

3 февраля 2012 г.

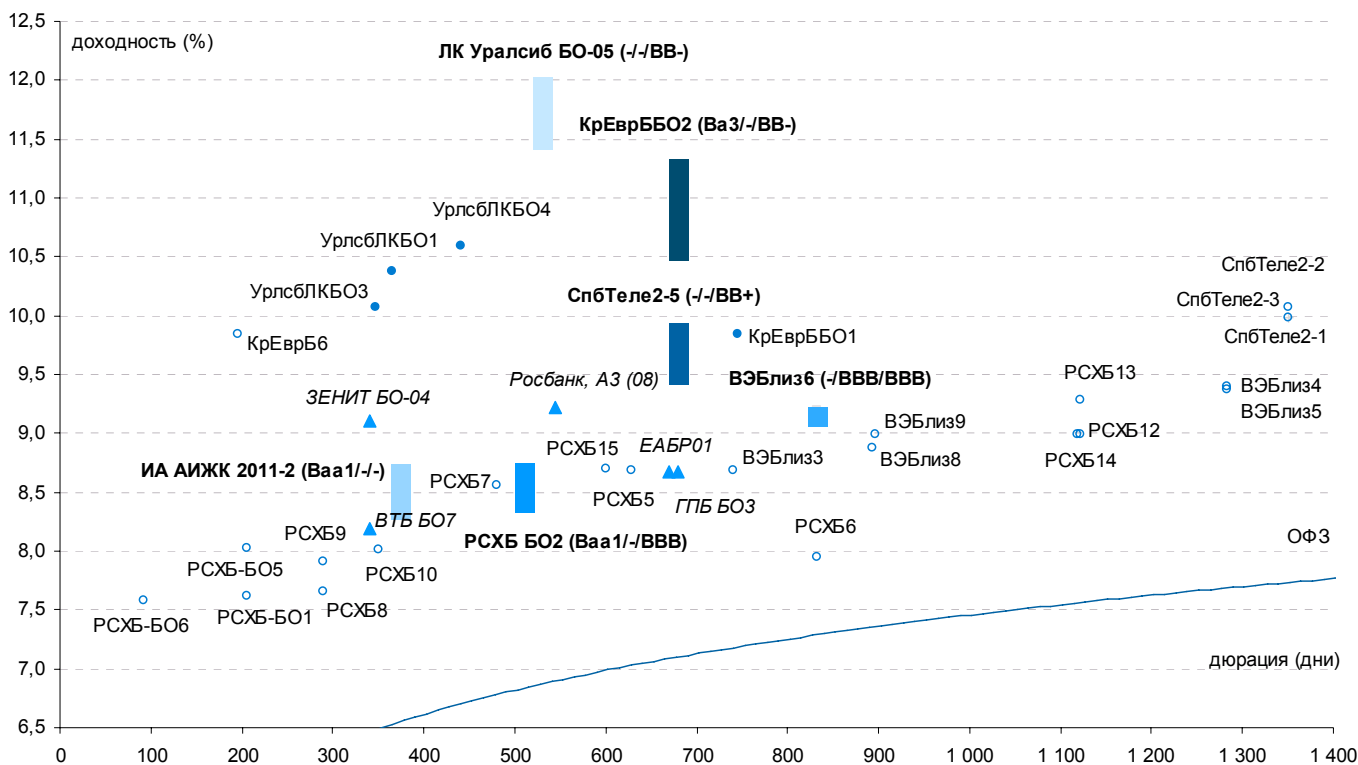
Количество размещений на текущей неделе продолжало увеличиваться – подавляющее большинство по-прежнему приходится на финансовый сектор. При этом все размещения проходят крайне оперативно: период сбора заявок укладывался в 2-3 дня. Не в последнюю очередь это объясняется классом заемщиков, характеризующихся квазисуверенным риском. В результате, сегодня закрывают книги РСХБ, ВЭБ-Лизинг, Газпром нефть, которых не было в «предстоящих размещениях» в прошлом обзоре. При этом эмитенты ведут себя достаточно агрессивно, предлагая довольно скромную премию к рынку или вовсе без нее. Тем не менее, это не мешает, как в случае с РСХБ, набирать хороший спрос – объем предложения в последний день (сегодня) был увеличен в 2 раза до 10 млрд руб. В более «спокойном» режиме проходит размещение компании Tele 2, которая анонсировала свой выпуск уже в начале этой недели, но книгу откроет только 6 февраля 2012 года. На наш взгляд, это одно из наиболее привлекательное предложений среди новых, дающих наиболее интересное соотношение Риск / Доходность.

В понедельник откроет книгу Кредит Европа Банк, однако нестабильная ситуация в Европе оказывает негативное влияние на интерес инвесторов к бумагам дочек банков-нерезидентов (последнее, на наш взгляд, отразилось на вторичном размещении Росбанка). Мы ждем размещения ближе к верхней границе диапазона.

Календарь событий первичного рынка

| Облигации, еврооблигации, аукционы, book building | | | | | | | | | |
|---|-------------------------------|------------------------------------|-----------------|-----------------------|---------------------------|-----------------------------------|--|---|--------------------------------|
| Выпуск | Рейтинг эмитента, M / S&P / F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Объем, млн руб. | Закрытие книги заявок | Дата размещения | Ориентир купона / доходности, % | Пересмотренный ориентир купона / доходности | PUT / MATURITY, лет | Наша рекомендация, доходность% |
| NEW РСХБ БО-02 | Baa1/-/BBB | да | 5 000 | 3 фев | 7 фев | 8,25-8,5% / 8,42-8,68% | n/a | 1,5 / 3 | от 8,45% |
| NEW РСХБ БО-03 | | | 5 000 | 3 фев | 9 фев | | | | |
| NEW ВЭБ-лизинг, 06 | - / BBB / BBB | да | 10 000 | 3 фев | 7 фев | 9,0-9,5% / 9,2-9,7% | 8,9-9,0% / 8,1-9,2% | аморт. / 5 (дюрация 2,6 г.) | от 9,2% |
| NEW Tele 2, 05 | - / - / BB+ | да | 4 000 | 7 фев | 9 фев | 9,2-9,7% / 9,4-9,9% | n/a | 2 / 10 | от 9,4% |
| ЛК Уралсиб, БО-5 | - / - / BB- | да | 3 000 | 7 фев | 9 фев | 11,00-11,50% / 11,46-12,01% | n/a | аморт. / 3 (дюрация 1,47 года) | от 11,7% |
| NEW Кредит Европа Банк, БО-02 | Ba3 / - / BB- | да | 5 000 | 8 фев | 10 фев | 10,25-11,0 / 10,51-11,3% | n/a | 2 / 3 | от 11,0% |
| NEW ИА АИЖК 2011-2 (вторичн.) | Baa1/-/- | да | 5 936 | 10 фев | 13 фев | ЦЕНА 99,85-100,15, YTM 8,66-8,35% | n/a | ожидаемая дюр. 1,1 года при CPR 10% | n/a |
| Итоги последних размещений | | | | | | | | | |
| Выпуск | Рейтинг, M / 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 |
| Сбербанк, 2017 | Baa1/-/BBB | --- | 1 млрд долл. | 31 янв | 1 фев | 5-5,25% | 4,95-5,0% | 4,95% | - / 5 |
| Сбербанк, 2022 | | --- | 750 млн долл. | 31 янв | 1 фев, доразм. 2 фев. | n/a | n/a | 6,125% | - / 10 |
| ВЭБ, 2017 | Baa1 /BBB /BBB | --- | 750 млн долл. | n/a | 3 фев | 5,50% | n/a | 5,375% | - / 5 |
| ЕАБР, 01 | A3 / BBB / BBB | да | 5 000 | 2 фев | 6 фев | 9,00-9,50% / 9,31-9,84% | 8,4-8,5% / 8,57-8,67% | 8,5% / 8,67% | 2 / 7 |
| Росбанк, А3 (вторичн.) | Baa2/BB+ /BBB+ | да | 3 600 из 5 000 | 2 фев | 3 фев | цена 96,34-96,94, YTM 9,0-9,4% | (цена 96,57-96,94) YTM 9,0-9,25% | цена 96,60, YTM 9,22% | - / 1,6 |
| Газпромбанк, БО-3 | Baa3/BB+ /- | да | 10 000 | 27 янв | 1 фев | 8,50-8,75% / 8,68-8,94% | 8,35-8,50% / 8,52-8,68% | 8,5% / 8,68% | 2 / 3 |
| Газпром нефть, 11 | Baa3/BBB-/- | да | 10 000 | 2 фев | 7 фев | 8,5-8,75% / 8,68-8,94% | n/a | 8,25% / 8,42% | 2 / 10 |
| Банк Зенит, БО-4 | Ba3 / - / B+ | да | 3 000 | 3 фев | 7 фев | 9,00-9,20% / 9,20-9,41% | n/a | 8,9% / 9,1% | 1 / 3 |

Карта первичного рынка



Источники: данные организаторов, ММВБ

Комментарии к размещениям:

NEW Tele 2

Учитывая устойчивый операционный и кредитный профиль оператора, размещение представляется интересным, в том числе на фоне бумаг МТС и ВК-Инвест.

NEW Кредит Европа Банк

На наш взгляд, достаточно показательным было размещение Росбанка, который, несмотря на то, что заем уже входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ, дал премию к рынку более 50 б.п. То есть общий негативный фон все же оказывает влияние на энтузиазм инвесторов в отношении бондов дочек-нерезидентов. По нашему мнению, это найдет отражение и при размещении КЕБ – мы рекомендуем участвовать в займе на уровне доходности от 11% годовых.

ЛК Уралсиб

Три выпуска компании находятся в перечне прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17,5%, однако ликвидность бумаг на рынке остается низкой. Кроме того, эмитент давно не предоставлял инвесторам отчетность по МСФО, а ряд погашений в январе – феврале 2012 года (на 6,5 млрд руб.) подталкивают к тому, что компания может испытывать некоторое напряжение в денежном потоке. Тем не менее, сейчас нет на первичке предложений с таким уровнем рейтинга и доходностью. На наш взгляд, бумаги могут быть интересны инвесторам, готовым участвовать в выпусках со спекулятивным рейтингом на уровне доходности от 11,7% годовых.

РСХБ

При текущей конъюнктуре на фоне последних предложений участие в займе интересно на уровне от 8,45% годовых, однако такая доходность практически не оставляет возможности для апсайда бумаг на вторичном рынке.

ВЭБ-лизинг

Инвестиционная привлекательность бумаг эмитента во многом складывается за счет квазигосударственного статуса компании и поддержки в фондировании от госструктур. На наш взгляд, размещение интересно при доходности в диапазоне 9,2-9,4% годовых, то есть ближе к нижней границе

обозначенного ориентира. Премию к собственным бумагам в размере от 30 б.п. мы рассматриваем как компенсацию за фактический 5-летний срок обращения бумаг (дюрация в 2,6 года формируется за счет амортизационной структуры).

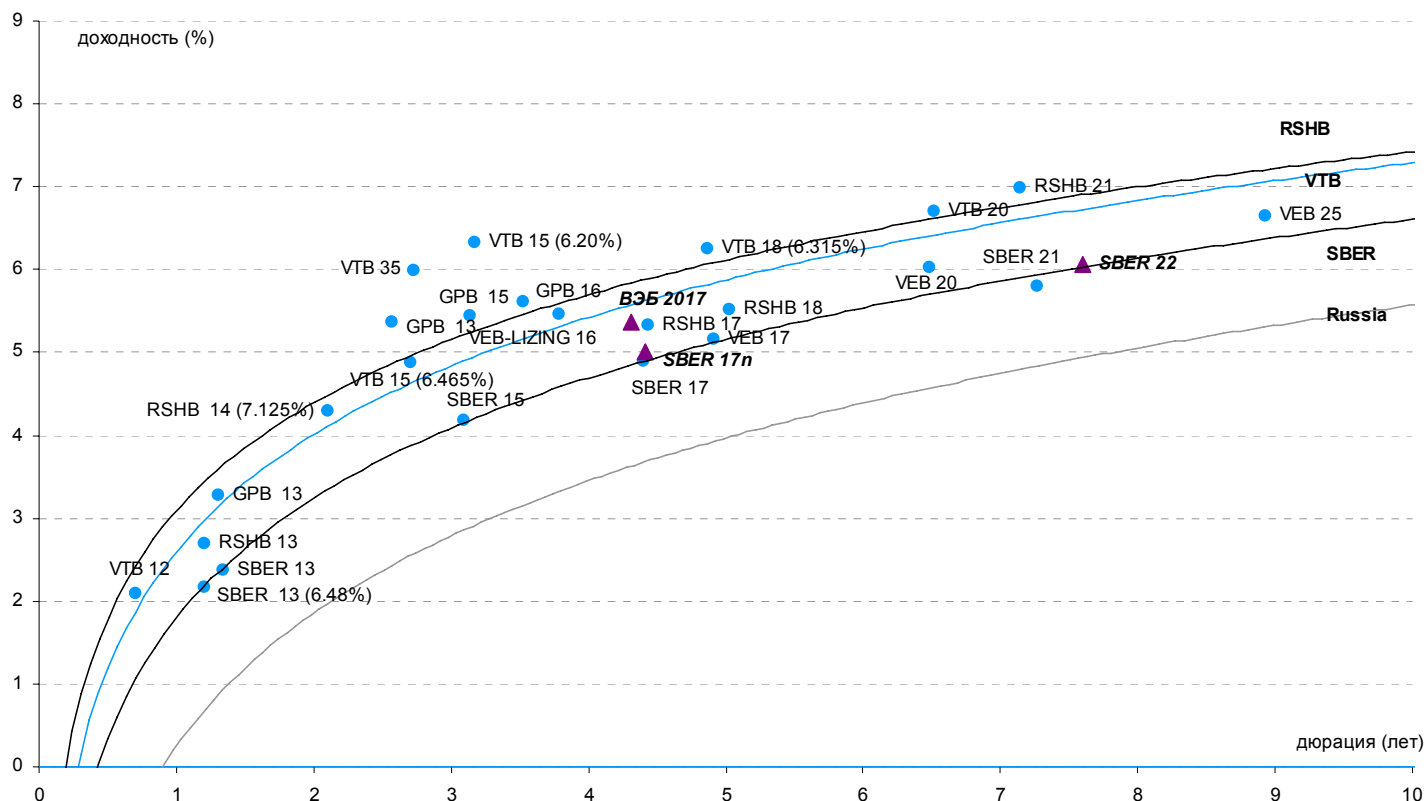
Итоги последних размещений:

Текущая неделя оказалась весьма богатой на первичные размещения эмитентов финансового сектора – особым спросом пользовались бумаги госбанков. Среди ярких событий можно назвать размещение евробондов Сбербанка, который смог разместить два выпуска на общую сумму 1,75 млрд долл. срочностью 5 и 10 лет, причем с ажиотажным спросом (по 5-летнему объем был увеличен в 2 раза до 1 млрд долл., по 10-летнему выпуску эмитент провел доразмещение на 250 млн долл., увеличив объем до с 750 млн долл.). Важно отметить, что российским заемщикам в последний раз удалось привлечь денежные средства через еврооблигации только в ноябре 2011 года. Следом за Сбербанком выйти на внешний рынок поспешил другой первоклассный эмитент: Внешэкономбанк успешно разместил 5-летний евробонд на 750 млн долл., особенно на фоне того, что в декабре ВЭБ перенес размещение.

На внутреннем рынке фаворитами первичного рынка также оказались банки с госучастием: Газпромбанк и ЕАБР закрыли книги по рублевым бондам, перед этим пересмотрев индикатив по купону в сторону понижения. Причем размещение последнего прошло особенно активно – ориентир был понижен более чем на 100 б.п., сейчас заем маркируется на форварде по цене 100,2 и выше. Что касается вторичного предложения «дочки» банка-нерезидента – Росбанка, то интерес инвесторов к его облигациям на фоне продолжающегося европейского долгового кризиса, вероятно, был весьма осторожным – закрытие книги прошло по середине первоначального заявленного диапазона.

Нельзя не отметить единственное на этой неделе предложение корпоративного эмитента: весьма успешно закрылась книга по облигациям Газпром нефти, установившей ставку купона ниже заявленного ориентира.

График доходности еврооблигаций финансового сектора



NEW Tele2 Russia (-/-/BB+)

Событие. ОАО «Теле2-Санкт-Петербург» (одно из подразделений российской части шведской Tele2 Group) планирует 6 февраля 2012 г. открыть книгу заявок на облигации серии 05 объемом 4 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона облигаций установлен в диапазоне 9,2-9,7% годовых, что соответствует доходности 9,4-9,9% годовых к оферте через 2 года. Заявки на бонды будут приниматься до 7 февраля, размещение на ММВБ предварительно запланировано на 9 февраля. По выпуску предусмотрено поручительство в виде оферты от Tele2 Russia Holding AB (имеется рейтинг от Fitch на уровне «BB+») и Tele2 Financial Services AB. Облигации удовлетворяют требованиям Ломбарда ЦБ.

Комментарий. В начале ноября 2011 г. эмитент уже предпринимал попытку разместить выпуск облигаций серии 07 объемом 6 млрд руб. с офертой через 3 года, предложив инвесторам доходность 10,51-11,04% годовых. В итоге, оператор отказался от этого размещения бумаг, сославшись на неблагоприятную конъюнктуру. Теперь же, адаптировав предложение к новым реалиям с учетом своих интересов по ставке, Tele2 Russia предлагает инвесторам облигации уже меньшей срочности и объема.

Мы по-прежнему рекомендуем принять участие в размещении облигаций эмитента уже от нижней границы обозначенного индикатива доходности (9,4-9,9% годовых), который несет заметную премию к относительно ликвидным выпускам конкурентов со схожей дюрацией. В частности, к облигациям МТС-4 (Ba2/BB/BB+) (YTM 8,35%/2,08 года) и ВымпелКом-Инвест-3 (Ba3/BB/-) (YTM 9,06%/2,26 года) премия составляет порядка 60-160 б.п. Учитывая различия в масштабах бизнеса операторов и сопоставимый уровень их рейтингов, предложение Tele2 Russia выглядит интересно. Напомним, что в июне 2011 г. при размещении дебютных выпусков компании данный спред составлял 30-50 б.п.

С момента предыдущей попытки разместить облигации в ноябре прошлого года событий, серьезным образом затрагивающих кредитный профиль Tele2 Russia, не произошло. Вместе с тем, напомним, что по итогам 9 мес. 2011 г. компания представила довольно позитивные операционные и выборочные финансовые результаты по МСФО, согласно которым, оператор практически не уступал крупнейшим игрокам рынка по динамике и уровню рентабельности бизнеса (ЕБИТDA margin - 38%), несмотря на то, что работает в формате «дискаунтер». Что касается долговой нагрузки, то, по нашим оценкам, соотношение Долг/ЕБИТDA составило 1,45х, а Чистый долг/ЕБИТDA – 1,41х, что является вполне комфортным уровнем и укладывается в диапазон 1,25-1,75х (Чистый долг/ЕБИТDA), которого намерен придерживаться менеджмент. Для сравнения, у МТС соотношение Чистый долг/ОИВДА по итогам 9 мес. 2011 г. составило 1,15х, а у VimpelCom Ltd. – 2,39х. Более детально с финансовыми результатами Tele2 Russia можно ознакомиться в нашем специальном обзоре:

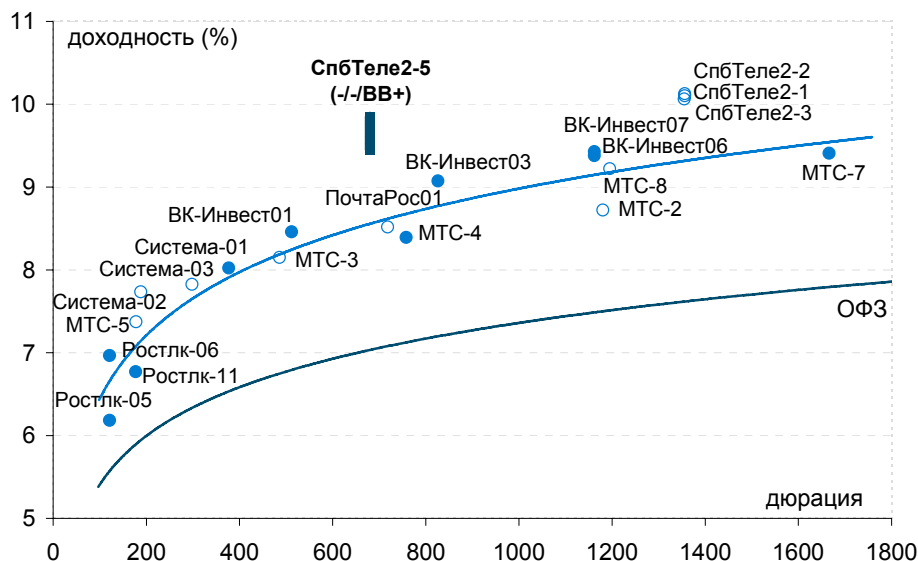
http://www.nomos.ru/upload/iblock/376/Special_primary_02112011.pdf

Финансовые показатели сравниваемых операторов

| млрд руб. | Tele2 Russia | | МТС | | VimpelCom Ltd. | |
|------------------------------------|--------------|-------|-------------|-------|----------------|-------|
| | 9 мес. 2011 | 2010 | 9 мес. 2011 | 2010 | 9 мес. 2011 | 2010 |
| Выручка | 38,1 | 42,7 | 268,4 | 319,3 | 505,3 | 343,0 |
| Операционный денежный поток | 10,2 | 12,3 | 85,9 | 111,5 | 117,6 | 109,9 |
| ОИВДА | 14,7 | 15,0 | 111,2 | 149,8 | 205,9 | 148,0 |
| Чистая прибыль | 7,9 | 8,0 | 33,1 | 50,8 | 29,1 | 41,9 |
| Активы | 45,2 | 46,8 | 453,2 | 607,3 | 453,2 | 441,2 |
| Денежные средства и их эквиваленты | 0,9 | 6,6 | 47,0 | 28,0 | 47,0 | 28,3 |
| Финансовый долг, в т.ч.: | 27,2 | 64,5 | 231,1 | 172,5 | 231,1 | 218,2 |
| долгосрочный | 26,6 | 61,5 | 196,4 | 137,1 | 196,4 | 195,2 |
| краткосрочный | 0,6 | 3,0 | 34,6 | 35,4 | 34,6 | 23,1 |
| Чистый долг | 26,3 | 57,9 | 184,1 | 144,5 | 184,1 | 190,0 |
| Рентабельность ЕБИТDA | 38,6% | 35,1% | 41,4% | 46,9% | 40,7% | 43,1% |
| Рентабельность по чистой прибыли | 20,7% | 18,7% | 12,3% | 15,9% | 5,8% | 12,2% |
| Фин.долг/ЕБИТDA | 1,5 | 4,3 | 1,4 | 1,2 | 2,8 | 1,5 |
| Чистый долг/ЕБИТDA | 1,4 | 3,9 | 1,2 | 1,0 | 2,4 | 1,3 |
| Фин. долг/Активы | 0,6 | 1,4 | 0,5 | 0,3 | 0,5 | 0,5 |
| Кредитные рейтинги | | | | | | |
| S&P | - | | BB/Негатив. | | BB/Негатив. | |
| Moody's | - | | Ba2/Ст. | | Ba3 | |
| Fitch | BB+/Ст. | | BB+/Стаб. | | - | |

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

График доходности облигаций телекоммуникационного сектора



Александр Полютов

NEW Кредит Европа Банк (Ba3/-/BB-)

Событие. Кредит Европа Банк (КЕБ) с 6 по 8 февраля проведет сбор заявок на облигации серии БО-02 объемом 5 млрд руб. Размещение на ФБ ММВБ запланировано на 10 февраля текущего года. Ориентир ставки купона находится в диапазоне 10,25-11% годовых, что соответствует доходности 10,51-11,3% к 2-летней оферте.

Комментарий. Напомним, что с этим выпуском банк уже пытался выйти на рынок в конце октября 2011 года, однако затем, ввиду неблагоприятной экономической ситуации, снял свое предложение, как и Tele2 Russia перенес его на неопределенный срок.

Отметим, что инвесторы не избалованы рублевым предложением со стороны Эмитента. В настоящее время на рынке обращается только два выпуска Банка серий 06 и БО-01 на сумму 9 млрд руб. (4 млрд руб. и 5 млрд руб. соответственно). Напомним, что ранее в большей степени Кредит Европа Банк занимал на международном рынке – в настоящее время у Банка обращаются долларовые еврооблигации на сумму 450 млн. Вероятно, здесь сказались зарубежные «корни» Эмитента, материнская компания (Кредит Европа Банк Н.В. (Ba2/-/BB), входит в турецкую Fiba Group) которого располагается в Голландии. Отметим, что в сравнении с другими дочками банков-нерезидентов, Credit Europe Bank смотрится достаточно скромно с активами 10 млрд евро. Наиболее близкие по размеру бизнеса (более подробно см. наш сегодняшний обзор http://www.nomos.ru/upload/iblock/967/NOMOS_daily_debt_markets_03_02_20121.pdf) – PPF Group (13 млрд евро) и OTP Group (34 млрд евро). Однако ситуация с последним осложняется общей макроэкономической конъюнктурой в Венгрии, и в частности принятыми властями мерами по защите населения от валютных рисков. На волне негативного новостного фона доходность облигаций ОТП Банка сейчас сложилась выше, чем прочих дочек бзанков-нерезидентов (см. карту рынка). Хотя при выходе в конце октября на первичный рынок ориентиры ОТП Банка по сравнению с Кредит Европой были ниже на 50-75 б.п. и, в отличие от КЕБ, он все-таки разместился, хотя и на меньший, чем планировалось, объем.

Напомним, что Кредит Европа Банк относится к розничным банкам, в большей части специализирующимся на автокредитовании, однако все же 40% кредитного портфеля составляет задолженность юридических лиц. В настоящее время эмитент еще не отчитался по МСФО за 2011 год и последние данные доступны только на 1 июля прошлого года (см. ниже). Тем не менее, судя по РСБУ, год для банка прошел достаточно успешно, особенно «высокий» сезон в 4 квартале, в котором эмитент заработал половину всей прибыли за год (1,6 млрд руб. из 3,1 млрд руб.). При этом можно отметить, что КЕБ продолжает контролировать уровень просроченной задолженности, который сократился до 3,5% на начало 2012 года против 6,9% годом ранее. Кредитный портфель (gross) вырос на 38% до 76,9 млрд руб., в основном за счет сокращения несколько избыточной подушки ликвидности, сформированной на начало 2011 года. В результате, активы росли более медленными темпами – «+15%» до 96 млрд руб. Зависимость от иностранного капитала у Банка можно оценить как умеренно-высокую (более подробно см. наш

сегодняшний обзор http://www.nomos.ru/upload/iblock/967/NOMOS_daily_debt_markets_03_02_20121.pdf). В частности на средства банков-нерезидентов, по нашим подсчетам, приходится 22% пассивов, клиентов-нерезидентов – 23% пассивов.

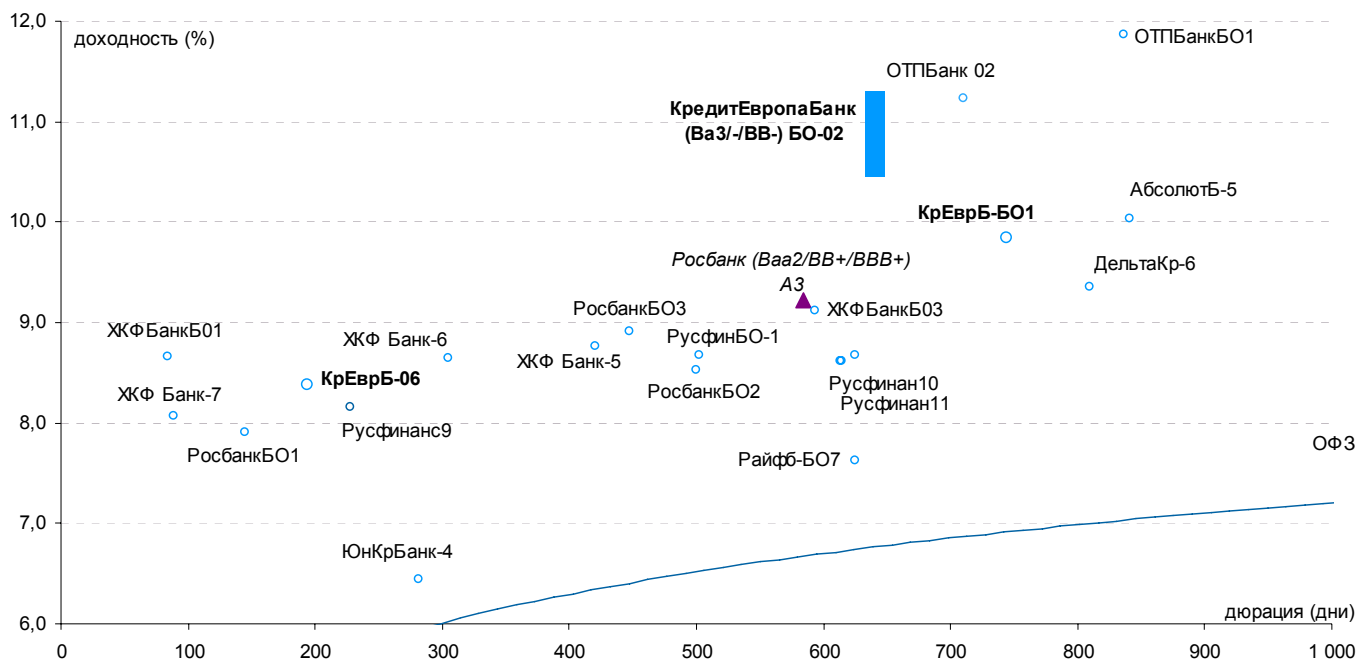
Объем рублевых заимствований у банка, как мы уже отметили выше, довольно умеренный – 9 млрд руб. или 14% пассивов. При этом в текущем году КЕБ ожидает оферта на сумму 4 млрд руб., но будет она еще только в августе. Кроме того, в октябре эмитенту еще предстоит погашение еврооблигаций на 150 млн долл. Таким образом, второе полугодие у банка предстоит довольно напряженное. Текущий же заем стоит скорее рассматривать как пополнение фондирования, а не рефинансирование текущей задолженности. Что касается ориентиров, то, на наш взгляд, достаточно показательным было размещение Росбанка, который, несмотря на то, что заем уже входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ, дал премию к рынку более 50 б.п. То есть общий негативный фон все же оказывает влияние на энтузиазм инвесторов в отношении бондов дочек-нерезидентов. По нашему мнению, это найдет отражение и при размещении КЕБ – мы рекомендуем участвовать в займе на уровне доходности от 11% годовых.

Финансовые показатели банка по МСФО

| Балансовые показатели, млрд руб. | 2009 | 1H 2010 | 2010 | 1H 2011 | Изменение, % |
|---|-------|---------|-------|---------|-----------------|
| ASSETS | 69,4 | 66,3 | 84,9 | 83,6 | -1% |
| Cash and cash equivalents | 0,9 | 1,1 | 1,2 | 1,5 | 28% |
| % assets | 1,3% | 1,6% | 1,4% | 1,8% | --- |
| Loans | 47,9 | 49,5 | 60,5 | 66,1 | 9% |
| Loans (gross) | 51,7 | 52,2 | 62,8 | 68,4 | 9% |
| % assets | 69,0% | 74,7% | 71,2% | 79,1% | --- |
| NPL (>90дн.) | 7,0% | 3,8% | 3,2% | 2,8% | --- |
| allowance for loan impairment | 7,3% | 5,0% | 3,7% | 3,4% | --- |
| Customer accounts | 21,8 | 23,1 | 31,6 | 20,0 | -37% |
| % assets | 31,4% | 34,8% | 37,2% | 23,9% | --- |
| EQUITY | 12,6 | 13,4 | 14,6 | 14,5 | 0% |
| % assets | 18,2% | 20,2% | 17,1% | 17,4% | --- |
| Total Capital Adequacy Ratio | 19,8% | n/a | 19,6% | 18,9% | --- |
| Показатели прибыльности, млрд руб. | 2009 | 1H 2010 | 2010 | 1H 2011 | Изменение, % |
| Net interest income | 5,8 | 2,8 | 5,8 | 3,3 | 16% |
| Fee and commission income (net) | 1,2 | 0,7 | 1,3 | 0,7 | -3% |
| Provisions charge for loan impairment | -3,1 | -0,5 | -0,7 | -0,3 | -35% |
| General Administrative expenses | -3,3 | -1,7 | -3,7 | -2,2 | 28% |
| Profit for the year | 1,5 | 1,4 | 2,6 | 1,2 | -14% |
| Качественные показатели деятельности | 2009 | 1H 2010 | 2010 | 1H 2011 | Изменение, % |
| RoA | 2,2% | 4,3% | 3,4% | 2,9% | -1% |
| RoE | 12,7% | 22,2% | 19,2% | 17,1% | -5% |
| Cost / Income | 40,0% | 43,4% | 48,6% | 54,5% | 11% |
| NIM | 9,5% | n/a | 7,9% | 8,2% | --- |

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

График доходности облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

ЛК Уралсиб (-/-/ВВ-)

Событие. Лизинговая компания Уралсиб в первой декаде февраля планирует разместить биржевые облигации серии БО-05 на сумму 3 млрд руб. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 11 - 11,5% годовых, что соответствует доходности к погашению на уровне 11,46 - 12,01% годовых. Срок обращения выпуска – 3 года, структура погашения – амортизационная. В результате, дюрация выпуска – 1,47 года.

Комментарий. По сравнению с займом ЛК Уралсиб серии БО-02, размещенным на первой рабочей неделе января с доходностью 12,01% на 3 года, новое предложение смотрится интереснее с премией 200 б.п. к обращающимся выпускам. Повысить привлекательность бумаг может и тот факт, что 3 выпуска компании входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17,5%. Скорее всего, новый выпуск также попадет в данный список. Кроме того, сейчас нет выпусков с рейтингом «ВВ-», которые бы предлагали подобный уровень доходности.

Однако все же ликвидность обращающихся займов остается слабой, что говорит не в пользу текущего размещения. Кроме того, последний раз компания отчитывалась по МСФО по итогам 2010 года, показав отчасти технический, но все же убыток в 1,8 млрд руб. (см. наш комментарий по отчетности ЛК Уралсиб от 31 мая 2011 года: <http://bonds.finam.ru/comments/item2271F/rqdate7DB051F/default.asp>). Хотя дюрация по выпуску 1,5 года, все же фактически он обращается 3 года – оферта по нему отсутствует.

Среди альтернатив на рынке со схожей дюрацией / доходностью можно рассмотреть бумаги Банка Восточный Экспресс (В1/-/-) серии БО-02 (УТР 11% / 240 дн., и СКБ-Банка (В1/-/В) серии БО-06 (УТР 10,45% / 510 дн.). На наш взгляд, предложение эмитента при текущей конъюнктуре будет интересно ограниченному кругу инвесторов, готовому брать бумаги спекулятивного уровня. Рекомендуем участвовать в займе от 11,7% годовых.

Финансовые показатели ЛК Уралсиб по МСФО

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

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Елена Федоткова

РСХБ (Ваа1/-/BBB)

Событие. Россельхозбанк начал сбор заявок на бонды БО-02 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен на уровне 8,25-8,5% годовых, что соответствует доходности к 1,5-летней оферте в диапазоне 8,42-8,68% годовых. Заккрытие книги – 3 февраля, размещение на ММВБ – 7 февраля 2012 года.

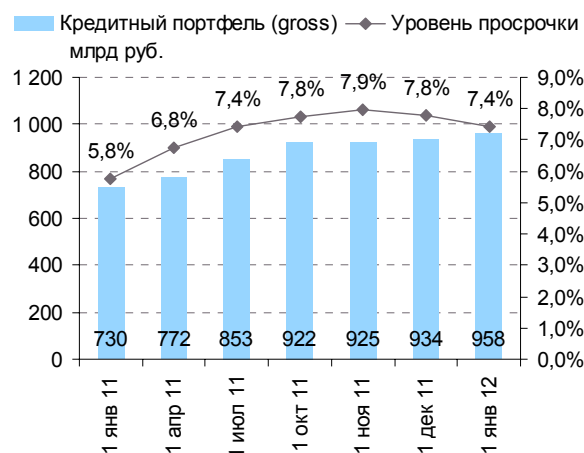
Комментарий. Последний квартал 2011 года был для банка достаточно успешным, что подтверждается несколькими факторами:

- рост бизнеса: активы банка по РСБУ выросли с 1,3 до 1,4 трлн руб., кредитный портфель (gross) вырос с 0,92 до 0,96 трлн руб.,
- улучшение качественных метрик: уровень просроченной задолженности по кредитному портфелю снизился с 7,8% до 7,4%,
- сокращение задолженности перед Минфином: при 86 млрд руб. на 1 октября прошлого года (пик - 106 млрд руб. на 1 ноября) на начало текущего года она снизилась до 34 млрд руб., при этом в декабре впервые во 2 полугодии прошлого года банк разместил депозит на счетах ЦБ в 11 млрд руб. (по состоянию на 1 января 2012 года),
- пополнение акционерного капитала: в 4 квартале на сумму 40 млрд руб. привело к росту показателя Н1 до 17,13% (с 14,57% на 1 октября 2011 года).

В целом, складывается ощущение, что банк в 2011 году преодолел негатив, оставшийся после 2010 ввиду неблагоприятных природных условий.

В качестве негативного момента мы отмечаем, что в 4 квартале размер прибыли банка был минимален – 25 млн руб. (по РСБУ) при 2,1 млрд руб. по итогам первых 9 месяцев, что было обусловлено в том числе негативной экономической конъюнктурой. Доля выпущенных бумаг в пассивах оставалась стабильной – на уровне 7-8% пассивов. В текущем году банку предстоит исполнить обязательства на сумму 35 млрд

Финансовые показатели РСХБ



Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

руб. по рублевым облигациям и погасить выпуск еврооблигаций на 150 млн швейцарский франков. На наш взгляд, вполне умеренная нагрузка на денежные потоки банка.

Что касается нового выпуска, то предложенные ориентиры практически не оставляют инвесторам возможности для апсайда на вторичном рынке при текущей конъюнктуре. Напомним, что менее широко представленный на долговом рынке Газпромбанк 27 января закрыл книгу по займу серии БО-3 с УТР 8,68% годовых к 2-летней оферте. ВТБ 25 января закрыл книгу с УТР 8,19% к годовой оферте. На фоне последних размещений, участие в новом выпуске Россельхозбанка целесообразно на уровне от 8,45% годовых.

Показатели Россельхозбанка по РСБУ

| млн руб. | 1 янв 11 | 1 апр 11 | 1 июл 11 | 1 окт 11 | 1 ноя 11 | 1 дек 11 | 1 янв 12 |
|---------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Активы | 1 031 798 | 1 104 693 | 1 186 193 | 1 318 631 | 1 330 288 | 1 321 553 | 1 402 848 |
| Денежные средства и драгметаллы | 16 101 | 16 179 | 16 900 | 17 929 | 19 452 | 20 241 | 19 635 |
| Доля в активах | 2% | 1% | 1% | 1% | 1% | 2% | 1% |
| МБК (размещенные средства) | 236 140 | 262 766 | 243 028 | 297 428 | 309 200 | 269 036 | 323 145 |
| МБК в активах | 22,9% | 23,8% | 20,5% | 22,6% | 23,2% | 20,4% | 23,0% |
| Кредитный портфель (gross) | 730 335 | 772 279 | 852 671 | 921 802 | 925 063 | 934 462 | 958 406 |
| Уровень просрочки | 5,8% | 6,8% | 7,4% | 7,8% | 7,9% | 7,8% | 7,4% |
| Покрытие просрочки резервами | 127,8% | 114,6% | 102,0% | 96,2% | 98,5% | 100,0% | 103,6% |
| Кредиты физлиц | 16,2% | 16,2% | 17,9% | 19,5% | 20,1% | 20,6% | 20,9% |
| Кредиты/Клиентские средства | 195,2% | 172,1% | 171,5% | 155,3% | 149,7% | 170,4% | 161,3% |
| Доля в активах | 65,6% | 64,5% | 66,4% | 64,7% | 64,1% | 65,2% | 63,1% |
| Прочие активы | 18 659 | 18 344 | 18 175 | 20 565 | 21 132 | 20 238 | 21 057 |
| Операции с ценными бумагами | 52 037 | 62 854 | 77 379 | 87 084 | 85 975 | 108 059 | 111 784 |
| Облигации | 49 706 | 60 595 | 75 546 | 85 336 | 84 302 | 106 315 | 109 992 |
| Доля в активах | 5,0% | 5,7% | 6,5% | 6,6% | 6,5% | 8,2% | 8,0% |
| Капитал* | 114 535 | 115 190 | 115 634 | 114 062 | 114 658 | 114 097 | 155 102 |
| Доля в активах | 11,1% | 10,4% | 9,7% | 8,7% | 8,6% | 8,6% | 11,1% |
| МБК (привлеченные средства) | 241 806 | 229 134 | 229 155 | 211 694 | 212 408 | 232 951 | 220 530 |
| Средства клиентов, в т.ч. | 67 278 | 70 880 | 72 370 | 87 837 | 79 123 | 72 004 | 81 536 |
| юридических лиц | 47 508 | 53 468 | 51 403 | 65 256 | 57 274 | 49 100 | 54 100 |
| физических лиц | 19 369 | 16 565 | 19 797 | 21 561 | 20 763 | 21 422 | 26 807 |
| доля средств в пассивах | 6,5% | 6,4% | 6,1% | 6,7% | 5,9% | 5,4% | 5,8% |
| Депозиты, в т.ч. | 306 922 | 377 951 | 424 912 | 505 897 | 538 622 | 476 468 | 512 581 |
| юридических лиц | 195 101 | 263 501 | 307 853 | 382 741 | 415 926 | 352 037 | 382 884 |
| физических лиц | 111 820 | 114 451 | 117 059 | 123 156 | 122 696 | 124 431 | 129 697 |
| доля депозитов в пассивах | 29,7% | 34,2% | 35,8% | 38,4% | 40,5% | 36,1% | 36,5% |
| Выпущенные ценные бумаги | 98 822 | 97 784 | 97 148 | 119 686 | 118 259 | 129 953 | 132 028 |
| Балансовая прибыль | 1 475 | 565 | 1 301 | 2 073 | 399 | 2 483 | 2 098 |

* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

ВЭБ-лизинг (-/ВВВ/ВВВ)

Событие. Компания ВЭБ-лизинг открыла книгу заявок на облигации серии 06 объемом 10 млрд руб. Закрытие книги – 3 февраля, дата размещения – 7 февраля. Выпуск имеет амортизационную структуру. Ориентир купона: 9,0-9,5% годовых, что соответствует доходности 9,2-9,7% годовых, дюрация 2,6 года при сроке обращения выпуска 5 лет.

Комментарий. Хотя компания еще на предоставила отчетность за 2011 год (последняя на 1 июля 2011 года), тем не менее, уже сейчас можно сказать, что второе полугодие для эмитента прошлого «под флагом» интенсивного роста. Это подтверждается тем фактом, что впервые за свою историю компания в 3 квартале прошлого года вышла на 1 место по размеру лизингового портфеля в России с показателем 274 млрд руб., обогнав ВТБ Лизинг (270 млрд руб.) и Сбербанк Лизинг (203 млрд руб.). Напомним, что ключевыми сегментами, в которых работает компания, являются ж/д перевозки, авиа- и морские

перевозки, энергетический комплекс. На конец 2010 года на них приходилось 41%, 26%, 15% и 13% чистых инвестиций в лизинг соответственно. Однако мы не исключаем, что в связи с реализацией программы SSJ-100 доля сектора авиаперевозок в портфеле могла вырасти.

Поскольку акционером компании является ВЭБ, а порядка половины кредитного портфеля (89% пассивов) предоставлено кредитами ВЭБа (26% кредитного портфеля на 1 июля 2011 года) и Группы ВТБ (20%), то основной составляющей инвестиционной привлекательности компании, несомненно, является квазигосударственный риск и отраслевая значимость реализуемых проектов. В целом, это объясняет и рейтинг эмитента на уровне суверенного (-/BBB/BBB).

В рамках нового выпуска ВЭБ-лизинг предлагает премию на уровне 80-130 б.п. к бумагам «материнского» ВЭБа и 30-80 б.п. к собственным выпускам. На наш взгляд, премия к рынку достаточно объективная, с учетом того, что выпуск на самом деле 5-летний, а дюрация 2,6 года получается за счет амортизационной структуры. На наш взгляд, бумаги вполне интересны при доходности в диапазоне 9,2-9,4% годовых, то есть ближе к нижней границе ориентира.

Финансовые показатели ВЭБ-лизинга по МСФО

| млн руб. | 2009 | 1Н 2010 | 2010 | 1Н 2011 | % |
|--|--------|---------|--------|---------|------|
| Балансовые показатели | | | | | |
| Активы | 19 394 | 34 270 | 75 224 | 128 644 | 71% |
| Денежные средства и их эквиваленты | 1 221 | 2 717 | 2 146 | 12 404 | 478% |
| Чистые инвестиции в лизинг | 12 230 | 15 997 | 47 334 | 78 064 | 65% |
| Оборудование, приобретенное для передачи в лизинг | 934 | 642 | 2 047 | 584 | -71% |
| Авансы, выданные поставщикам лизингового оборудования | 2 588 | 8 505 | 11 421 | 20 823 | 82% |
| Кредиты и займы полученные | 14 271 | 26 455 | 62 154 | 82 558 | 33% |
| Выпущенные ценные бумаги | 0 | 46 | 5 310 | 31 603 | 495% |
| Капитал | 2 680 | 4 238 | 4 747 | 10 466 | 120% |
| Капитал / Активы | 14% | 12% | 6% | 8% | 2% |
| Показатели прибыльности деятельности | | | | | |
| Процентные доходы | 1 968 | 1 432 | 4 031 | 4 597 | 221% |
| Чистый процентный доход | 1 304 | 808 | 2 095 | 2 231 | 176% |
| Резерв (восстановление резерва) под обесценение процентных активов | 26 | -63 | -64 | -120 | 91% |
| Чистые длоходы (расходы) по операциям с производными финансовыми инструментами | 682 | -57 | -89 | -306 | 436% |
| Чистая прибыль | 967 | 389 | 891 | 708 | 82% |
| Рентабельность активов | n/a | 2,9% | 1,9% | 1,4% | -2% |
| Рентабельность капитала | n/a | 22,5% | 24,0% | 18,6% | -4% |
| NIM | n/a | 7,0% | 4,9% | 5,9% | -1% |
| Показатели долговой нагрузки | | | | | |
| Долг / Капитал | 5,3 | 6,3 | 14,2 | 10,9 | -3,3 |
| Долг / Активы | 74% | 77% | 90% | 89% | -1% |

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Елена Федоткова

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

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной
Golosnoy_EA@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 рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его 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 Банка 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, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его 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 не берет 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. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.