

Мониторинг первичного рынка

5 октября 2012 г.

Эмитенты продолжают штурмовать долговые рынки. На этой неделе опять побит рекорд: на локальном рынке 17 выпусков на общую сумму в 94,4 млрд руб., то есть по объему размещений это практически в два раза больше уровня прошлой неделе. Из весомого объема размещений мы считаем интересным участие в выпусках следующих эмитентов: НОВАТЭК, ВЭБ, Красноярский край, Меткомбанк, Российский Капитал. Бонд Роснефти мы также считаем довольно привлекательным для участия, учитывая премию к кривой Газпром нефти, однако сдерживать интерес инвесторов может 5-летняя оферта.

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
Кредит Европа Банк, БО-3	Ba3/-BB-	Да	5 000	5 окт	9 окт	9,75-10,25% / 9,99-10,51%	9,75-10,0% / 9,99-10,25%	1/3	от 10,25%
Меткомбанк, БО-5	B2/-/-	Да	1 500	5 окт	9 окт	12-12,5% / 12,36-12,63%	-	1/3	от 12,4%
НОВИКОМБАНК, БО-4	B2/-/-	Да	2 000	9 окт	11 окт	10,0-10,5% / 10,25-10,78%	-	1/3	от 10,25%
NEW НОВАТЭК, БО-02	Baa3/BBB-/BBB-	Да	10 000	9 окт	15 окт	8,60-8,85% / 8,78-9,05%	-	-/3	от 8,6%
NEW ВЭБ, 18	Baa1/BBB/BBB	Да	10 000	10 окт	12 окт	8,75-8,95% / 8,94-9,15%	-	3/20	от 8,94%
NEW Татфондбанк, БО-06	B3/-/-	Да	2 000	10 окт	16 окт	12,75-13,0% / 13,16-13,42%	-	1/3	от 13,16%
NEW Банк Интеза, БО-01	Ba1/-/-	Да	3 000	10 окт	16 окт	9,50-10,0% / 9,73-10,25%	-	1,5/3	от 10%
NEW МРСК Центра, БО-01	-/BB-/	Да	4 000	11 окт	15 окт	9,75-10,25% / 9,99-10,51%	-	2/3	-
NEW Роснефть, 04	Baa1/BBB-/BBB	Да	10 000	12 окт	16 окт	9,0-9,5% / 9,2-9,73%	-	-/3	от 9,4%
NEW Роснефть, 05			10 000			8,8-9,1% / 8,99-9,31%			
NEW Акрон, БО-01	B1/-/B+	Да	5 000	12 окт	16 окт	9,75-10,25% / 9,99-10,51%	-	-/3	н/а
РСГ ФИНАНС, 02	-/B-/	Да	2 500	12 окт	16 окт	13,25-13,75% / 13,69-14,22%	-	1,5/3	от 14%
NEW АКБ Российский Капитал, 03	-/-/B+	Да	3 000	19 окт	2-ая пол. октября	10,5-11,0% / 10,78-11,30%	-	1/3	от 10,78%
NEW Крайинвестбанк, БО-01 (вторич.)	-/B+/B+	Да	1 500	22 окт	23 окт	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	-	1/1,5	от 11,3%
NEW Красноярский край, 34006	Ba2/BB+/BB+	Да	16 910	-	25 окт	8,82-9,30% / 8,70-9,20%	-	аморт/2,89	от 8,8%
NEW Внешпромбанк, БО-02	B2/B-/	Да	3 000	окт.	окт.	11,75-12,25% / 12,10-12,63%	-	1/3	от 12,1%
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									
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%	8,60% / 8,78%	4/15
УБРиР, БО-1	-/B-/	Да	2 000	28 сен	2 окт	12,25-12,75% / 12,63-13,16%	-	12,5% / 12,89%	1/3
Камаз, БО-3	-/-/-	*	2 000	1 окт	4 окт	10,25-10,75% / 10,51-11,04%	10,5% / 10,78%	10,5% / 10,78%	-/3
Марий Эл, 34006	-/-/BB	Да	1 500	1 окт	4 окт	8,98-9,21% / 9,10-9,35%	-	9,21% / 9,35%	аморт/1,99
ВТБ, БО-19	Baa1/BBB/BBB	Да	15 000	1 окт	4 окт	n/a	-	8,41% / 8,68%	-/3
ВТБ, БО-20			15 000						
ИКС 5 Финанс, БО-1	B2/B+/	Да	5 000	2 окт	4 окт	9,50-9,90% / 9,73-10,15%	-	9,5% / 9,73%	-/3
Банк Санкт-Петербург, БО-8	Ba3/-/-	Да	5 000	2 окт	8 окт	9,15-9,65% / 9,36-9,88%	-	9,5% / 9,73%	1/3
ФК Открытие, 03	-/-/-	Нет	7 000	3 окт	5 окт	10,25-10,75% / 10,65-11,19%	-	10,25% / 10,65%	1/5
Мегафон Финанс, 05	Baa3/BBB-/BB+	Да	10 000	4 окт	11 окт	8,20-8,45% / 8,37-8,63%	8,0-8,1% / 8,16-8,26%	8,05% / 8,2%	2/10
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
Eurasian Development Bank - 2017	A3/BBB/BBB	-	5 млрд руб.	28 сен	28 сен	8,375%	8,0-8,25%	8,0%	5
Russian Standart-2018	Ba3/B+/B+	-	\$350 млн	2 окт	3 окт	10,75-11,00%	10,75-10,875%	10,75%	5,5
Severstal-2022	Ba1/BB+/BB	-	\$750 млн	4 окт	4 окт	6,125%	5,9-6%	5,9%	10
VTB Capital - 2022	Baa1/BBB/BBB	-	\$1,5 млрд	4 окт	4 окт	7,25%	-	6,95%	10

* предыдущие выпуски включены в список РЕПО ЦБ

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

Комментарии к размещениям**NEW Роснефть (Baa1/BBB-/BBB)**

Предложение уже по нижней границе смотрится интересно. Вероятно, на фоне сохранения ЦБ ставки рефинансирования и ажиотажного спроса эмитенту удастся разместиться ниже обозначенного диапазона. Мы рекомендуем участвовать до уровней, на которых торгуются бумаги Газпром нефти.

NEW НОВАТЭК (Baa3/BBB-/BBB-)

Мы считаем предложение НОВАТЭКа одним из наиболее интересных на локальном рынке. Не исключаем понижения ориентиров и рекомендуем участие до доходности 8,6% годовых.

NEW МРСК Центра (-/BB-/)

Первичное предложение МРСК Центра, на фоне, размещения бондов МОЭСК, мы считаем интересным, начиная от доходности в 9,4% годовых. Мы отмечаем, что перспективы сектора на сегодняшний день довольно туманны и не поддаются прогнозированию.

NEW ВЭБ (Baa1/BBB/BBB)

На наш взгляд, предложенный диапазон доходности, совпадающий с обращающимися выпусками РСХБ, интересен. Рекомендуем участвовать в размещении по нижней границе обозначенного диапазона – с доходностью от 8,94% годовых.

NEW Банк Интеза (Ba1/-/-)

Мы рекомендуем участи в более коротком выпуске – с офертой через 1,5 года с доходностью от 10% годовых, что означает премию к обращающимся выпускам Русфинанс банка (Ba1-/BBB+) от 30 б.п.

NEW АКБ Российский капитал (-/-/B+)

Мы все же склонны придерживаться мнения, что у банка не пройдут изменения в акционерной структуре в течение ближайшего года, то есть до оферты по займу. Таким образом, учитывая принадлежность эмитента АСВ, мы рекомендуем участвовать в займе по нижней границе предложенного диапазона.

NEW Татфондбанк (B3/-/-)

Первичное предложение Татфондбанка в силу премии к собственной кривой на уровне 185-210 б.п. технически смотрится интересно уже по нижней границе обозначенного диапазона. Однако мы обращаем внимание на текущие риски банка.

NEW Внешпромбанк (B2/B/-)

На наш взгляд, предлагаемая доходность выпуска интересна уже ближе к нижней границе предлагаемого диапазона, то есть от 12,1%.

NEW Крайинвестбанк (-/B+/B+)

Мы считаем интересным участие в выпуске с доходностью от 11,3% (середина обозначенного диапазона), то есть с премией около 50 б.п. к Российскому Капиталу за меньшие размеры бизнеса и отсутствие бумаг в Ломбардном списке.

NEW Красноярский край (Ba2/BB+/BB+)

Мы считаем интересным участие в выпуске Красноярского края с доходностью ближе к нижней границе индикатива от 8,8% годовых. Покупка облигаций может стать хорошей инвестицией в бумаги качественного субфедерального заемщика с комфортным уровнем долговой нагрузки, ликвидность которых может быть на уровне выше среднего для региональных выпусков, учитывая его значительный объем.

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%.

Меткомбанк (B2/-/-)

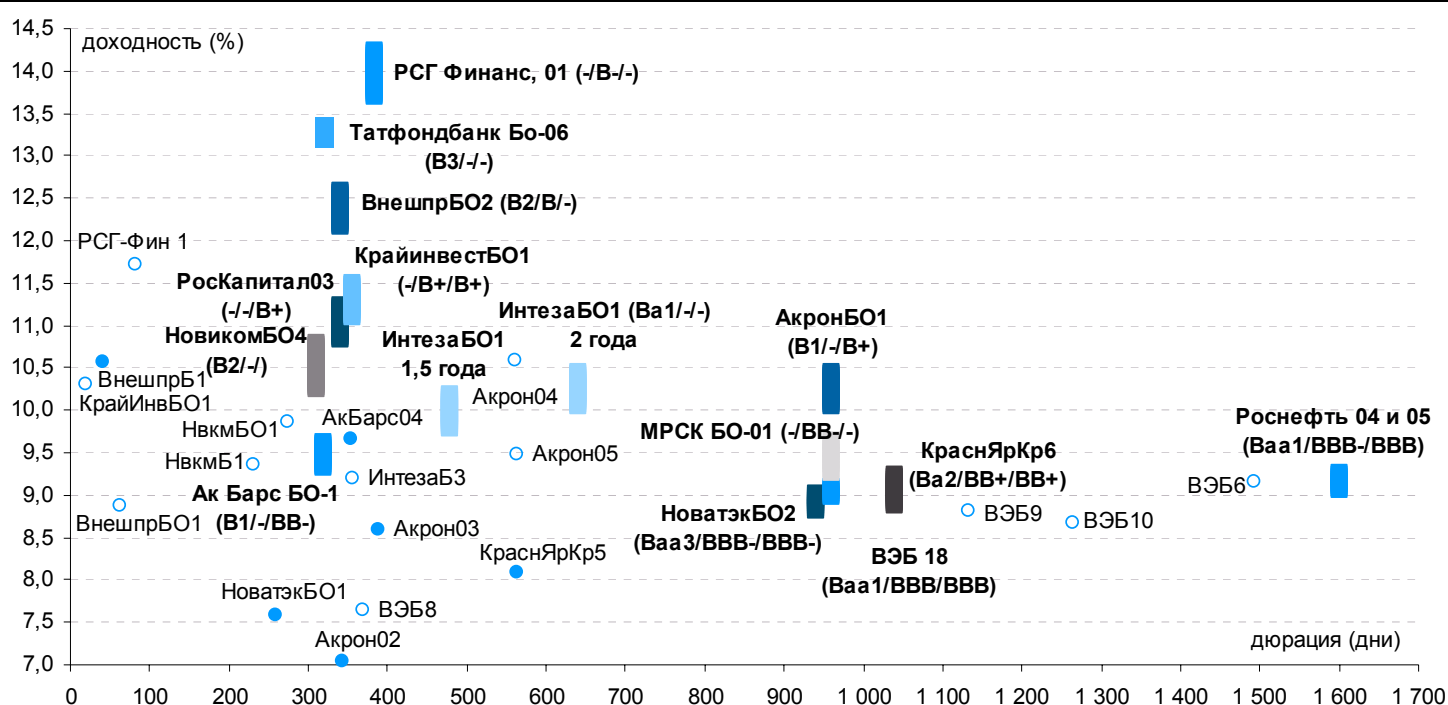
Высокая зависимость по пассивам от аффилированной Северстали приводит к позиционированию займа именно по отношению к данной компании. Премия к Северстали составляет 450-480 б.п., что довольно много для «зависимых» банков. Рекомендуем участвовать в займе с УТР от 12,4% годовых.

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.

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.

Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг**Итоги последних размещений:**

Отметим, что инвесторы на сегодняшний день сместили фокус своего внимания со вторичного на первичный рынок. В целом, большинству бондов удалось на этой неделе разместиться на нижней границе. Поддерживать движение бумаг на вторичном рынке вполне может сегодняшнее решение ЦБ сохранить на прежнем уровне все ставки, однако это касается, прежде всего, биржевых выпусков, которые с минимальным лагом выходят на вторичный рынок.

Уходящая неделя ознаменовалась размещением таких крупных выпусков как ФСК ЕЭС-25 на 15 млрд руб. и ВТБ БО-19 – БО-20 на 30 млрд руб. Отдельно отметим более чем успешный дебют МегаФона на 10 млрд руб. (Мегафон Финанс 05): начав с ориентира по ставке 8,2-8,45%, эмитенту удалось занять под 8,05%.

Также на рублевом рынке отметились УБРиР (2 млрд руб.), Камаз (2 млрд руб.), Марий Эл (1,5 млрд руб.), ИКС 5 (5 млрд руб.), Банк Санкт-Петербург (5 млрд руб.) и ФК Открытие (7 млрд руб.).

На рынке еврооблигаций все размещения можно назвать успешными: книги закрывались ниже первоначальных ориентиров, при этом дюрация доходила до 10 лет: ЕАБР (8,0% на 5 лет), Северсталь (5,9% на 10 лет), а также субординированные выпуски Русского Стандарта (10,75% на 5,5 лет) и ВТБ Капитал (6,95% на 10 лет).

Комментарии:**NEW Роснефть (Baa1/BBB-/BBB)**

Событие. НК Роснефть планирует 10 октября открыть книгу на выпуск облигаций серии 04 и 05 объемом 10 млрд руб. каждый. Срочность бондов – 10 лет, оферта через 5 лет. Диапазон ставки купона 8,80-9,10%, что соответствует доходности в 8,99-9,3% годовых.

Комментарий. Детально рассматривать кредитный профиль самой крупной российской нефтяной компании, как по операционным показателям, так и финансовым показателям, с преимущественно государственным владением, вряд ли стоит. Мы считаем, что ключевым моментом в настоящий момент, является возможная покупка Роснефтью 50% доли британской в ТНК-ВР. Именно это может оказать влияние на котировки бумаг компании впоследствии.

	Добыча нефти, млн тонн	Переработка , млн тонн	Доказанные запасы нефти млрд. баррелей станд.PRMS	Доказанные запасы углеводородов млрд. баррелей станд.PRMS	Доказанные запасы нефти млрд. баррелей станд.SEC	Доказанные запасы углеводородов млрд. баррелей станд.SEC
Роснефть	118.5	57.9	18.4	23.4	14.3	17.6
ЛУКОЙЛ	90.7	53.5	n.a.	n.a.	13.4	17.3
ТНК-ВР	84.4	24.2	n.a.	13.8	n.a.	9.1
Газпром нефть (вкл. зависимые)	50.2	40.5	n.a.	8.4	5.7	n.a.
Татнефть	26.2	2.0	n.a.	n.a.	6.0	n.a.
Башнефть	15.1	21.0	1.9	1.9	n.a.	n.a.
Русснефть	13.6	0.0	1.7	1.9	n.a.	n.a.

Напомним, что акционерный конфликт в ТНК-ВР между российским консорциумом AAR и ВР привел к тому, что последний акционер принял решение о продаже доли в компании. После этого, в конце сентября, ряд СМИ сообщили, что глава Роснефти Игорь Сечин в присутствии Владимира Путина провел переговоры с топ-менеджментом. Далее стало известно, что речь на переговорах шла о покупке Роснефтью 50% доли ВР в ТНК-ВР. По данным СМИ, половина текущей доли в ТНК-ВР может быть продана за 10-15 млрд долл., а оставшаяся часть - за акции Роснефти. Отметим, что консорциум AAR также проявляет интерес к доле ВР и уже привлек Rothschild Group для организации синдиката банков в целях финансирования сделки. Конечная информация станет известна в середине октября – до этой даты ВР должна проводить переговоры с претендентами на ее долю.

Консолидация с ТНК-ВР, по нашим подсчетам, позволит существенно увеличить доказанные запасы с 14.3 до примерно 17-18 млрд барр., что позволит ей укрепить свои лидирующие показатели в мире по величине ресурсной базы. Следом за Роснефтью идет ЛУКОЙЛ с 13.4 млрд барр. запасов нефти, затем ВР, PetroChina, Petrobras и Еххон с запасами нефти в районе 10 млрд барр., далее Chevron – 7.5 млрд барр. При этом суточная добыча нефти Роснефти вырастет с 2.4 млн. баррелей до примерно 3,3 млн баррелей (у ближайшего российского конкурента ЛУКОЙЛа – 1.85 млн баррелей в день, у Еххон -2.2 млн баррелей в день, ВР – 2,3 млн баррелей в день). По уровню добычи углеводородов (3.6 млн барр. в сутки) Роснефть сможет вплотную приблизиться к ВР (3.8 млн барр. в сутки), по-прежнему оставаясь позади компании Еххон (4.55 млн барр. в сутки), впрочем, очевидно, что возможности по монетизации газовых запасов в РФ и за рубежом существенно отличаются.

Для финансирования сделки Роснефть планирует привлечь, по данным СМИ, 15 млрд долл. Отметим, что, вероятно, настоящее размещение выполняется в рамках финансирования сделки. Общая программа выпуска локальных бондов составляет 90 млрд руб., то есть вполне возможно мы еще увидим компанию на локальном долговом рынке. Учитывая масштаб сделки, вполне резонно возникает вопрос влияния на финансовое состояние компании и перспективы изменения рейтинга. По итогам полугодия значение Net Debt/LTM EBITDA составило 1,2х. Привлечение 15 млрд долл., при учете того, что компания не будет использовать собственные источники, приведет к росту долговой метрики Net Debt/EBITDA в пределах 2х (1.2х по итогам полугодия), что не кажется нам столь уж критичным. Стоит также отметить, что подушка ликвидности Роснефти на конец июня составляла около 4,2 млрд долл., а операционный денежный поток только за полугодие составлял 8,5 млрд долл. В части комментариев от рейтинговых агентств, пока высказалось лишь Fitch. Так, согласно пресс-релизу, агентство считает, что государственная Роснефть сохранит текущий кредитный профиль на уровне «BBB» со «Стабильным» прогнозом.

На локальном рынке бондов единственным реерс на отрезке дюраций в 5 лет для Роснефти являются бумаги Газпром нефти (Baa3/BBB-/), которая уступает как в оценке рейтинговых агентств, так и в

масштабах бизнеса. Согласно итогам прошлого года, выручка Роснефти составила 2,7 трлн руб., в то время как у Газпром нефти 1,3 трлн руб. Валюта баланса Роснефти в три раза превышает аналогичный показатель Газпром нефти. Вместе с тем, конечно, если сделка состоится, то Роснефть будет весомо проигрывать Газпром нефти в части долговой нагрузки. Предлагаемые уровни Роснефтью дают уже на нижней границе премию к Газпром нефть -10 порядка 20 б.п. В целом, мы считаем, что Роснефть должна торговаться с дисконтом к кривой Газпром нефти, как минимум в 30 б.п. Отметим, что те редкие российские blue chips на схожей дюрации предлагают доходность ниже предложенных Роснефтью уровней. Конечно, главной проблемой выпуска является 5-летняя дюрация. Обращая внимание на бонды Газпром нефти, да и на другие бумаги столь длинной для российского рынка дюрации, вряд ли можно надеяться на весомую ликвидность новых выпусков. Это, как и дебют на локальном рынке, требует премии. Вероятно, на фоне сохранения ЦБ ставки рефинансирования и ажиотажного спроса на первичном рынке эмитенту удастся разместиться ниже обозначенных уровней. Мы рекомендуем участвовать до уровней, на которых торгуются бумаги Газпром нефти.

Финансовые показатели Газпром нефть и НК Роснефть

млрд руб. рейтинг	Газпром нефть, 2011 Baa3/BBB-/-	Роснефть, 2011 Baa1/BBB-/BBB
Выручка	1 298	2 702
Операционный денежный поток	174	487
EBITDA	327	646
Чистая прибыль	180	319
% расходы	11	19
EBITDA/% расходы	31	34
Рентабельность EBITDA, %	25,2	23,9
Рентабельность по чистой прибыли, %	13,9	11,8
Активы	1 078	3 377
Денежные средства и их эквиваленты	269	166
Финансовый долг, в т.ч.:	197	748
долгосрочный	159	596
краткосрочный	38	152
Чистый долг	170	582
Фин.долг/LTM EBITDA	0,60	1,16
Чистый долг/EBITDA	0,52	0,90
Фин. долг/Активы	0,18	0,22

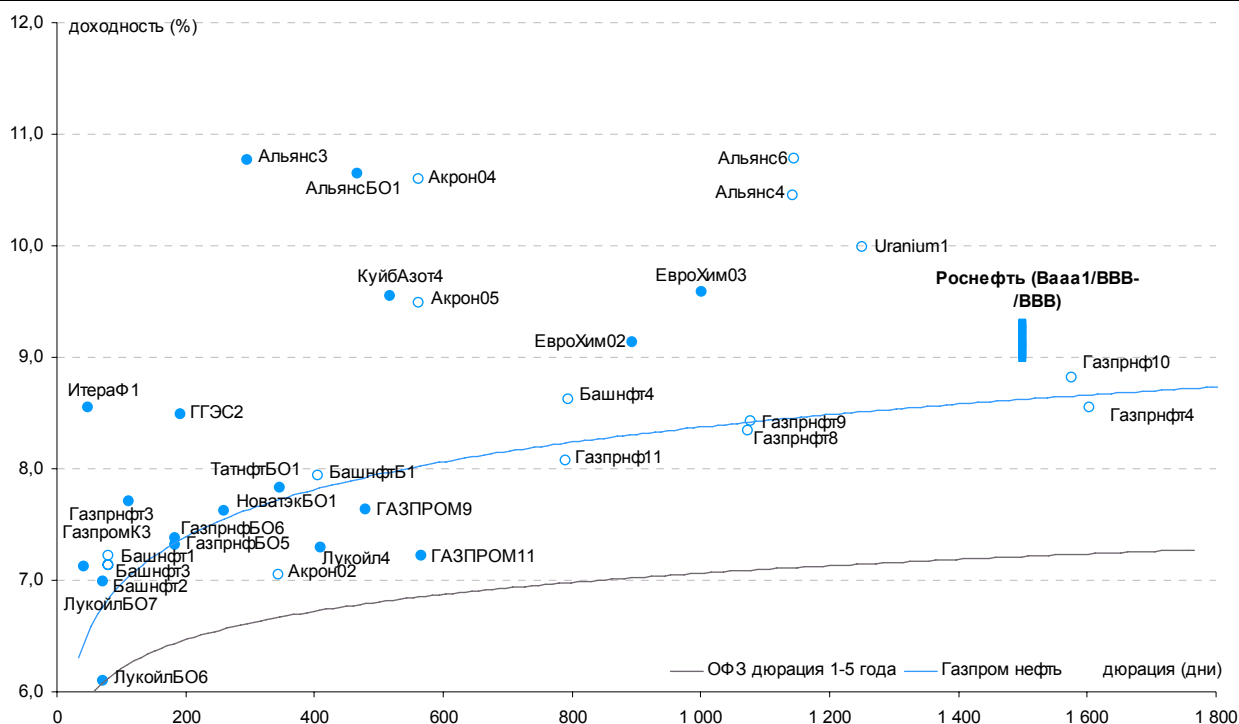
*отчетность Газпром нефти для удобства переведена в рубли

Финансовые показатели НК Роснефть.

млрд руб.	НК Роснефть, МСФО.				
	2010	2011	пол. 2011	пол. 2012	Изм. пол.2012/ пол.2011 %
Выручка	1 915	2 702	1 239	1 466	18,3
Операционный денежный поток	478	487	270	219	-18,9
Свободный денежный поток	99	93	75	-7	-109,3
EBITDA	582	646	346	254	-26,6
Чистая прибыль	301	319	190	104	-45,3
% расходы	21	19	10	7	42,9
EBITDA/% расходы	27,71	34,00	34,60	36,29	-4,6
Рентабельность EBITDA	30,4%	23,9%	27,9%	17,3%	-0,4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	15,7%	11,8%	15,3%	7,1%	-1,4 п.п.
	2010	2011	пол. 2012	Изм. пол.2012/2011 %	
Активы	3 015	3 377	3 518	4,2	
Денежные средства и их эквиваленты	127	166	138	-16,9	
Финансовый долг, в т.ч.:	716	748	825	10,3	
долгосрочный	549	596	689	15,6	
краткосрочный	167	152	136	-10,5	
Чистый долг	589	582	687	18,0	
Фин.долг/EBITDA	1,23	1,16	1,49	0,33	
Чистый долг/EBITDA	0,82	0,78	1,24	0,46	
Фин. долг/Активы	0,24	0,22	0,23	0,01	

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности бумаг нефтегазового сектора



Игорь Голубев

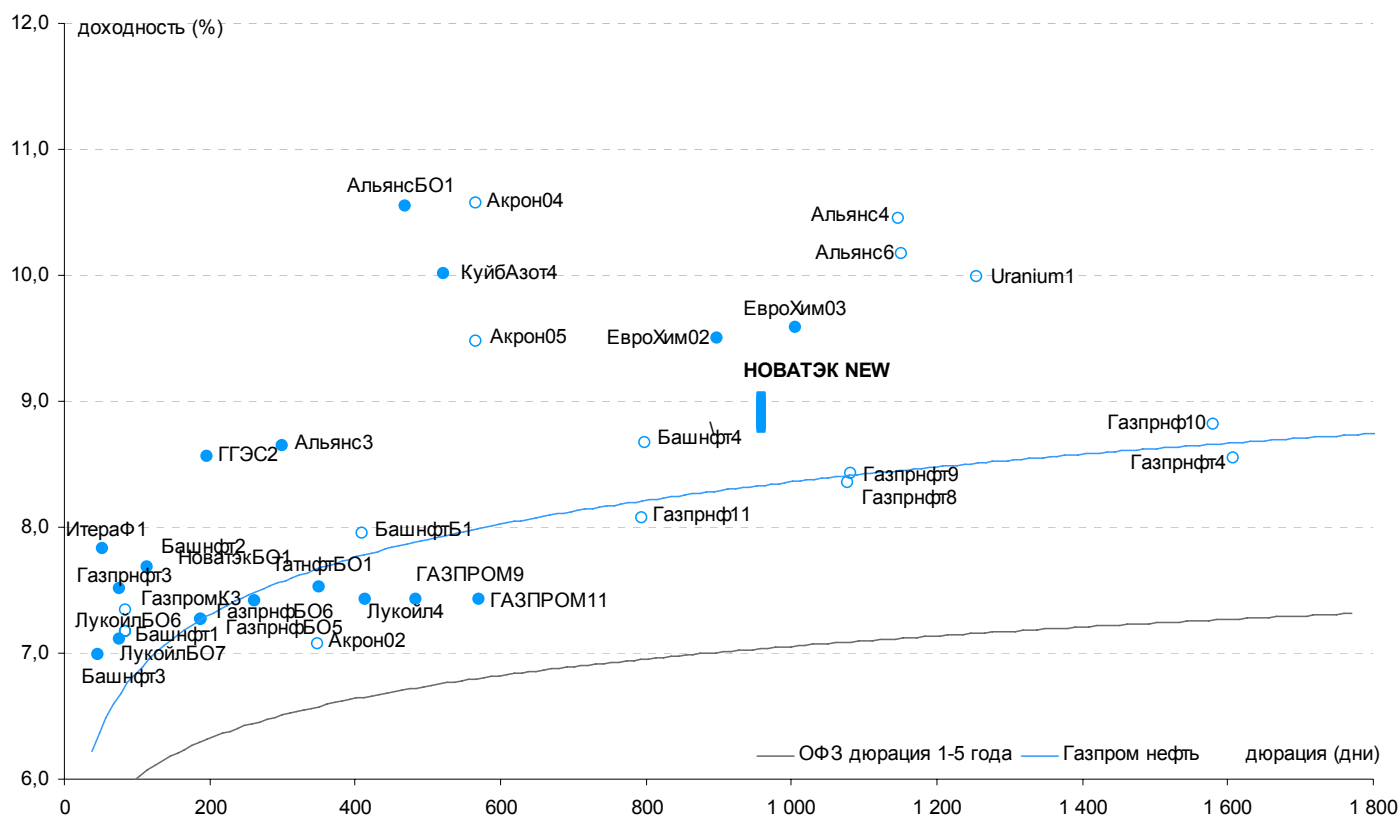
NEW НОВАТЭК (Ваа3/BBB-/BBB-)

Событие. НОВАТЭК планирует 8 октября открытие книги на размещение облигаций серии БО-2 объемом 10 млрд руб. Диапазон ставки купона обозначен как 8,60-8,85%, что соответствует доходности 8,78-9,05% годовых. Срочность выпуска – 3 года. Закрытие книги запланировано на 9 октября.

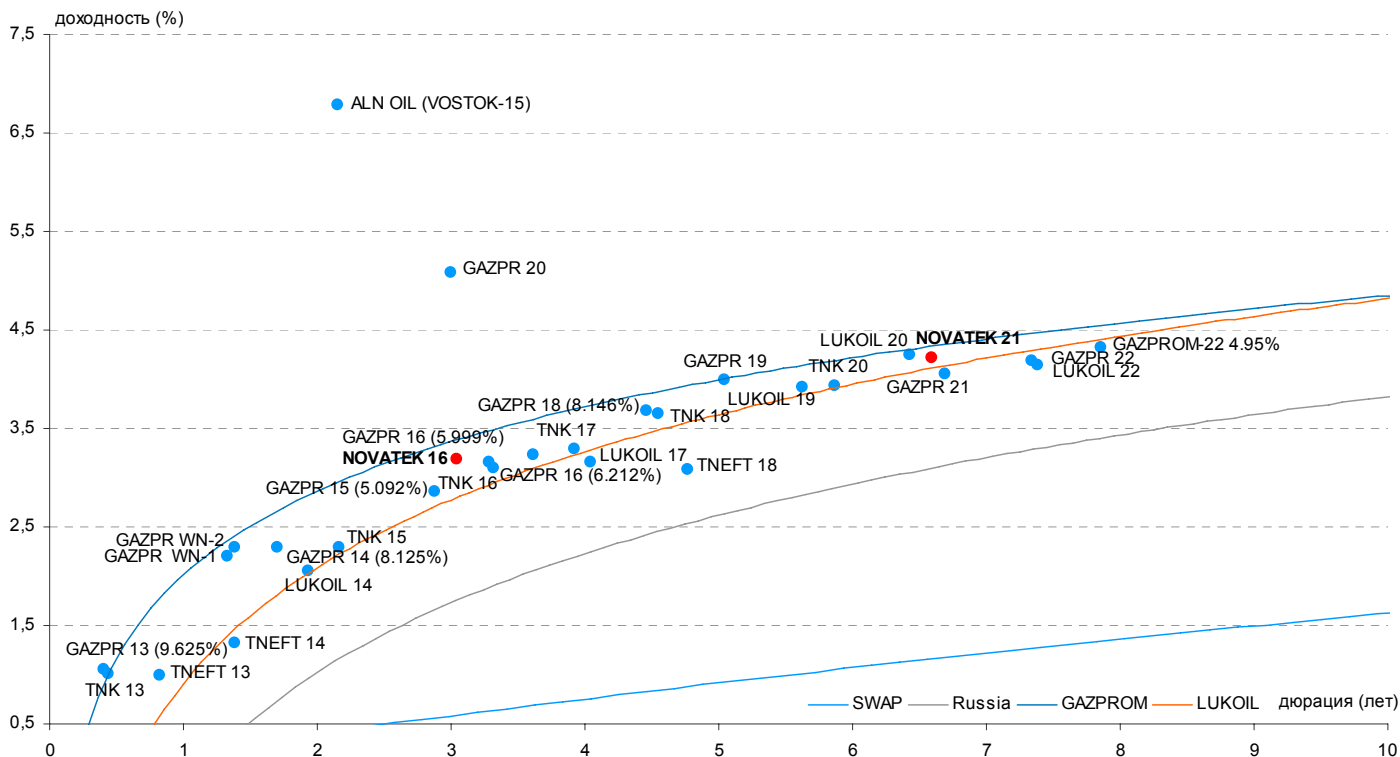
Комментарий. На локальном долговом рынке компания представлена единственным выпуском, который характеризуется достаточно умеренной ликвидностью. Средневзвешенная доходность за последнюю неделю составила 7,4% с погашением в июне 2013 года. Отметим, что данные уровни «ложатся» на кривую Газпром нефти. Новый выпуск дает премию к кривой Газпром нефти порядка 60-80 б.п., что выглядит вполне интересно. Учитывая низкую ликвидность локального рынка, мы рекомендуем инвесторам так же обратить внимание на рынок евробондов, где бумаги эмитента значительно более ликвиднее. Здесь выпуски НОВАТЭКа торгуются с минимальной премией к бумагам Газпрома. Мы считаем, что такое соотношение должно иметь место и на локальном рынке. Напомним, что на сегодняшний день рейтинги Газпром нефти (Ваа3/BBB-/BBB-) находятся на одном уровне, хотя по масштабам бизнеса НОВАТЭК уступает. Резюмируя, мы считаем участие уже по нижней границе интересным и не исключаем понижения ориентиров. Мы полагаем, что участие в размещении с доходностью до 8,6% годовых сохраняет свою привлекательность.

Кредитный профиль НОВАТЭКа не вызывает серьезных нареканий. Из ключевых моментов отчетности за 1 полугодие 2012 года отметим, что показатель EBITDA во втором квартале снизился по сравнению с 1 кв. 2012 г на 17 % (основная причина – фактор сезонности) и составил 45,1 млрд руб. Долговая нагрузка находится на комфортном уровне, по итогам полугодия чистый долг составлял 77,8 млрд руб., что, вместе с тем, было весомо выше результатов первого квартала – 48 млрд руб., однако метрика сохраняется чуть выше единицы – 1,07х. Мы отмечаем, что учитывая довольно амбициозный план менеджмента по увеличению производственных мощностей вполне вероятно долг будет расти. Прогнозируемый рост CAPEX (без учета проекта Ямал СПГ – до 2,6 млрд долл. в среднем за 10 лет при ожидаемых в этом году 900 млн долл.).

Доходности облигаций нефтегазового сектора



Доходности еврооблигаций нефтегазового сектора



Итоги деятельности НОВАТЭКа (МСФО)

млн руб.	НОВАТЭК		
	пол. 2011	пол. 2012	Изм. %
Выручка	85 520	99 818	-14,3
Операционный денежный поток	34 323	33 829	1,5
Свободный денежный поток	-8 754	21 127	-141,4
EBITDA	42 948	44 631	-3,8
Чистая прибыль	30 896	32 931	-6,2
% расходы	1 158	1 453	-20,3
EBITDA/% расходы	37,09	30,72	-6,37
Рентабельность EBITDA	50,2%	44,7%	-5,5 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	36,1%	33,0%	-3,1 п.п.
	2011	пол. 2012	Изм. %
Активы	383 432	385 899	-0,6
Денежные средства и их эквиваленты	23 831	15 849	50,4
Финансовый долг, в т.ч.:	95 478	93 667	1,9
долгосрочный	75 180	70 816	6,2
краткосрочный	20 298	22 851	-11,2
Чистый долг	71 647	77 818	-7,9
Фин.долг/EBITDA	1,12	1,07	-0,05
Чистый долг/EBITDA	0,84	0,89	0,05
Фин. долг/Активы	0,25	0,24	-0,01

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Игорь Голубев

NEW МРСК Центра (-/ВВ/-)

Событие. МРСК Центра планирует 9-11 октября провести сбор заявок на облигации серии БО-1 объемом в 4 млрд руб. Диапазон ставки купона составляет 9-9,5%, что соответствует доходности в 9,2-9,73%.

Комментарий. Детально кредитный профиль МРСК Центра мы рассматривали в нашем специальном обзоре: «МРСК Центра – размещение в условиях дальнейшей неопределенности сектора» (http://www.nomos.ru/upload/iblock/11d/primary_special_mrsc_04102012_.pdf).

Основные моменты обзора ниже

... **Дальнейшие перспективы отрасли все еще туманны.**

Как мы отмечали ранее в комментарии к размещению МОЭСК - http://www.nomos.ru/upload/iblock/5a5/primary_07092012.pdf, состояние отрасли на сегодняшний день можно отметить как достаточно туманное. Во-первых, нет данных по RAB регулированию, которые должны появиться ближе к ноябрю, во-вторых, объединение с ФСК также пока не приобрело каких-нибудь четких очертаний. В части первого даже публикация в ноябре данных по RAB регулированию не гарантирует долгосрочности данных решений. Так, согласно последнему заявлению господина Дворковича, действующая модель рынка является не эффективной и на текущий момент правительство готовит новую модель. Ожидается, что новые правила работы рынков будут разработаны до конца года, утверждены в первой половине 2013 года и начнут действовать в 2014 году. По мнению А.Дворковича, система RAB может быть масштабно введена с 2014 года, тогда же ожидается решение вопроса «последней мили». Стоит напомнить, что в прошлом параметры RAB регулирования для МРСК Центра были достаточно комфортными. Отдельно отметим, что вопрос «последней мили» является довольно острым для сектора. Так, в начале года НЛМК подал иск к МРСК Центра на 9 млрд руб. об оспаривании договора «последней мили» за 2008-2001 годы. На текущий момент судебное решение не вынесено. Объем 9 млрд руб. - это более 10% от выручки МРСК Центра за 2011 год.

Объединение с ФСК также пока не приобрело каких-нибудь четких очертаний. Вместе с тем, мы, как и ранее, считаем, что объединение с ФСК может стать драйвером для сужения спреда с кривой ФСК и является ключевым фактором для участия в первичных размещениях сетевых компаний. Здесь стоит вспомнить опыт МРСК Связынвеста, которые после объявления о слиянии с Ростелеком выровняли свою доходность. Однако еще раз стоит отметить, что пока все-таки конечные параметры сделки не определены. Согласно последним новостям, правительство определит судьбу ФСК и Холдинга МРСК к середине следующего года, передает Интерфакс слова вице-премьера Аркадия Дворковича. Новая стратегия компаний может быть объявлена после разрешения более тяжелых вопросов отрасли, в том числе, проблемы «последней мили». Таким образом, ждать скорого upside бумаг, подкрепленного возможным объединением компании, на вторичном рынке вряд ли стоит в ближайшее время

... **Справедливая премия к МОЭСК не менее 40 б.п.**

Обозначенные МРСК Центра уровни дают премию к размещению МОЭСК от 20 до 70 б.п. Бумагам

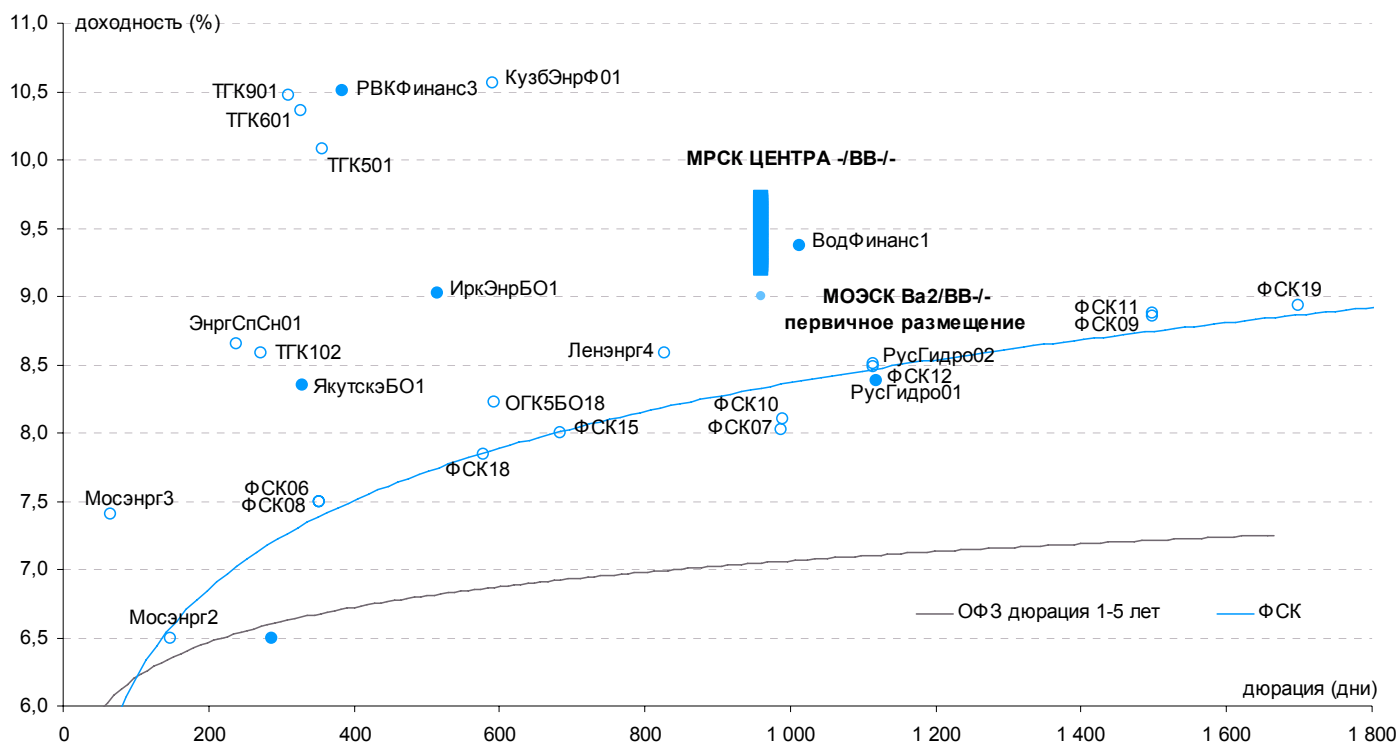
МОЭСК пока что не удалось показать рост цены на вторичном рынке – бонды сохраняют значение номинала. Компании на сегодняшний день обладают одинаковыми рейтингами, однако все же масштабы и рентабельность МОЭСК в разы больше. Мы считаем, что премия в 20 б.п. не дает достаточной компенсации за разницу в масштабах бизнеса и в кредитном качестве компаний. Справедливым мы считаем премию от 40 б.п. к МОЭСК, то есть участие выглядит интересным, начиная от 9,4% годовых.

Финансовые показатели МРСК Центра

млн руб.	МРСК Центра, МСФО				
	2010	2011	пол. 2011	пол. 2012	Изм. пол.2012/ пол.2011, %
Выручка	60 614	69 041	34 153	35 215	3,1
Операционный денежный поток	10 512	15 287	10 137	7 760	-23,4
Свободный денежный поток	-982	-255	5 103	2 056	-59,7
EBITDA	13 181	14 659	9 169	9 580	4,5
Чистая прибыль	5 101	5 534	3 837	3 456	-9,9
% расходы	1 642	1 674	848	962	-11,8
EBITDA/% расходы	8,03	8,76	10,81	9,96	8,5
Рентабельность EBITDA	21,7%	21,2%	26,8%	27,2%	-0,4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	8,4%	8,0%	11,2%	9,8%	-1,4 п.п.
	2010	2011	пол. 2012	Изм. пол.2012/2011, %	
Активы	62 972	76 817	82 767	7,7	
Денежные средства и их эквиваленты	259	2 646	3 322	25,6	
Финансовый долг, в т.ч.:	14 936	21 237	21 387	0,7	
долгосрочный	13 770	20 070	20 164	0,5	
краткосрочный	1 166	1 167	1 223	4,8	
Чистый долг	14 677	18 591	18 064	-2,8	
Фин.долг/EBITDA	1,13	1,45	1,42	-0,03	
Чистый долг/EBITDA	0,98	0,88	1,20	0,32	
Фин. долг/Активы	0,24	0,28	0,26	-0,02	

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности бумаг сектора электроэнергетики



Игорь Голубев

NEW ВЭБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ)

Событие. ВЭБ до 10 октября принимает заявки на свои облигации серии 18 объемом 10 млрд руб. Ориентир ставки купона составляет 8,85-8,95, что соответствует доходности 8,94-9,15% годовых.

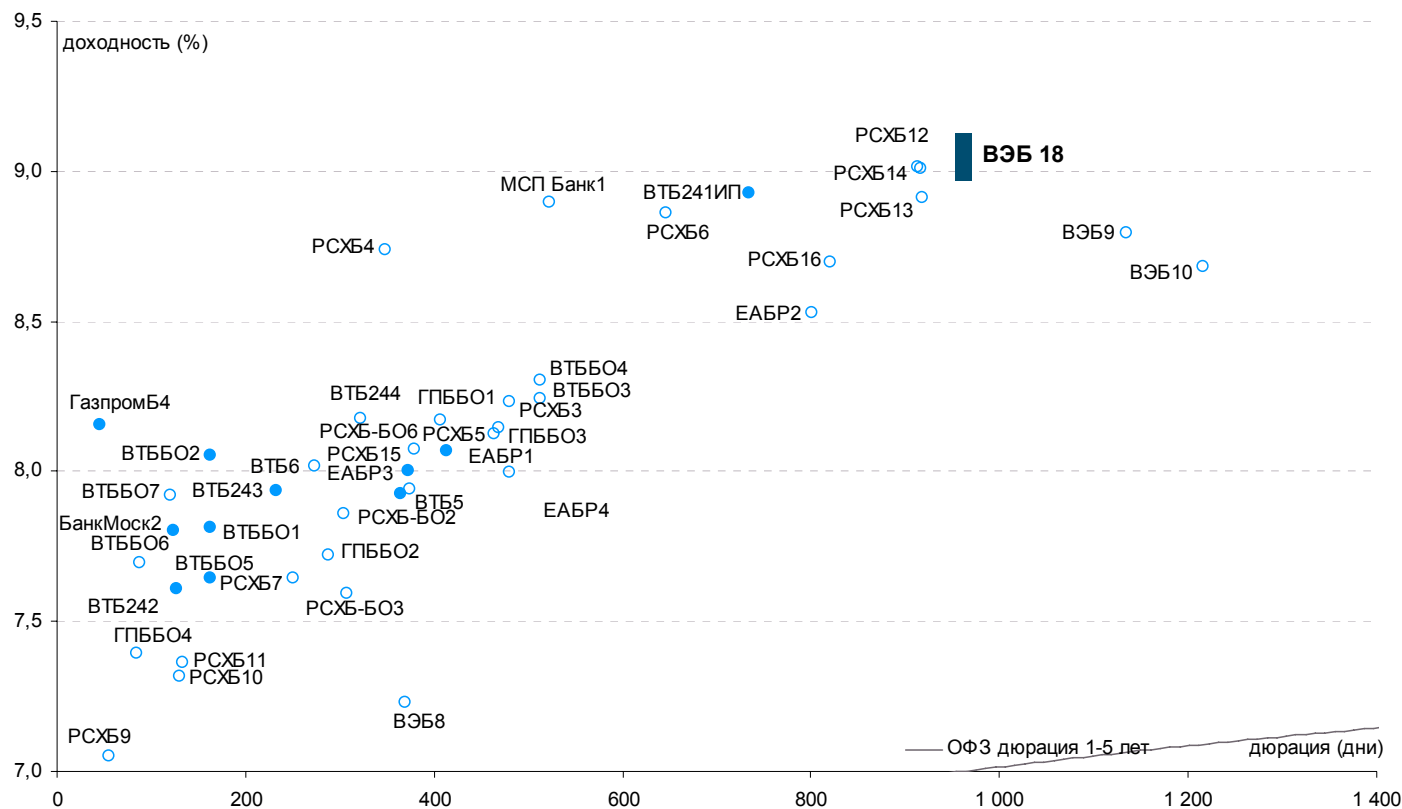
Комментарий. Напомним, что в августе ВЭБ представил нам вполне позитивные данные за 1 квартал 2012 года по МСФО (см. наш обзор http://www.nomos.ru/upload/iblock/f4a/NOMOS_daily_debt_markets_03_08_2012.pdf).

В текущем году ВЭБ был неагрессивен в своих заимствованиях. Так, в феврале он разместил выпуск

валютных облигаций на 500 млн долл. под 3,33% к годовой оферте. В марте был размещен уже рублевый выпуск облигаций на 15 млрд руб., а потом банк взял тайм-аут до настоящего времени, хотя и озвучивал планы по дальнейшему выходу на долговой рынок.

Текущее предложение Внешэкономбанка можно назвать довольно щедрым, поскольку его доходность находится на уровне торгуемого сейчас РСХБ (Ваа1/-/BBB). На наш взгляд, после вхождения в Ломбардный список и перечень прямого РЕПО с ЦБ, доходность нового выпуска ВЭБа опустится ниже кривой РСХБ, в силу различий в кредитном качестве, институциональной значимости ВЭБа и отсутствия такого насыщения рынка, как это произошло в случае с займами РСХБ. Рекомендуем участвовать в займе по нижней границе предложенного диапазона.

Доходности облигаций финансового сектора



Финансовые показатели ВЭБа по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2009	2010	2011	1Q 2011	1Q 2012	Изменение за 1Q 2012
Активы	1 939	2 043	2 532	2 158	2 576	1,7%
Кредиты (net)	844	788	1 229	822	1 215	-1,2%
Кредиты (gross)	965	932	1 392	966	1 378	-1,0%
доля в активах	43,5%	38,6%	48,5%	38,1%	47,2%	---
NPL (>90дн.)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	---
уровень резервов	12,6%	15,5%	11,7%	14,9%	11,8%	---
Финансовые активы	420	574	571	593	609	6,6%
доля в активах	21,7%	28,1%	22,6%	27,5%	23,6%	---
Средства клиентов	202	290	352	308	304	-13,7%
доля в активах	10,4%	14,2%	13,9%	14,3%	11,8%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	19,1%	20,1%	14,5%	n/a	n/a	n/a
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	52	67	64	16	19	19,8%
Прибыль	38	28	7	21	29	36,9%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	1Q 2011	1Q 2012	Изменение за 1Q 2012
ROAE	11,4%	5,9%	1,5%	15,9%	20,5%	+4,6 п.п.
ROAA	2,1%	1,4%	0,3%	4,0%	4,5%	+0,5 п.п.
C / I	13,4%	27,7%	44,8%	22,7%	23,6%	+0,9 п.п.
NIM	3,4%	3,8%	3,2%	3,5%	3,3%	-0,2 п.п.

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Елена Федоткова

NEW Банк Интеза (Ba1/-/-)

Событие. Банк Интеза планирует 9 октября начать сбор заявок инвесторов на облигации серии БО-01 объемом 3 млрд руб. Закрытие книги заявок – 10 октября. Ориентир по ставке купона при 1,5-годовой ofercie составляет 9,5-10,0% (УТР 9,73-10,25%), при 2-летней ofercie – 9,75-10,25% (УТР 9,99-10,51%).

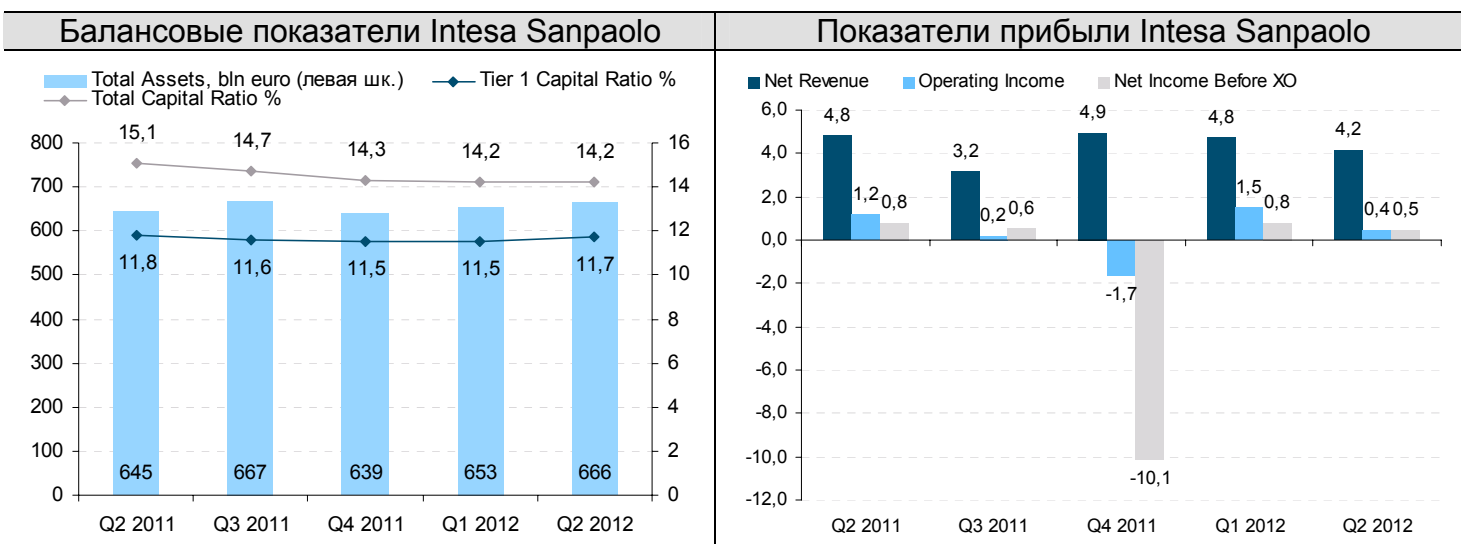
Комментарий. Последний раз банк выходил на рынок в апреле текущего года с займом серии 03 объемом 5 млрд руб. Тогда доходность сложилась на уровне 9,2% к 1,5-летней ofercie.

После этого агентство Moody's понизило рейтинги итальянских банков (см. наш обзор от 15 мая http://www.nomos.ru/upload/iblock/43a/NOMOS_daily_debt_markets_15_05_2012.pdf), в частности по Intesa Sanpaolo (Baa2/BBB+/A-) – в мае с «A2» до «A3», в июне – до «Baa2». Вслед за чем последовали действия и в отношении дочерних российских банков (см. наш обзор 17 мая http://www.nomos.ru/upload/iblock/79a/NOMOS_daily_debt_markets_17_05_2012.pdf). В результате, оценки Банка Интеза были снижены на 1 ступень до текущего «Ba1».

Подробно бизнес Intesa Sanpaolo и российской дочки Банк Интеза мы рассматривали в своем обзоре к предыдущему размещению от 21 марта 2012 года (<http://bonds.finam.ru/comments/item24DEB/rqdate7DC0315/default.asp>). Отметим только еще раз, что при активах материнской структуры в 666 млрд евро на конец 2 квартала текущего года размеры активов российского бизнеса (менее 2 млрд евро) смотрятся более чем скромно. При этом российский банк зависим от фондирования со стороны материнской структуры, поэтому общая ситуация в Европе и стагнация развития Intesa Sanpaolo привели к тому, что и Банк Интеза сейчас сфокусирован на удержании качества активов и генерации прибыли, а не на поддержании среднеотраслевых темпов роста. В текущем году мы наблюдали сокращение активов кредитной организации на 12% до 75 млрд руб. В качестве положительного момента отметим, что оба банка демонстрируют высокий уровень достаточности капитала, при этом списания в материнском банке, аналогичные 4 кварталу прошлого года, пока больше не повторялись.

Что касается нового выпуска, то на текущих уровнях торгуются бумаги других дочек банков-нерезидентов: Райффайзенбанка (Baa3/BBB/BBB+), ЮниКредит Банка (-/BBB/BBB+), Росбанка (Baa3/-/BBB+), Русфинанс Банка (Ba1/-/BBB+) и Банка ДельтаКредит (Ba2/-/-). Для сравнения, у их материнских структур рейтинги сейчас находятся на уровнях: Raiffeisen Bank (A2/A/A), UniCredit (Baa2/BBB+/A-) и Societe Generale (A2/A/A+). Таким образом, рейтинги Intesa Sanpaolo находятся на уровне другого итальянского банка – UniCredit, а по масштабам бизнеса Intesa стоит между Raiffeisen Bank и группами UniCredit и SG.

Отметим, что Банк Интеза по своему выпуску предлагает премию к перечисленным банкам, причем довольно приличную: от 30 до 180 б.п. В качестве положительного момента отметим, что уже обращающийся выпуск эмитента серии 03 торгуется около номинала, то есть с доходностью 9,2% к ofercie в октябре 2013 года. Однако ради справедливости стоит отметить, что выпуск Банка Интеза, хотя и вошел в перечень РЕПО с ЦБ (дисконт 17,5%), не отличается ликвидностью, поэтому данные уровни не очень показательны. На наш взгляд, интересным представляется участие в займе с 1,5-летней offerтой с доходностью от 10% годовых, то есть с премией к Русфинанс банку (52 место по активам, Интеза – 58 место по активам на 1 июля 2012 года), обладающему аналогичным рейтингом, порядка 30 б.п.



Источник: данные Bloomberg

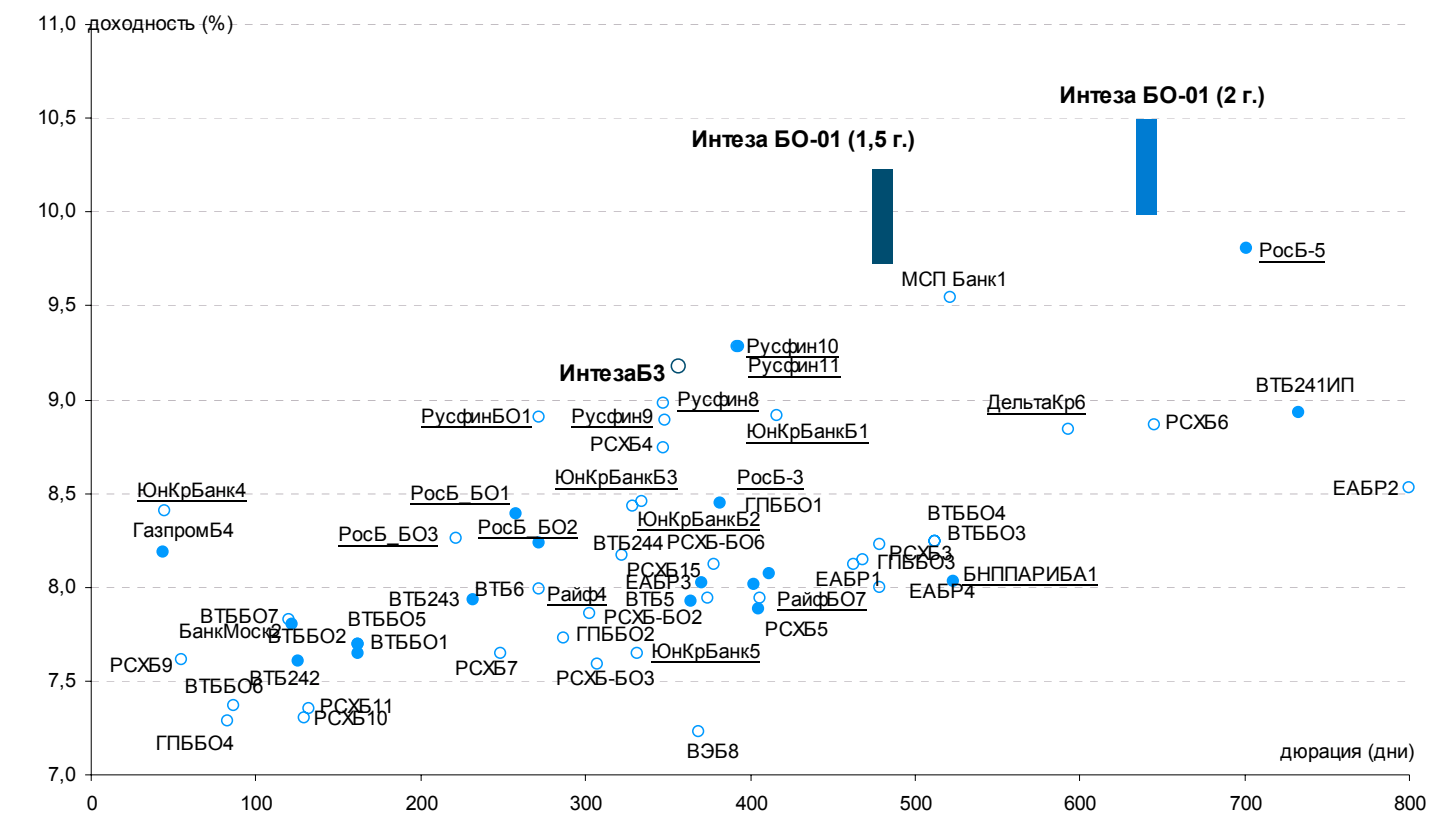
Финансовые показатели Банка Интеза по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 июл 12	1 сен 12
Капитал (134 ф)	11 614	12 306	12 007	12 651	12 695
H1	15,21	14,64	14,69	16,13	15,80
Активы	80 737	88 906	85 030	82 714	75 147
Денежные средства и драгметаллы	639	772	738	790	752
Доля в активах	1%	1%	1%	1%	1%
МБК (размещенные средства)	12 777	11 759	16 888	20 390	14 024
МБК - расчеты	4 385	3 252	2 950	3 754	3 903
МБК - размещенные средства	0	0	0	0	0
МБК - остальное	8 392	8 507	13 938	16 636	10 121
МБК в активах	15,8%	13,2%	19,9%	24,7%	18,7%
Кредитный портфель (gross)	64 121	74 818	67 667	60 831	60 293
Уровень просрочки	8,1%	9,1%	10,8%	9,4%	9,5%
Покрытие просрочки резервами	130,8%	113,3%	118,2%	122,6%	122,5%
Кредиты физлиц	34,5%	29,9%	32,0%	32,2%	33,2%
Кредиты/Клиентские средства	3,7	4,2	3,5	3,5	3,9
Доля в активах	71,0%	75,5%	69,4%	65,1%	70,9%
Операции с ценными бумагами	4 380	4 091	3 371	3 314	3 068
Доля в активах	5,4%	4,6%	4,0%	4,0%	4,1%
Капитал*	11 034	11 372	11 334	11 678	11 678
Доля в активах	13,7%	12,8%	13,3%	14,1%	15,5%
МБК (привлеченные средства)	36 576	38 292	37 768	31 462	26 107
Доля в активах	45,3%	43,1%	44,4%	38,0%	34,7%
Средства клиентов	17 487	17 659	19 584	17 604	15 399
Доля в активах	21,7%	19,9%	23,0%	21,3%	20,5%
Выпущенные ценные бумаги	19	10	0	5 174	5 177
Доля в активах	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%	6,9%
Балансовая прибыль	367	683	451	625	873

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

NEW АКБ Российский капитал (-/-B+)

Событие. 16 октября Банк Российский Капитал откроет книгу на облигации серии 03 объемом 3 млрд руб. Дата закрытия – 19 октября. Размещение в планах на вторую половину октября. Ориентир по ставке купона – 10,5-11,0%, что соответствует доходности к годовой оферте порядка 10,78-11,3% годовых.

Комментарий. Напомним, что сейчас банк проходит процедуру санации и основным акционером (99,99%) является АСВ. С учетом того, что проблемный кредитный портфель эмитента сохраняется на его балансе, факт сохранения акционерной структуры и, соответственно, поддержки со стороны АСВ, являются основной составляющей в инвестиционной привлекательности бумаг банка.

Тут мы сошлемся на отчет Fitch, который в своем комментарии к повышению рейтинга банка до уровня «B+» в августе текущего года, отметил, что «вероятность продажи банка к концу 2014 года, как это предусмотрено планом финансового оздоровления, несколько уменьшилась и сейчас является лишь умеренной». Это связано с тем, что АСВ по законодательству не имеет права продать банк меньше чем за первоначальный размер инвестиции: 14,2 млрд руб. На конец 2011 г. собственный капитал эмитента по МСФО составлял 2,5 млрд руб. (9,7 млрд руб. По РСБУ), и, по мнению Fitch, маловероятно, что банк сумеет увеличить капитал до уровня, равного первоначальной инвестиции, к концу 2014 года или что АСВ сумеет продать банк по цене, значительно выше капитала. Хотя рейтинговое агентство делает «оговорку», что «если продажа банка будет считаться политически целесообразной», то, «возможно, будут найдены способы структурировать эту сделку таким образом, чтобы соответствовать существующему законодательству, а также не исключены изменения в законодательстве».

В этом разрезе годовая оферта смотрится привлекательно, поскольку снижает риски смены акционера на столь коротком временном отрезке и обеспечивает «про» государственные риски по данным бумагам. Самостоятельный кредитный профиль банка смотрится довольно «скромно»: хотя вновь созданный под эгидой АСВ кредитный портфель, видимо, довольно высокого качества, однако, несмотря на рост объема операций кредитования, уровень резервирования не снижается. По РСБУ на 1 сентября 2012 года просрочка составила 22%, уровень резервов – 17%. На наш взгляд, создание резервов будет происходить и дальше до полной «вычистки» / списания кредитов с баланса «плохих» кредитов или при доведении резервирования до 100%. Все это давит на прибыль банка и на его капитал.

Банк пытается повысить маржинальность своих операций за счет развития розницы: сейчас это около 14% портфеля. Расширение происходит за счет развития линейки продуктов и филиальной сети. Интересно, что в основном это происходит за счет разовых сделок. Сеть отделений была увеличена на 23 отделения за счет присоединения ОАО «Губернский банк «Тарханы» в 2011 году, на 12 пунктов – за счет присоединения ОАО «ПотенциалБанк». Также в своем меморандуме банк отмечает, что развитие бизнеса происходит за счет «поглощений и покупки портфелей кредитов». Тем не менее, корпоративный характер деятельности Российского Капитала останется преобладающим. Последнее идет несколько в разрез имеющейся структуре фондирования, которая построена преимущественно на депозитах физлицам (82% средств клиентов). Тем не менее, банку удастся, по данным меморандума, поддерживать маржинальность своих операций выше 4% и привлекать фондирование срочностью в основном (97% средств физлиц) более года.

Учитывая запас ликвидности на балансе банка (более 15 млрд руб. или более 20% активов), отнюдь не складывается впечатление, что Российский Капитал активно нуждается в привлечении средств с долгового рынка, однако, безусловно, это положительно отразится на диверсификации его фондирования.

Мы все же склонны придерживаться мнения, что у банка не пройдут изменения в акционерной структуре до оферты по займу. Таким образом, учитывая принадлежность эмитента АСВ, мы рекомендуем участвовать в займе по нижней границе предложенного диапазона.

Финансовые показатели Банка Российский Капитал по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 апр 12	1 июл 12	1 сен 12
Капитал (134 ф)	10 008	11 149	9 736	9 469	9 704	9 747
H1, %	29,47	25,22	17,70	14,76	12,37	11,99
Активы	33 718	46 813	58 442	64 073	74 840	80 715
Денежные средства и драгметаллы	299	823	792	816	945	1 017
Доля в активах	1%	2%	1%	1%	1%	1%
МБК (размещенные средства)	1 468	3 938	9 022	9 863	5 659	9 268
МБК в активах	4,4%	8,4%	15,4%	15,4%	7,6%	11,5%
Кредитный портфель (gross)	24 049	34 318	41 094	42 847	53 107	53 388
Уровень резервов	18,7%	22,7%	21,2%	19,4%	17,0%	13,3%
Уровень просрочки	20,6%	25,8%	26,1%	23,8%	21,9%	17,6%
Покрытие просрочки резервами	91,1%	87,9%	81,1%	81,8%	77,4%	75,5%
Кредиты физлиц	9,7%	11,5%	12,2%	12,3%	14,2%	15,5%
Кредиты/Клиентские средства	126,7%	111,8%	117,1%	110,8%	114,5%	106,6%
Доля в активах	58,0%	56,7%	55,4%	53,9%	58,9%	57,3%

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 апр 12	1 июл 12	1 сен 12
Операции с ценными бумагами	8 395	10 059	10 400	12 003	16 016	15 671
Облигации	4 012	6 451	7 065	8 612	12 773	12 407
Акции	3 908	3 120	2 838	2 894	2 745	2 775
Векселя	475	488	497	497	498	488
Доля в активах	24,9%	21,5%	17,8%	18,7%	21,4%	19,4%
Капитал*	8 730	9 164	9 006	9 108	8 190	8 284
Доля в активах	25,9%	19,6%	15,4%	14,2%	10,9%	10,3%
МБК (привлеченные средства)	3 258	2 969	10 075	12 875	11 584	13 293
Средства клиентов (итого)	18 979	30 702	35 091	38 686	46 399	50 060
Доля в активах	56,3%	65,6%	60,0%	60,4%	62,0%	62,0%
Балансовая прибыль	-546	-38	-1 499	31	-113	39

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова**NEW Татфондбанк (B3/-/-)**

Событие. Татфондбанк проведет 9-10 октября book building облигаций БО-06 объемом 2 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 12,75-13%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 13,16-13,42% годовых.

Комментарий. Более подробно в нашем специальном обзоре от 3 октября 2012 года:

«Татфондбанк предложил существенную премию за текущие риски».

http://www.nomos.ru/upload/iblock/5a2/credit_special_Tatfondbank_03102012.pdf

Новый выпуск, на наш взгляд, будет направлен на рефинансирование текущей задолженности и не увеличит текущий объем долга Татфондбанка. Обозначенный диапазон доходности предлагает премию к собственной кривой уже обращающихся выпусков на уровне 185-210 б.п. Премия к размещающимся бумагам АкБарс Банка (B1/-/BB-) составляет 370-385 б.п.

Надо отметить, что предложение более чем заманчивое, учитывая вхождение всех обращающихся выпусков банка в Ломбардный список ЦБ и перечень прямого РЕПО с ЦБ. И хотя после последнего размещения банку был понижен рейтинг до «B3», его уровень все еще соответствует включению в Ломбардный список. Однако появляется риск, что ЦБ будет более осторожным при принятии решения. Несмотря на все перечисленные выше риски, несомненным плюсом банка остается доля Республики Татарстан в капитале банка (более 30%), а также крепкие позиции в регионе (порядка 117 отделений). Предложенный уровень размещения находится между торгующимися бумагами КБ ренессанс Кредит (B2/B/B) и ТКС-Банка (B2/-/B). На наш взгляд, облигации перечисленных розничных банков являются достойной альтернативой текущему размещению Татфондбанка. Тем не менее, при принятии всех сопутствующих рисков участие в выпуске БО-06, в силу высокой премии к обращающимся займам эмитента, технически интересно уже по нижней границе предложенного диапазона.

Финансовые показатели Татфондбанка по МСФО

		Татфондбанк			
Место в рейтинге по размеру активов на 1 июля 2012 года		55			
Рейтинг (M/S&P/F)		B3/-/-			
Балансовые показатели, млн руб.		2009	2010	2011	Изменение, %
Активы		49 704,3	60 049,9	78 873,5	31%
Денежные средства и их эквиваленты		4 725,5	4 103,9	6 019,2	47%
	доля в активах	9,5%	6,8%	7,6%	-
Кредиты		34 466,0	39 549,3	51 807,8	31%
Кредиты (gross)		38 584,0	45 151,0	58 199,2	29%
	доля в активах	69,3%	65,9%	65,7%	-
	NPL (>90дн.), %	3,3%	4,9%	5,0%	-
	Кредиты / Средства клиентов	1,5	1,3	1,3	-
	Резервы / NPL	3,2	2,5	2,2	-
Финансовые активы (включая инвестиционную собственность)		6 106,9	13 897,5	18 281,6	32%
	доля в активах	12%	23%	23%	-
Средства клиентов		22 987,4	30 450,9	39 891,8	31%
	доля в активах	46,2%	50,7%	50,6%	-
капитал		6 193,7	6 547,8	6 440,6	-2%
	доля в активах	12,5%	10,9%	8,2%	-
Total Capital Adequacy Ratio		14,3%	16,1%	12,0%	-

Показатели прибыльности, млн руб.	2009	2010	2011	Изменение, %
Чистый процентный доход	2 107,1	1 263,3	1 679,6	33%
Комиссионные доходы (net)	216,6	163,9	417,1	155%
Резерв под обесценение	-927,9	-1 674,5	-898,4	-46%
Операционные доходы	2 432,9	3 592,9	2 754,3	-23%
Административные и прочие операционные расходы	-1 210,2	-1 512,2	-1 827,1	21%
Прибыль	235,1	324,4	22,9	-93%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	Изменение, %
RoAA	0,5%	0,6%	0,0%	-0,6 п.п.
RoAE	3,9%	5,1%	0,4%	-4,7 п.п.
Cost / Income	50%	42%	66%	24,2 п.п.
NIM	5,2%	2,9%	3,1%	0,2 п.п.

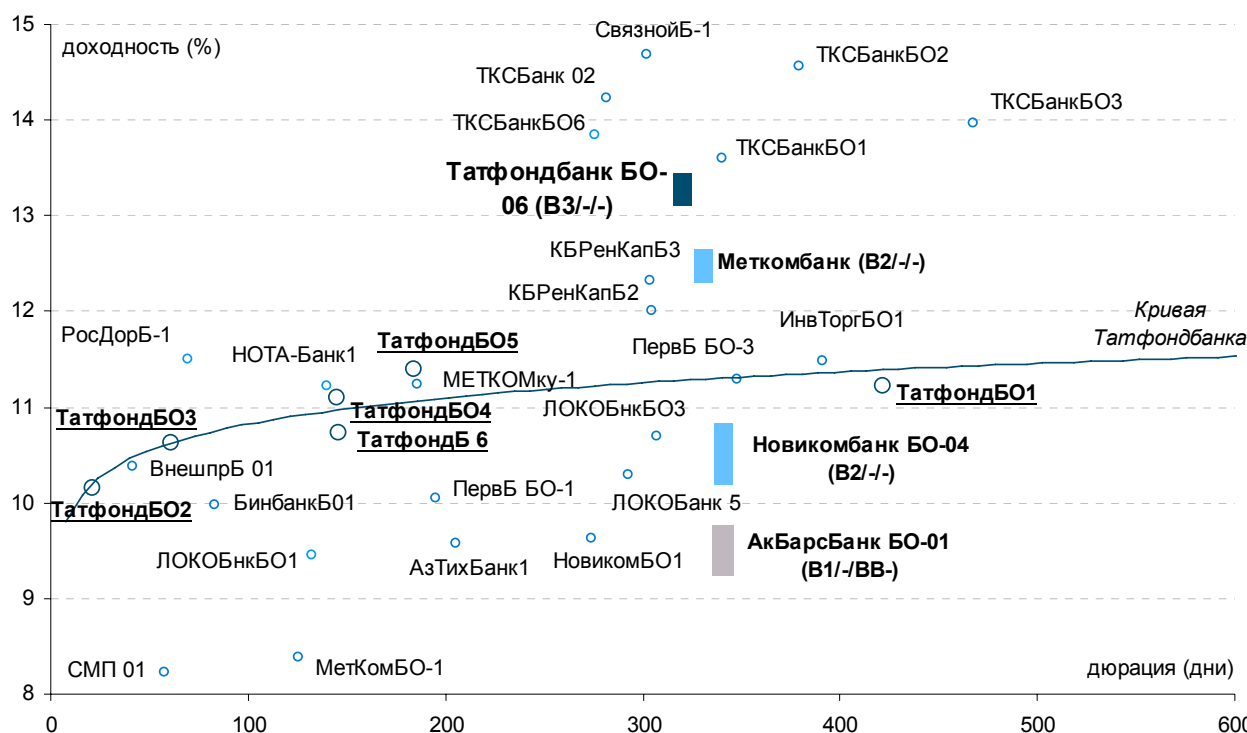
Финансовые показатели Татфондбанка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 июл 12	1 сен 12	1 сен 12 / 1 янв 12
Капитал (134 ф)	10 097	9 647	9 869	9 792	10 734	8,8%
H1, %	17,10	13,78	12,79	10,75	10,63	
Активы	60 703	68 343	78 343	87 108	90 995	16,1%
Денежные средства и драгметаллы	1 621	1 404	2 314	2 124	2 379	2,8%
Доля в активах	3%	2%	3%	2%	3%	-
МБК (размещенные средства)	3 688	4 113	6 834	7 167	7 384	8,0%
Кредитный портфель (gross)	41 189	45 857	51 765	57 870	60 152	16,2%
Уровень просрочки	4,3%	4,2%	4,2%	3,9%	4,4%	-
Покрытие просрочки резервами	219,7%	227,0%	211,9%	215,4%	193,7%	-
Кредиты физлиц	9,0%	11,7%	16,6%	22,3%	24,3%	-
Кредиты/Клиентские средства	123,9%	130,1%	124,2%	120,3%	120,6%	-
Доля в активах	61,4%	60,8%	60,2%	60,9%	60,5%	-
Операции с ценными бумагами	4 411	4 251	6 223	5 798	8 677	39,4%
Доля в активах	7,3%	6,2%	7,9%	6,7%	9,5%	-
Капитал*	8 349	8 620	8 612	8 774	10 052	16,7%
Доля в активах	13,8%	12,6%	11,0%	10,1%	11,0%	-
МБК (привлеченные средства)	1 797	5 418	7 967	12 172	11 327	42,2%
Кредиты ЦБ	116	0	3 634	6 061	5 376	47,9%
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,2%	0,0%	4,6%	7,0%	5,9%	-
Средства клиентов	33 257	35 254	41 691	48 112	49 874	
Доля в активах	54,8%	51,6%	53,2%	55,2%	54,8%	
Выпущенные ценные бумаги	9 357	12 088	11 747	16 457	18 248	55,3%
Доля в активах	15,4%	17,7%	15,0%	18,9%	20,1%	-
Балансовая прибыль	299	-12	288	302	86	-

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

NEW Внешпромбанк (B2/B/-)

Событие. Внешпромбанк в последней декаде октября планирует открыть книгу на облигации серии БО-02 объемом 3 млрд руб. Размещение намечено на конец октября 2012 года. Ориентир по ставке купона 11,75-12,25%, что соответствует доходности 12,1-12,63% годовых.

Комментарий. Напомним, что банк выиграл тендер и в 2009 году начал осуществлять расчетно-кассовое обслуживание Транснефти, что спровоцировало рост активов Банка во 2 полугодии 2009 года в 2 раза. В 2010 году данный процесс принял уже более устойчивые формы, однако это не помешало Банку вырасти еще в 1,5 раза. В 2011 году мы видим растущий кредитный портфель, который по итогам года все же превысил 50% валюты баланса банка, что мы приветствуем как признак развития самостоятельного бизнеса Внешпромбанка. Тем не менее, межбанк продолжают формировать существенную долю активов банка – около 30%, размещая, видимо, поступающие к нему краткосрочные клиентские средства. Напомним, что по данным МСФО на конец 2011 года сумма остатков на счетах ключевого клиента банка составляла 23,2 млрд руб. или более 25% всех пассивов эмитента.

В настоящее время на долговом рынке обращается два выпуска облигаций банка, причем оба из них входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 25%. Текущие уровни отчасти совпадают с размещением Меткомбанка (Северсталь) с рейтингом «B2» от Moody's – УТР 12,36-12,63%. На наш взгляд, учитывая, что Внешпромбанк более чем в 3 раза больше Меткомбанка и также обладает стратегическим основным контрагентом, хотя и уступает по возможности поддержки со стороны акционеров, предлагаемая доходность выпуска интересна уже ближе к нижней границе предлагаемого диапазона, то есть от 12,1%. Хотя, на наш взгляд, банк уступает в прозрачности деятельности своим коллегам-эмитентам, поэтому участие в займе должно сопровождаться повышенным вниманием в адрес выходящих новостей по кредитной организации. Напомним, последний пересмотр рейтинга был в апреле 2011 года от S&P и сопровождался его повышением на 1 ступень.

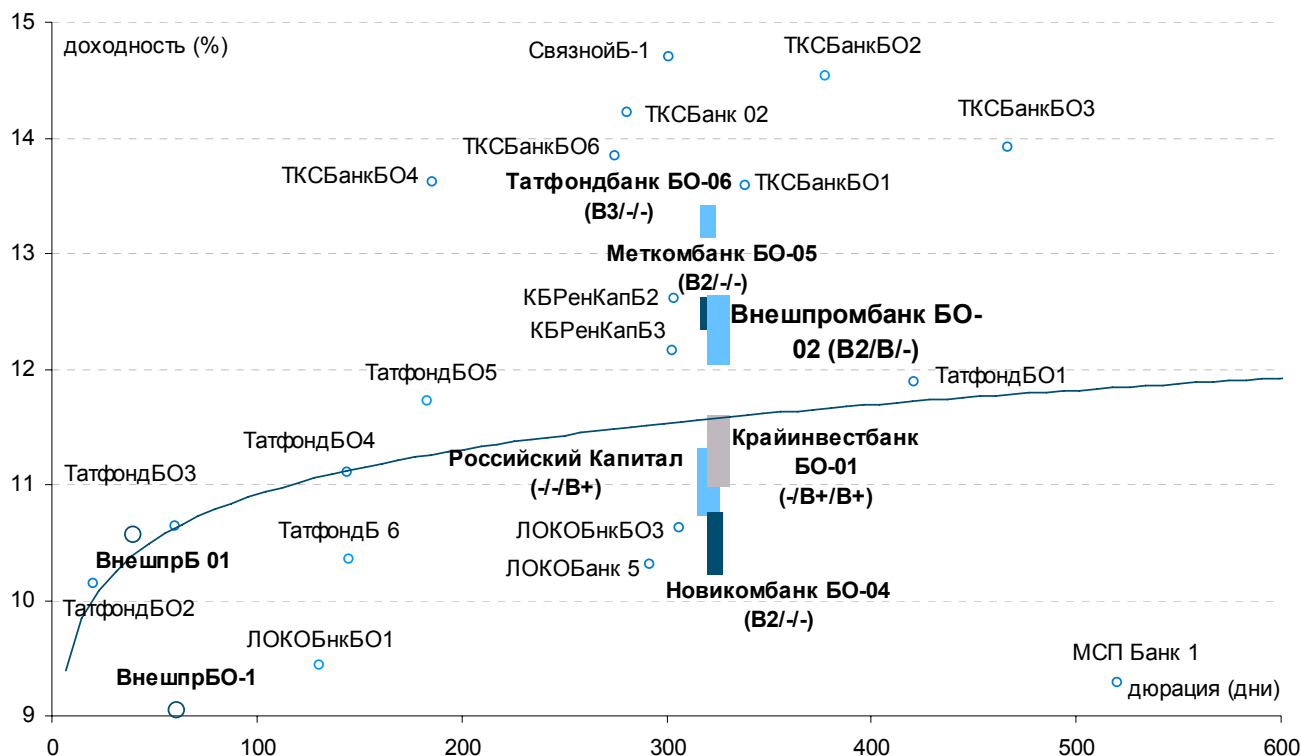
Финансовые показатели Внешпромбанка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 июл 12	1 сен 12	1сен12 / 1янв12
Капитал (134 ф)	8 772	10 696	11 658	13 069	13 746	17,9%
H1	19,26	18,17	17,80	17,48	15,94	
Активы	70 415	78 199	91 215	100 305	104 248	14,3%
Денежные средства и драгметаллы	5 541	7 015	7 909	9 591	7 784	-1,6%
Доля в активах	8%	9%	9%	10%	7%	---
МБК (размещенные средства)	25 432	17 615	27 152	28 864	27 327	0,6%
Кредитный портфель (gross)	31 275	42 490	47 136	52 827	59 003	25,2%
Уровень резервов	0,6%	0,5%	1,4%	0,9%	0,9%	---
Уровень просрочки	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	---
Покрытие просрочки резервами	123,6%	143,9%	325,6%	183,1%	180,0%	---
Кредиты физлиц	25,4%	16,7%	12,4%	10,5%	10,4%	---
Кредиты/Клиентские средства	57,8%	73,5%	65,3%	67,7%	72,4%	
Доля в активах	44,2%	54,1%	50,9%	52,2%	56,1%	---
Операции с ценными бумагами	5 722	7 483	6 295	5 771	6 614	5,1%
Облигации	4 561	6 012	5 100	4 461	5 264	3,2%
Акции	429	1 215	1 110	1 071	1 100	-0,9%
Векселя	733	256	85	239	250	---
Доля в активах	8,1%	9,6%	6,9%	5,8%	6,3%	---
Капитал*	4 262	5 497	5 797	7 162	7 209	24,4%
Доля в активах	6,1%	7,0%	6,4%	7,1%	6,9%	---
МБК (привлеченные средства)	865	2 654	2 626	2 021	1 493	-43,2%
Средства клиентов (итого)	54 122	57 807	72 235	78 051	81 442	12,7%
Доля в активах	76,9%	73,9%	79,2%	77,8%	78,1%	---
Выпущенные ценные бумаги	6 026	6 104	4 255	6 365	6 534	53,6%
Балансовая прибыль	565	1 146	1 224	1 103	1 522	32,8%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности бумаг финансового сектора



Елена Федоткова

NEW Крайинвестбанк (-В+/В+)

Событие. Крайинвестбанк планирует вторичное размещение облигаций серии БО-01 объемом до 1,5 млрд руб. Планируется провести book-building 19-22 октября, размещение 23 октября. Ориентир по ставке купона – 10,75-11,25%, что соответствует доходности к годовому купону на уровне 11,04-11,57%. Напомним, что погашение облигаций состоится в апреле 2014 года, то есть после 1,5 года после текущего размещения.

Комментарий. В настоящий момент на рынке обращается единственный облигационный выпуск Крайинвестбанка, по которому и предполагается вторичное размещение в дату прохождения оферты 23 октября текущего года.

Основным инвестиционным преимуществом банка, на наш взгляд, является акционерная структура: 97,05% капитала эмитента принадлежит Краснодарскому Краю (Ва1/-/ВВ+). При этом налицо постоянная поддержка со стороны акционера: последний раз взнос в капитал прошел в июне 2012 года в размере 1,5 млрд руб. Следующее пополнение прогнозируется в 1 полугодии 2013 года. Кроме того, регион предоставляет гарантии по заимствованиям банка, а через принадлежащие ему предприятия «подпитывает» Крайинвестбанк ликвидностью (25% клиентского фондирования на конец 2011 года). Таким образом, во многом дальнейшие перспективы развития банка связаны с данным регионом и его руководством. Fitch в своем обзоре от 19 сентября текущего года отмечает в качестве рисков «ослабление взаимоотношений между Краснодарским Краем и банком, например, в случае смены ключевых руководителей региона». То, что губернатор края был недавно наделен полномочиями на новый срок, в нашем случае при годовом купоне это выглядит как заметный позитивный фактор.

Что касается кредитного качества эмитента, мы бы в первую очередь ориентировались на МСФО, хотя последние данные доступны только по итогам 2011 года.

В первую очередь мы обращаем внимание на качество активов: уровень NPL (30+) на конец 2011 года составил 7% (согласно отчетности по МСФО). По данным Fitch, показатель NPL (90+) был немного ниже – 5,9%, но, по нашему мнению, он все же смотрится достаточно высоким. Учитывая, что доля пролонгированных кредитов составляет еще 15% на конец прошлого года. Также вызывает некоторые опасения тот факт, что по оценке рейтингового агентства 20 крупнейших кредитов, на которые приходится немалые 50% кредитного портфеля, предоставлено заемщикам со слабыми финансовыми позициями.

Отметим также, что деятельность банка довольно тесно связана с недвижимостью. Так, на 1 января 2012 года около 21% (3,4 млрд руб.) кредитного портфеля Крайинвестбанка приходится на строительство. Кроме того на балансе числится инвестиционная недвижимость на сумму 1,9 млрд руб. или 7% активов.

Она включает в себя построенные и строящиеся жилые дома, а также земельные участки в Краснодаре (по расшифровкам МСФО). По данным Fitch, некоторые объекты находятся на начальном этапе строительства и оценка залогового обеспечения в большинстве случаев является несколько завышенной. Данные объекты, по мнению агентства, «могут в значительной степени быть так или иначе связаны с официальными лицами в действующей администрации региона и/или с менеджментом банка». Как негативный фактор мы отмечаем низкую прибыльность деятельности кредитной организации. В данном случае, устойчивая база фондирования со стороны физлиц оборачивается для банка довольно дорогим источником фондирования (43% пассивов на 1 сентября 2012 года). Однако все же стоит отметить, что основное давление на чистую прибыль банка (по МСФО) оказывали операционные расходы, достигающие 70%, а то и 80% операционных доходов. При этом показатель NIM, по нашим подсчетам, смотрится вполне неплохо: 6,1% по МСФО по итогам 2011 года.

Как мы уже отмечали, объем заимствований на долговом рынке у банка ограничивается единственным облигационным займом на 1,5 млрд руб. Отметим, несмотря на то, что заем был размещен в апреле 2011 года, его нет ни в перечне прямого РЕПО с ЦБ, ни в Ломбардном списке, несмотря на рейтинги. При этом облигации Татфондбанка, во многом по профилю и по акционерной структуре (одним из акционеров является Республика Татарстан с рейтингами Ba1/-/BBB-) схожий с Крайинвестбанком, но уступающий ему по рейтингам в 2 ступени, входят в оба перечня. Сейчас идет размещение выпуска Татфондбанка серии БО-06 с диапазоном доходности 13,16-13,42% к годовой оферте, то есть с премией больше 200 б.п. к размещаемому займу Крайинвестбанка.

На схожем с анализируемым выпуском уровне размещается (к годовой оферте УТР 10,78-11,3% годовых) Российский Капитал (принадлежит АСВ) с аналогичным рейтингом, при этом почти в 3 раза крупнее Крайинвестбанка. Принимая во внимание отсутствие займа Крайинвестбанка в перечне прямого РЕПО (в случае Российского Капитала, учитывая акционерную структуру, мы рассчитываем на положительное и скорое развитие событий по данному вопросу), мы считаем необходимой премию к Российскому Капиталу от 50 б.п. Таким образом, участие в выпуске интересно от 11,3% годовых, что оставит премию (за разницу в рейтингах и всего лишь блокпакет Татарстана в капитале) со стороны бумаг Татфондбанка от 186 б.п.

Финансовые показатели Крайинвестбанка по МСФО

	2009	2010	2011	Изменение
Место в ранжировке по размеру активов на конец соответствующего года (Интерфакс)	123	112	115	снижение на 3 позиции
Рейтинг (M/S&P/F)	- / B+ / B+			-
Балансовые показатели, млн руб.	2009	2010	2011	Изменение к 2010г.
ASSETS	17 416	24 172	27 660	14%
Cash and cash equivalents	2 905	2 878	3 112	8%
% assets	16,7%	11,9%	11,3%	-
Loans	8 234	11 175	15 471	38%
Loans (gross)	8 699	11 760	16 464	40%
% assets	47,3%	46,2%	55,9%	-
NPL (>30дн.), %	5,8%	3,9%	7,0%	-
allowance for loan impairment / NPL	0,9	1,3	0,9	-
Loans / Customer accounts	0,73	0,65	0,75	-
allowance for loan impairment	5,3%	5,0%	6,0%	-
Customer accounts	11 330	17 155	20 512	20%
% assets	65,1%	71,0%	74,2%	-
Financial assets**	1 703	3 885	2 362	
% assets	9,8%	16,1%	8,5%	
EQUITY	3 082	3 171	3 345	5%
% assets	17,7%	13,1%	12,1%	-
Total Capital Adequacy Ratio	22,5%	13,9%	14,2%	-
Показатели прибыльности, млн руб.	2009	2010	2011	Изменение к 2010г.
Net interest income	955	1 195	1 141	-5%
Fee and commission income (net)	343	473	530	12%
Provisions charge for loan impairment	-86	-213	-408	91%
Operating income	1 334	1 740	1 967	13%
Operating expenses	-1 108	-1 435	-1 417	-1%
Profit for the year*	95	55	111	101%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	Изменение к 2010г.
RoAA	0,6%	0,3%	0,4%	+0,16 п.п.
RoAE	3,2%	1,8%	3,4%	+1,64 п.п.
Cost / Income	83,1%	82,5%	72,1%	-10,43 п.п.
NIM	9,0%	8,2%	6,1%	-2,11 п.п.

* без учета переоценки основных средств

** без учета инвестиционной недвижимости

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

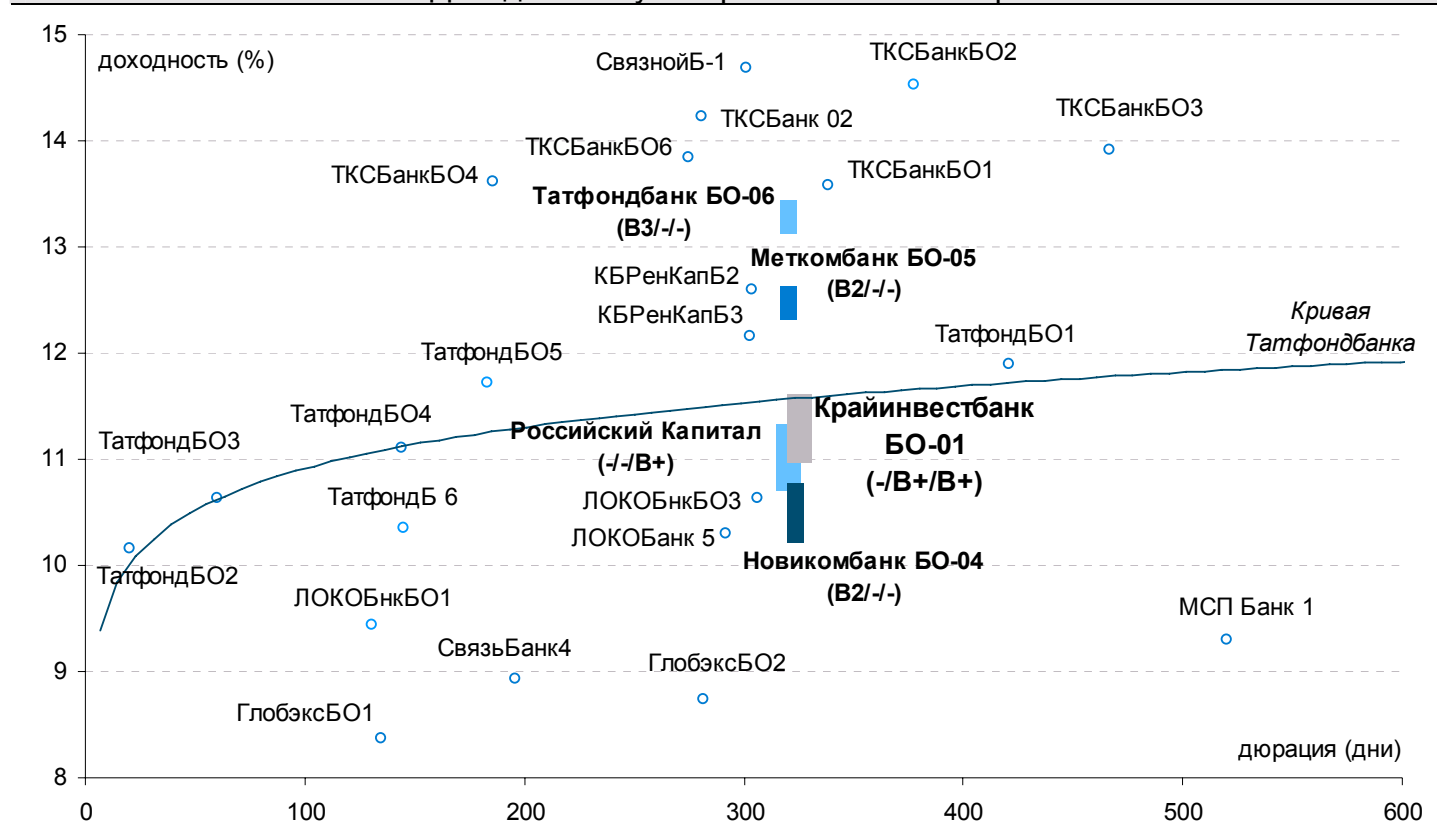
Финансовые показатели Крайинвестбанка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 июл 12	1 сен 12	1сен12 / 1январ12
Капитал (134 ф)	2 919	2 888	3 081	4 596	4 600	0,1%
H1, %	12,79	11,22	11,05	15,29	13,66	
Активы	24 000	25 030	27 404	27 829	28 799	5,1%
Денежные средства и драгметаллы	2 211	1 388	1 917	1 355	1 396	-27,2%
Доля в активах	9%	6%	7%	5%	5%	---
МБК (размещенные средства)	3 103	1 919	3 740	3 935	3 656	-2,2%
Кредитный портфель (gross)	11 429	14 499	15 559	14 122	14 555	-6,5%
Уровень резервов	4,5%	4,4%	6,0%	6,0%	5,8%	---
Уровень просрочки	1,8%	1,8%	1,8%	2,6%	2,6%	---
Покрытие просрочки резервами	255,3%	248,9%	339,3%	231,2%	220,7%	---
Кредиты физлиц	14,9%	14,8%	14,0%	16,8%	18,1%	---
Кредиты/Клиентские средства	68,9%	80,0%	76,2%	69,6%	69,0%	---
Доля в активах	45,5%	55,4%	53,4%	47,7%	47,6%	---
Операции с ценными бумагами	5 185	5 280	4 159	7 066	7 663	84,2%
Облигации	2 997	3 092	1 992	3 628	3 301	65,7%
Акции	2 188	2 188	2 167	3 116	4 037	86,3%
Векселя	0	0	0	322	324	---
Доля в активах	21,6%	21,1%	15,2%	25,4%	26,6%	---
Капитал*	2 978	2 998	2 998	4 567	4 567	52,3%
Доля в активах	12,4%	12,0%	10,9%	16,4%	15,9%	---
МБК (привлеченные средства)	3 735	1 703	2 057	1 067	1 038	-49,5%
Средства клиентов (итого)	16 584	18 116	20 429	20 278	21 090	3,2%
Доля в активах	69,1%	72,4%	74,5%	72,9%	73,2%	---
Выпущенные ценные бумаги	7	1 551	1 528	1 538	1 658	8,5%
Балансовая прибыль	118	85	117	46	48	-43,4%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности бумаг финансового сектора



Елена Федоткова

NEW Красноярский край (Ba2/BV+/BV+).

Событие. Министерство финансов Красноярского края планирует 25 октября 2012 г. провести конкурс по 5-летним облигациям серии 34006 рекордным в этом году среди регионов объемом в 16,91 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 8,82-9,3% годовых (доходность 8,7-9,2% годовых при дюрации около 2,89 года). Выпуск имеет амортизационную структуру погашения номинала: 30% через 2 год; еще 30% - 3 года; 20% - 4 года и 20% - 5 лет. Выпуск отвечает критериям Ломбарда ЦБ.

Комментарий. Красноярский край не новичок на долговом рынке, в настоящее время у региона в обращении находится два выпуска облигаций серий 34004 (YTM 7,13%/35 дн.) и 34005 (YTM 8,09%/563 дн.), но ликвидность их традиционно для субфедеральных бумаг находится на низком уровне. Тем не менее, наибольшая активность присутствует в выпуске Красноярский край 34005, средневзвешенная доходность которого за последние две недели составляет 8,07% годовых, что формирует спрэд к кривой ОФЗ порядка 120-130 б.п.

Вместе с тем, на рассматриваемом отрезке дюрации в обращении находятся облигации регионов недавно размещенных на первичном рынке, а также близких к Красноярскому краю по уровню рейтингов «BV-/BV+» как: Самарская область (Ba1/BV+/-) серии 35008 (YTM 8,56%/653 дн.), Белгородская область (Ba1/-/-) серии 34006 (YTM 8,91%/852 дн.), Нижегородская область (Ba2/-/BV-) серии 34008 (YTM 9,56%/1250 дн.) и др. Из перечисленных регионов в большей степени Красноярский край сопоставим с Самарской областью (по кредитным оценкам, масштабу бюджета (в 2012 г. по плану 130 млрд руб. против 110 млрд руб. соответственно), доле собственных доходов (81% и 85%), уровню долговой нагрузки (Госдолг/Соб.доходы – 15% против 30%)). При этом Белгородская и Нижегородская области уступают Красноярскому краю по масштабу бюджета, долговой нагрузке и рейтинговым оценкам (в частности, Нижегородская область). Таким образом, мы считаем, что новые бонды Красноярского края должны размещаться на уровне облигаций Самарской области (спрэд к кривой ОФЗ 170-180 б.п.) и с дисконтом к выпускам Белгородской и Нижегородской области около 30-60 б.п., то есть с доходностью от 8,8% годовых (купон 8,9% годовых).

Напомним основные моменты кредитного профиля Красноярского края:

- Красноярский край входит в состав Сибирского федерального округа, территория которого составляет около 2,37 млн кв. км (или 13,86 % территории страны), где проживает более 2,8 млн чел. (около 2% населения страны).
- По размеру ВРП край в 2010 г. занимал 6 место в России с 1,05 трлн руб. (после С.-Петербурга), в 2011 г. его размер, по данным регионам, увеличился до 1,154 трлн руб.
- Основные отрасли экономики Красноярского края – угольная, горнодобывающая промышленность, черная и цветная металлургия, машиностроение и металлообработка, лесная и деревообрабатывающая промышленности, электроэнергетика.
- В крае ведут деятельность крупнейшие финансово-промышленные группы: Базовый элемент (Красноярский алюминиевый завод, Ачинский глиноземный комбинат, Красноярский ЦБК); Интеррос (Норильский никель); Евраз (Краснокаменский и Ирбинский железные рудники); СУЭК (угольные разрезы Бородинский, Березовский-1 и Назаровский). Кроме того, к крупным предприятиям края можно отнести: «Красноярский завод комбайнов», «Назаровский завод с/х машиностроения», ПО «Крастяжмаш», «Сибтяжмаш», «Ачинский нефтеперерабатывающий завод Восточной нефтяной компании», «Красноярский завод синтетического каучука», «Красноярский шинный завод» и др. Красноярский край обладает крупнейшим в России гидроэнергетическим потенциалом. На реке Енисей построены одни из крупнейших в мире гидроэлектростанций (Красноярская, Курейская и др.). Установленная мощность электростанций Красноярской энергосистемы составляет 13,9 млн кВт, удельный вес ГЭС в структуре установленной мощности — 52%.
- Красноярский край располагает одним из крупнейших в стране бюджетом (в 2012 г. запланирован в объеме 130 млрд руб.), доля собственных доходов в котором превышает 83%, что говорит о низкой зависимости региона от финансовых поступлений из федерального центра. По итогам 7 мес. 2012 г. исполнение бюджета находилось на хорошем уровне (59%), в частности собственные доходы (57%). Вместе с тем, в 2012 г. бюджетом запланирован существенный размер дефицита порядка 42 млрд руб. (или 32% доходов), который обусловлен значительным увеличением расходов на национальную экономику («+51%» к 2011 г. до 33,5 млрд руб.), здравоохранение («+48%» до 31,9 млрд руб.), образование («+26%» до 29,4 млрд руб.) и обслуживание долга (в 3 раза до 2,5 млрд руб.). По данным региона, большая часть дефицита (или 61%) будет покрыта за счет денежных остатков в размере 25,9 млрд руб. (на 1 янв. 2012 г.), а также заемных средств на сумму 12,8 млрд руб., в том числе облигационного займа в объеме 16,91 млрд руб., часть денежных средств от которого, вероятно, также будет направлена на погашение облигационного выпуска серии 34004 на сумму 4,08 млрд руб. В результате размещения облигационного займа долговая нагрузка Красноярского края

может несколько возрасти – доля госдолга в собственных доходах, по нашим оценкам, составит порядка 25-27% против 15% на 1 авг. 2012 г., что является вполне комфортным уровнем.

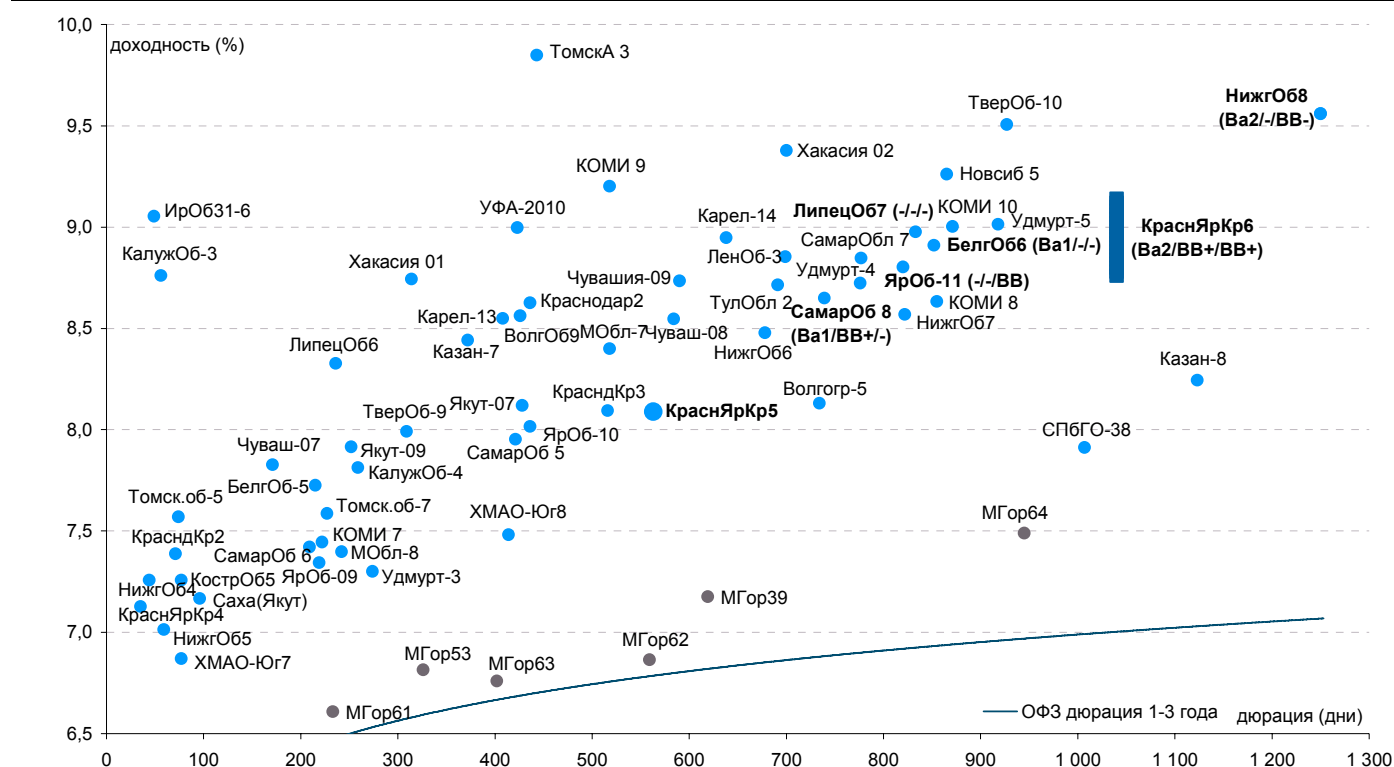
Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

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*
Красноярский край	Ba2/BB+/BB+	129,8	76,6	108,3	62,2	83,4%	81,2%	171,9	83,9	-42,1	-7,3	16,5	15,5%
Самарская область	Ba1/BB+/-	109,7	68,0	95,6	58,1	87,1%	85,4%	121,0	57,5	-11,3	10,5	31,8	31,9%
Нижегородская область	Ba2/-/BB-	98,3	59,0	80,2	46,8	81,6%	79,3%	114,5	63,9	-16,2	-4,9	32,5	40,5%
Белгородская область	Ba1/-/-	66,8	36,7	49,4	24,1	73,9%	65,8%	70,8	33,9	-4,0	2,8	24,9	60,3%
Ярославская область	-/-/BB	43,5	26,7	35,8	21,9	82,3%	82,2%	50,4	26,7	-6,9	0	12,8	34,1%
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	-/-/-	32,7	19,5	27,2	14,9	83,0%	76,1%	36,7	20,3	-4,0	-0,8	10,8	42,4%

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

*собственные доходы приведены к году

Доходности бумаг субъектов РФ и муниципальных образований



Александр Полютков

Кредит Европа Банк (Ba3/-/BB-)

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 – «Ba2/-/BB» 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:

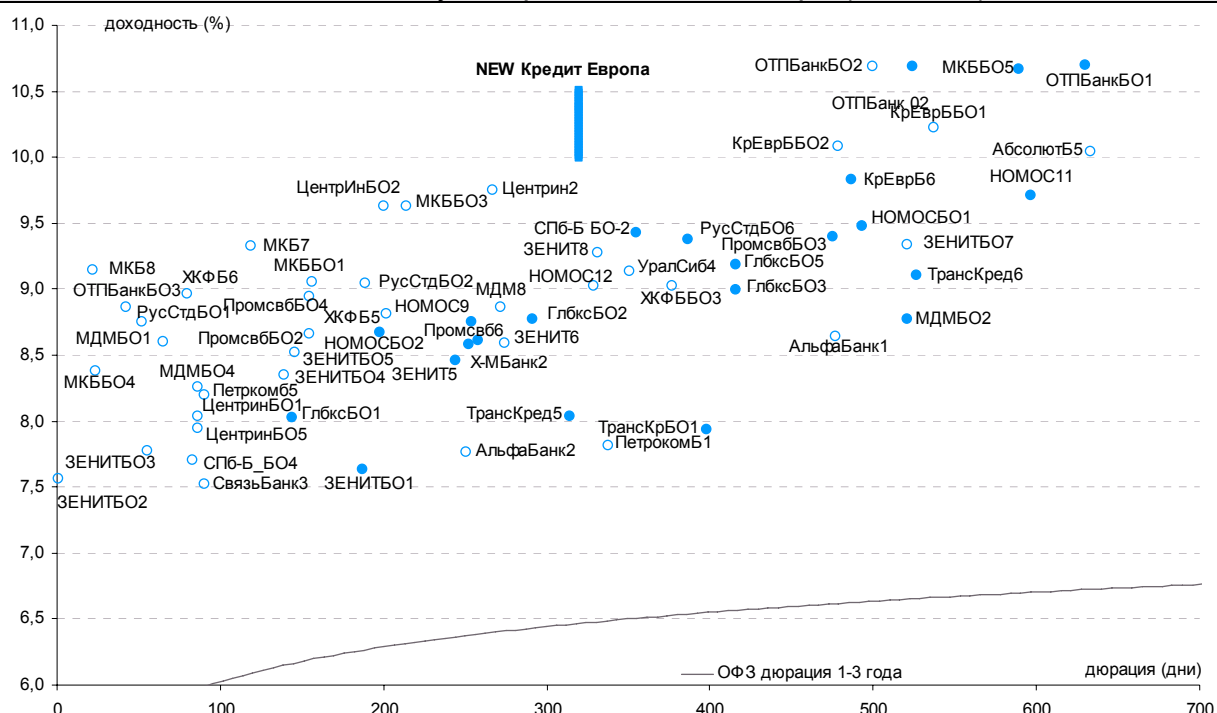
http://www.nomos.ru/upload/iblock/5b2/NOMOS_daily_debt_markets_29_08_2012.pdf

Финансовые показатели Кредит Европа Банк по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	1Н 2011	1Н 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	1Н 2011	1Н 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	1Н 2011	1Н 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)



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 рэнкинге российских банков по активам.

Напомним, что конечным бенефициаром банка является А.Мордашов, собственник Северстали (Ba1/BB+/BB). 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/BBB-/BBB-), 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%	---

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 11	1 июл 12	1 сен 12	1сен12 / 1янв11**
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

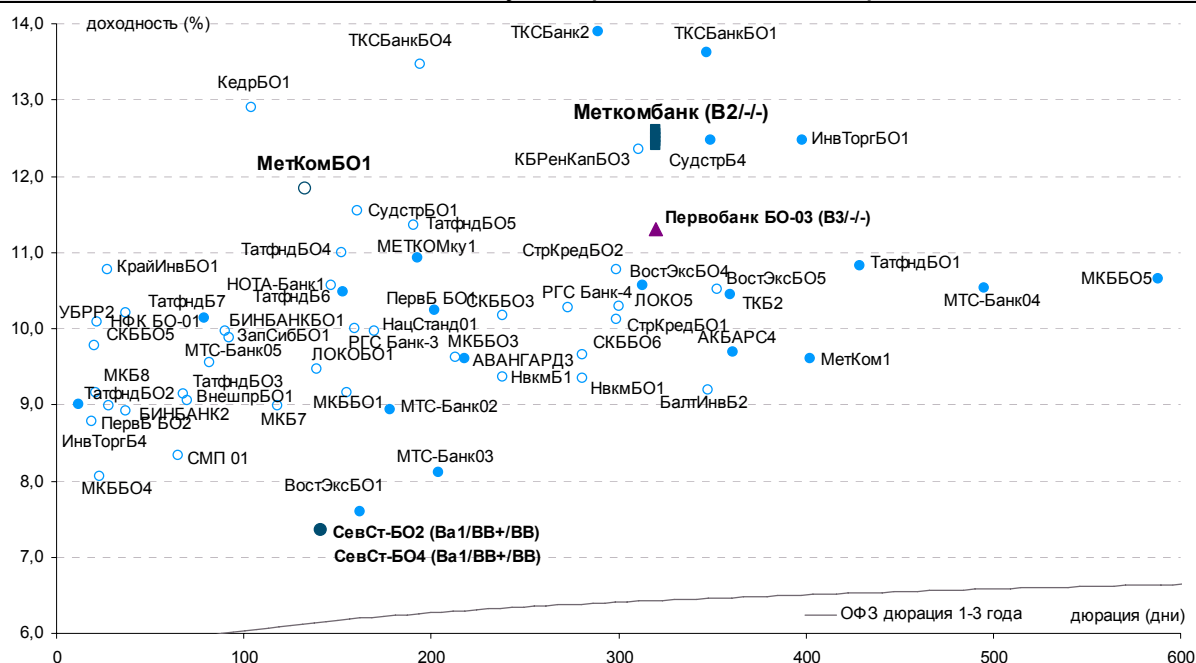
Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

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%	---
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



Елена Федоткова

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 долгового 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.

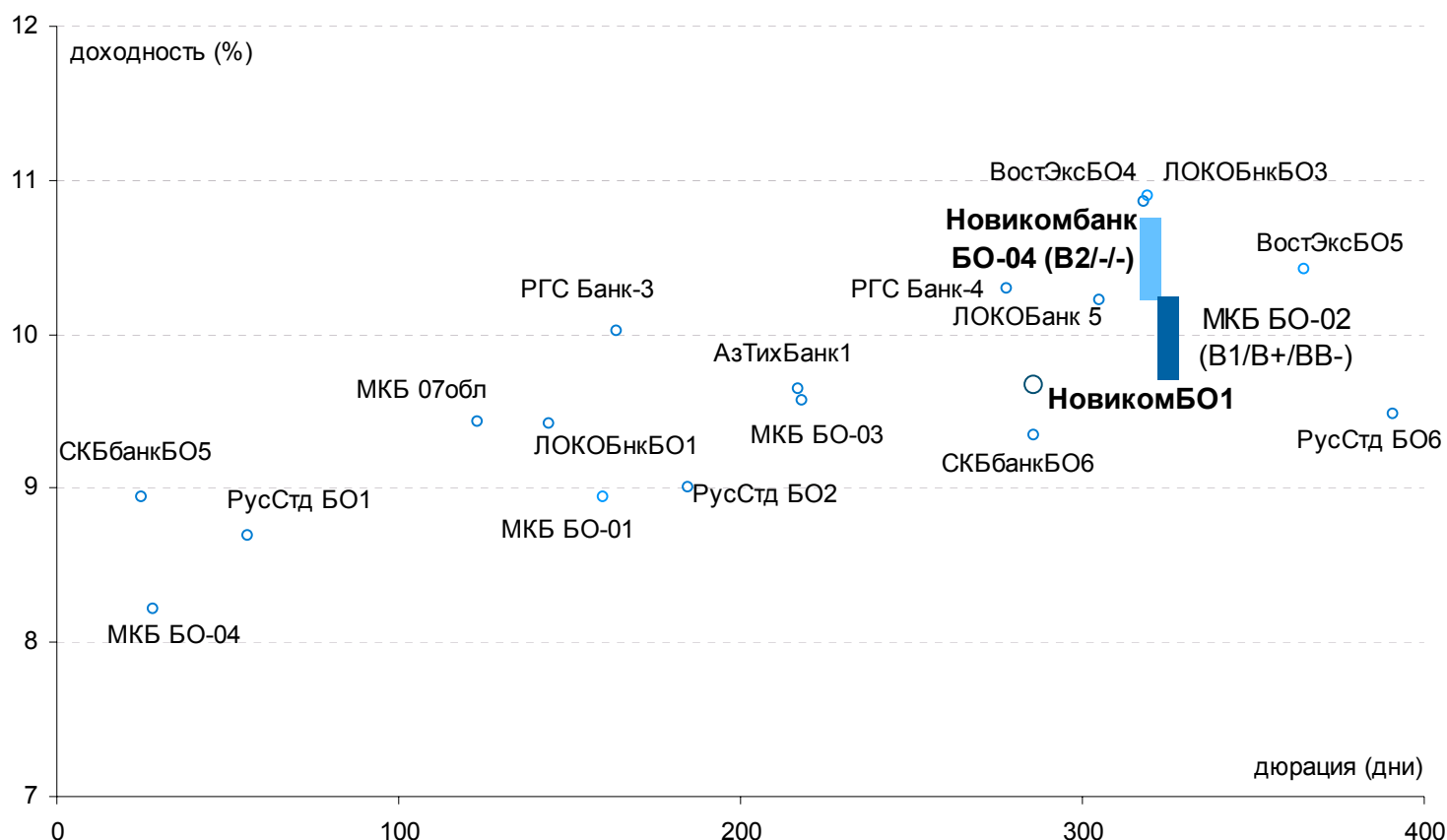
– **Аффилированность в структуре фондирования и высокая ликвидность активов.**

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 YTP 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%
Кредиты (net)	26 558	45 648	n/a	51 654	13%
Кредиты (gross)	30 164	47 498	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%
Средства клиентов	40 973	57 649	n/a	67 975	18%
ТСАР	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

РСГ-Финанс (-/В-/-)

Событие. Ренова-СтройГруп (РСГ) открыла книгу заявок на облигации 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. Закрытие книги намечено на 12 октября, размещение – на 16 октября 2012 г.

Комментарий. Более подробно в нашем специальном обзоре 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%).

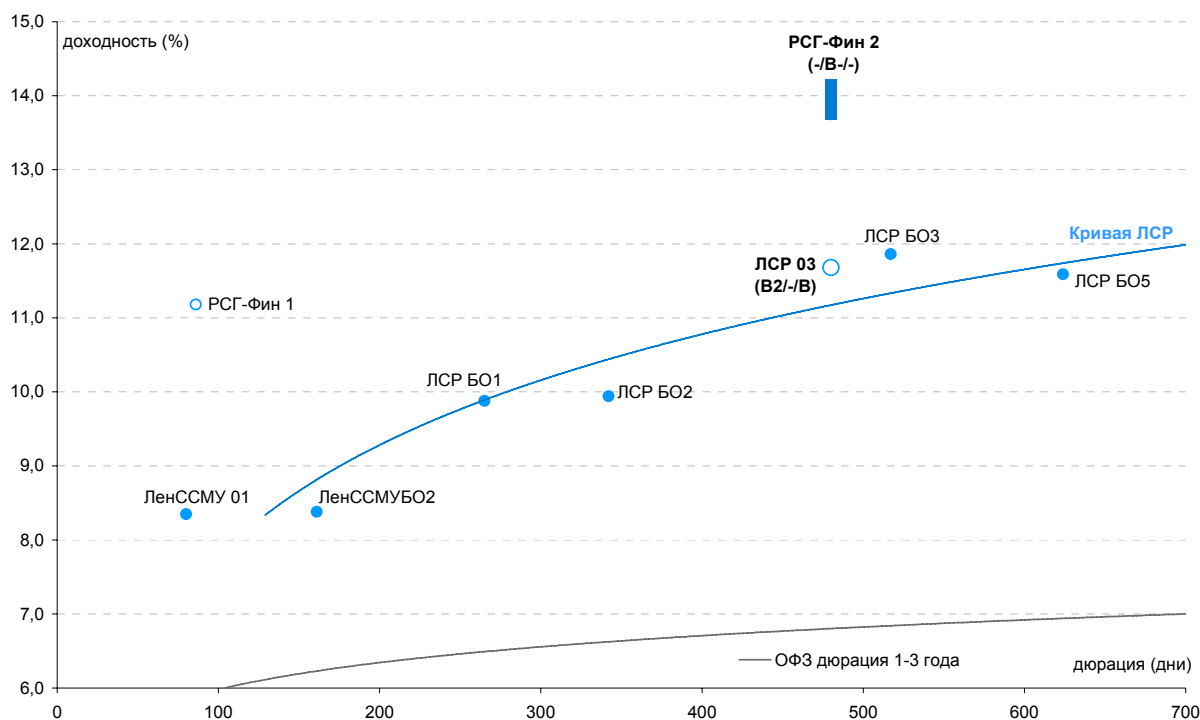
Что касается бондов РСГ-Финанс серии 02, то их инвестиционная привлекательность возросла, после того как стало известно о включении обращающегося выпуска серии 01 в Список ценных бумаг, принимаемых в обеспечение по сделкам прямого РЕПО ЦБ (с дисконтом 25%). Напомним, ранее они были включены в Ломбард 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

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.