/BB-), по которому сегодня закрывается книга. При оферте также 1 год он предлагает УТР 9,73-10,25%, то есть немного ниже, чем Новикомбанк, что в целом оправдано, учитывая разницу в рейтингах. Однако в отличие от МКБ, Новикомбанк не балует, как мы отмечали выше, инвесторов своими выпусками. Кроме того, отчасти риски банка можно назвать «суверенными», благодаря акционерной структуре и клиентской базе. Также учитывая перечисленные выше факторы облигации банка, на наш взгляд, смотрятся интересно уже по нижней границе размещаемого диапазона.

Доходности облигаций финансового сектора (средневзв.)



Финансовые показатели НОВИКОМБАНКа

Показатели отчетности, млрд руб.	2010	2011	1H '11	1H '12*	1H '12 / '11
Активы	62 715	98 582	n/a	101 951	3%
Денежные средства	7 941	17 055	n/a	8 622	-49%
доля в активах	12,7%	17,3%	n/a	8,5%	---
Кредиты (net)	26 558	45 648	n/a	51 654	13%
Кредиты (gross)	30 164	47 498	n/a	n/a	n/a
доля в активах	42,3%	46,3%	n/a	50,7%	---
NPL (>90дн.)	4,5%	2,5%	n/a	n/a	n/a
уровень резервов	12,0%	3,9%	n/a	n/a	n/a
Резервы / NPL	2,7	1,5	n/a	n/a	n/a
Кредиты / Средства клиентов	0,6	0,8	n/a	0,8	---
Вложения в финансовые активы	21 806	16 171	n/a	20 056	24%
доля в активах	34,8%	16,4%	n/a	19,7%	---
Средства клиентов	40 973	57 649	n/a	67 975	18%
доля в активах	65,3%	58,5%	n/a	66,7%	---
TCAR	13,7%	10,0%	n/a	n/a	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	2 594	2 725	1 294	1 609	24%
Прибыль	632	290	212	89	-58%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1H '11	1H '12	1H '12 / '11
RoAE	10,9%	4,7%	n/a	2,5%	-2,2%
PoAA	1,2%	0,4%	n/a	0,2%	-0,2%
C / I	36,3%	94,3%	n/a	63,5%	-30,8%
NIM	4,8%	4,3%	n/a	4,0%	-0,3%

* предварительные данные

Источники: данные регионов, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова**X5 (B2/B+/-)**

Событие. Продуктовая сеть X5 планирует 28 сентября 2012 г. начать book building 3-летних биржевых облигаций ООО ИКС 5 Финанс серии БО-01 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 9,5-9,9% годовых, ему соответствует доходность к погашению на уровне 9,73-10,15% годовых. Размещение бумаг на ММВБ намечено на 1 декаду октября.

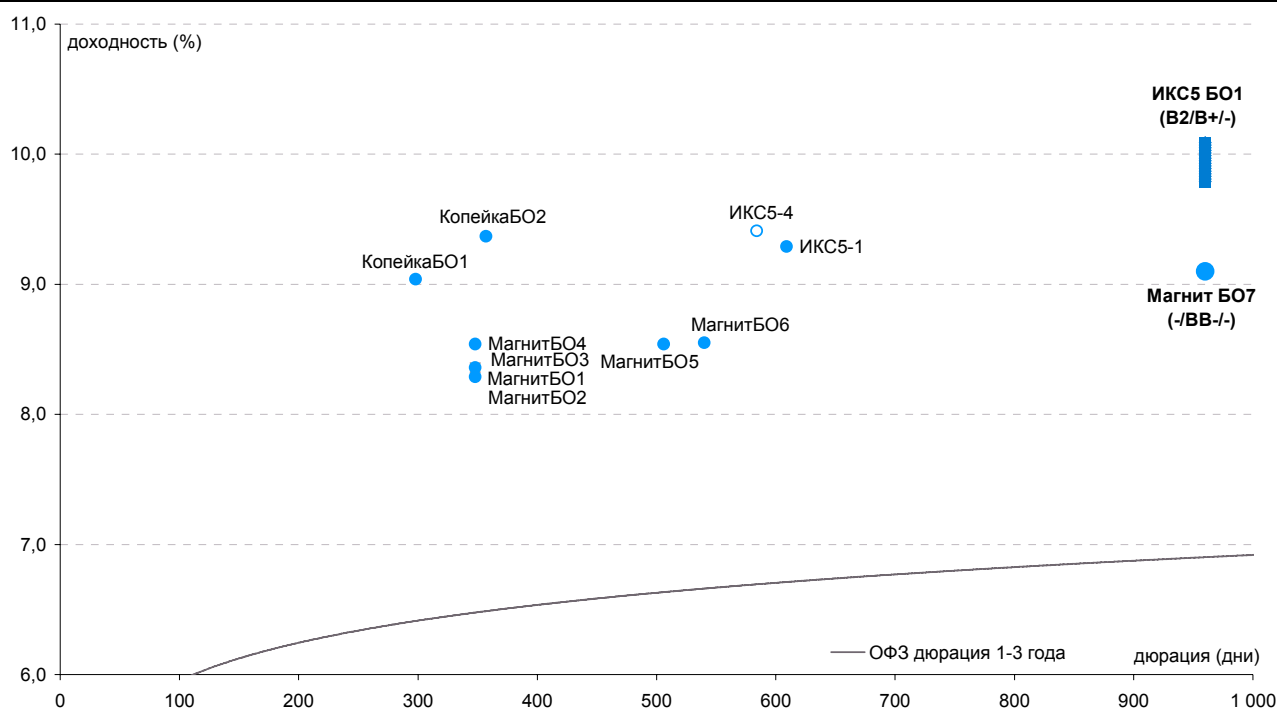
Комментарий. Напомним, что на этой неделе закрылась книга заявок на биржевые облигации главного конкурента X5 – сети Магнит (-/BB/-) серии БО-07 объемом 5 млрд руб. Бумаги нашли повышенный интерес у инвесторов: по данным организаторов займа, спрос превысил предложение в 2,5 раза, составив 12,3 млрд руб. Важно отметить, что книга была закрыта с доходностью 9,1% годовых, то есть ниже обозначенного индикатива 9,2-9,46% годовых, причем, инвесторы отдали предпочтение более длинной срочности, выбрав вместо 2-летней оферты 3 года до погашения.

Поскольку обращающиеся выпуски X5 неликвидные, размещение Магнита, безусловно, выступает отличным ориентиром для новых бондов сети. Так, при той же срочности X5 предлагает премию к бумагам Магнита порядка 60-100 б.п., что, впрочем, выглядит вполне справедливо на фоне ее слабых финансовых результатов за 1 пол. 2012 г., заметно контрастирующих с сильными показателями Магнита за тот же период. X5 пока не удалось преломить негативный тренд замедления LFL-продаж после интеграции с Копейкой, при этом долговая нагрузка ритейлера остается высокой: соотношение Чистый долг/EBITDA – 3,4х против 1,1х у Магнита по итогам 1 пол. 2012 г. Полный комментарий к отчетности X5: http://www.nomos.ru/upload/iblock/98e/NOMOS_daily_debt_markets_22_08_2012.pdf

Вместе с тем, на рынке также присутствует два выпуска биржевых облигаций Копейки, причем, относительно ликвидным является заем серии БО-02, средневзвешенная доходность которого составляет порядка 9,3-9,4% годовых к погашению через 1 год, что формирует премию до 100 б.п. к бумагам Магнита серий БО-1,2,3 и 4 со схожей дюрацией. При этом важно отметим, что данный выпуск Копейки не входит в Ломбард ЦБ.

Таким образом, учитывая все выше обозначенное, мы считаем интересным участие в размещении биржевых облигаций ИКС 5 Финанс серии БО-01 с доходностью от 10% годовых, что выглядит вполне справедливо, в том числе на фоне торгуемых бумаг эмитентов рейтинговой категории «B+/BB-» как: ВК-Инвест 06 и 07 /B3/BB/-/ (YTM 9,6-9,8%/973 дн.), Сибметинвест 01 и 02 /B1/B+/B/ (YTP 9,3-9,4%/654 дн.), ЕвразХолдинг-Финанс 02 и 04 /-B+/-/ (YTP 10,2-10,3%/964 дн.) и др.

Доходности облигаций компаний продуктовой розницы (средневзвеш.)



Финансовые результаты Х5 и Магнита по МСФО

млн долл.	Х5			Магнит		
	1 пол.2012	1 пол.2011	Изм. %	1 пол.2012	1 пол.2011	Изм. %
Выручка	7 859	7 867	-0,1	6 776	5 471	24
Чистый операционный денежный поток	-8	9	-	403	266	52
EBITDA	554	566	-2,1	671	359	87
<i>EBITDA margin</i>	7,1%	7,2%	-0,1 п.п.	9,9%	6,6%	3,3 п.п.
Чистая прибыль	135	170	-20,6	340	140	142
<i>margin</i>	1,7%	2,2%	-0,5 п.п.	5,0%	2,6%	2,4 п.п.
	1 пол.2012	2011	Изм. %	1 пол.2012	2011	Изм. %
Активы	8 556	8 810	-2,9	5 487	5 447	1
Дебиторская задолженность	340	362	-6,1	17	16	2
Денежные средства и их эквиваленты	166	385	-56,9	128	534	-76
Финансовый долг, в т.ч.:	3 691	3 610	2,3	1 499	1 617	-7
долгосрочный	2 521	2 697	-6,5	1 392	1 424	-2
краткосрочный	1 170	913	28,1	107	192	-44
Чистый долг	3 525	3 225	9,3	1 371	1 082	27
Кредиторская задолженность	1 691	1 906	-11,3	937	1 043	-10
Фин.долг/EBITDA	3,6	3,2	-	1,2	1,7	-
Чистый долг/EBITDA	3,4	3,1	-	1,1	1,2	-
Фин. долг/Активы	0,4	0,4	-	0,3	0,3	-

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Александр Полкутов

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48

Факс. (495) 797-52-48

research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов

Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКа и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.