

5 декабря 2011 г.

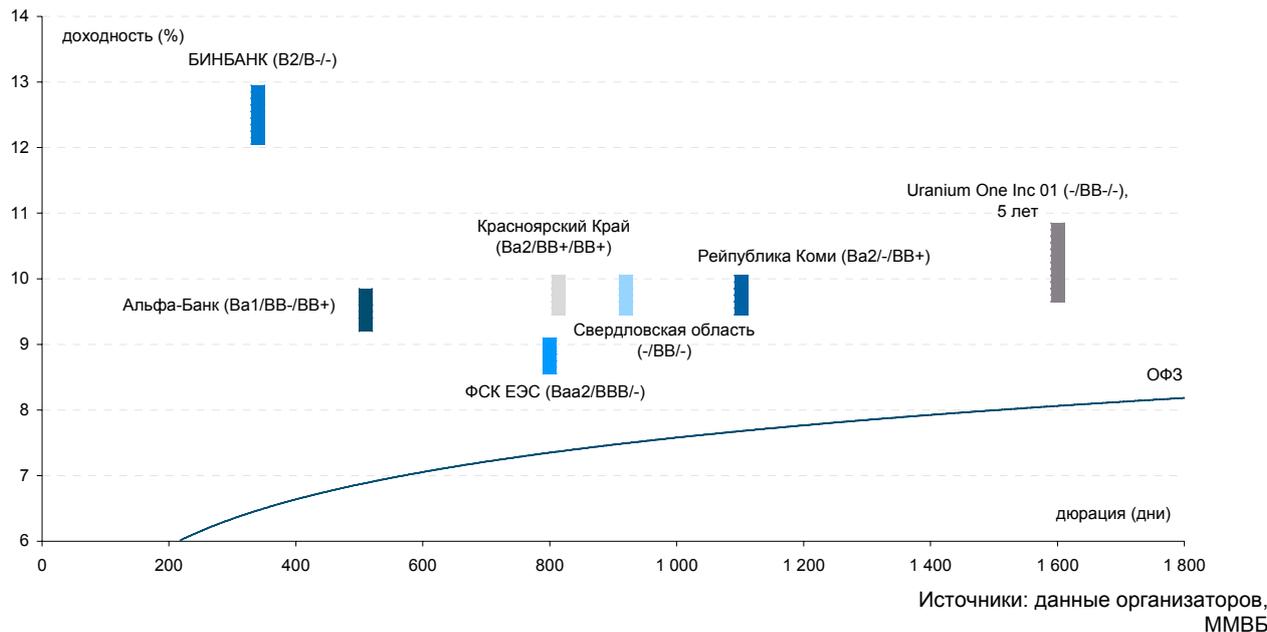
В настоящее время на долговом рынке присутствуют предложения от 8 российских эмитентов, при этом выбор инвесторам предоставлен более чем широкий: сохраняется «изобилие» субфедерального долга, займы банков различного уровня, из реального сектора – представители энергетической и добывающей отраслей. На текущей неделе достаточно много интересных выпусков: мы отмечаем бумаги Альфа-Банка и Республики Коми (в силу качественных метрик эмитентов), Красноярского Края (на фоне Свердловской обрести) и ФСК ЕЭС (возможность апсайда).

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности, %	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность%
Свердловская область, 34001	- / BB / -	да	3 000	аукцион	13 дек	9,3-9,8 / 9,50-10,0	n/a	аморт. / 5, дюрация 2,5 года	9,5-9,7
Красноярский край, 34005 NEW	Ba2 / BB+ / BB+	да	9 000	аукцион	6 дек	плав. / 9,5-10,0	n/a	аморт. / 5, дюрация 2,26	от 9,5
Республика Коми, 32010 NEW	Ba2 / - / BB+	да	2 100	аукцион	15 дек	9,5 / 9,5-10 (цена 100,5-99,3)	n/a	аморт. / 5, дюрация 3,06 года	от 9,6
БИНБАНК, БО-03 NEW	B2 / B- / -	да*	2 000	6 дек	8 дек	11,75-12,5 / 12,1-12,89	n/a	1 / 3	n/a
Альфа-Банк, 02 NEW	Ba1 / BB- / BB+	да	5 000	7 дек	9 дек	9,05-9,55 / 9,25-9,77	n/a	1,5 / 5	от 9,7
АИЖК, А23 Uranium One Inc 01	Baa1 / BBB / -	да	14 000	5 дек	7 дек	n/a	n/a	аморт. / 29	n/a
Урановый проект 01	- / BB- / -	да	16 500	5 дек	7 дек	9,5-10,5 / 9,73-10,78	n/a	5 / 10	от 10,78
ФСК ЕЭС, 18 NEW	Baa2/BBB/-	да	15 000	7 дек	Первая половина декабря	8,45-8,85 / 8,63-9,05	n/a	2,5 / 12	от 8,63
ГПБ (еврообл.) NEW	Baa3/BB+/-	---	порядка \$500 млн	n/a	n/a	от 7%	n/a	- / 5	от 6,75
Итоги размещений и закрытия книг на прошлой неделе									
Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности, %	Пересмотренный ориентир купона / доходности, %	Установленная ставка купона / доходность, %	PUT / MATURITY, лет
Республика Карелия, 34014	- / - / BB-	да	1 000	28 ноя	2 дек	9,8-10,3 / 10,0-10,5	n/a	9,99 / 10,15	аморт. / 5, дюрация 2,5 года
Удмуртская республика, 34005	Ba1/-/BB+	да	2 000	25 ноя	1 дек	n/a	n/a	10,15% / 10,4%	аморт. / 5
Татфондбанк, БО-03	B2 / - / -	да*	2 000	29 ноя	1 дек	11,75-12,25 / 12,1-12,63	n/a	12,25 / 12,63	1 / 3
ГК Автодор, 01	-/-	да (за счет госгарантии)	3 000	1 дек	5 дек	9,25-9,75 / 9,47-9,99	n/a	9,75 / 9,99	- / 5
Башнефть, БО-01	-/-	нет	10 000	2 дек	6 дек	9,5-9,75 / 9,5-9,75	n/a	9,35 / 9,57	2 / 5
ГПБ (доразмещение)	Baa3/BB+/-	---	25 млн швейц. франков	---	30 дек	n/a	n/a	4,375	- / 2

* - снижение требований с 5 декабря 2011 года

Карта первичного рынка



Комментарии к размещениям:

ФСК ЭЭС

Запланированный ФСК выпуск интересен уже на нижней границе ориентира доходности -8,63%, оставляя возможность для апсайда, как минимум в 10-20 б.п. На выпуск, скорее всего, будут довольно ажиотажный спрос, что приведет к пересмотру обозначенных ориентиров. В этом случае мы рекомендуем участвовать до 8,4%.

Красноярский край

Выпуск предлагается инвесторам с доходностью в 9,50-10% годовых при дюрации примерно в 2,3 года. Аналогичные уровни предлагает Свердловская область бюджетные метрики которой довольно схожи с Красноярским краем. Однако вследствие большей волатильности собственных доходов Свердловская область и рейтинга на ступень ниже мы рекомендуем участие в выпуске Красноярского края.

Республика Коми

Размещение облигаций Коми, на наш взгляд, представляет интерес ближе к нижней границе ориентира (УТМ 9,6-9,7% / 3,06 года) в силу надежного кредитного качества эмитента, который подтверждается высокой финансовой самостоятельностью бюджета и незначительным уровнем госдолга.

Альфа-Банк

Верхняя граница предложенного диапазона УТМ 9,25-9,77% к оферте через 1,5 года смотрится интересной для участия в займе, поскольку предлагает порядка 100 б.п. к кривой госбанков и около 60 б.п. к обращающемуся выпуску эмитента.

Uranium One Inc.

Сильными сторонами предстоящего размещения является надежное текущее кредитное качество заемщика и наличие Росатома в качестве основного акционера. В то же время иностранная прописка эмитента не дает четкого понимания в компетенции какой юрисдикции будет находиться разрешение спорных вопросов, неочевидна и возможность включения бумаг в Ломбард и список РЕПО ЦБ, что может ограничить круг инвесторов. Кроме того, присутствуют риски ухудшения кредитного качества компании из-за покупки месторождения в Танзании. Действующее предложение малопривлекательное как по срочности, так и доходности, и, если найдет спрос, то у ограниченного круга инвесторов и по верхней границе ориентира.

Свердловская область

Безусловно, одним из фаворитов первичного предложения среди регионов является Свердловская область с наиболее высоким кредитным качеством, но и доходность по выпуску будет менее 10%. Более высокую доходность предлагают бумаги Карелии, но при умеренном уровне кредитоспособности заемщика. Инвесторов готовых большому риску могут устроить облигации Костромской области с доходностью от 11% годовых.

Итоги последних размещений:

На прошлой неделе можно было наблюдать некоторое оживление первичного рынка - было предложено инвесторам 6 выпусков, что можно считать успехом по сравнению с неделей ранее, где из трех выпусков разместился лишь один, а два были перенесены на неопределенный срок. В конце года заметно активнее становятся муниципалы: в первых числах декабря было размещено два выпуска – Республики Карелия и Удмуртской Республики. Доходность по обоим займам сложилась выше 10%, что можно считать своего рода индикативом для дальнейших размещений. Татфондбанк закрыл книгу ожидаемо по верхней границе – УТР 12,63% к годовой оферте. Первые сделки прошли по 100,01-100,15 от номинала. Отметим, что теперь снижению требований данный выпуск эмитента может войти в Ломбард ЦБ.

Успешным можно считать выход Башнефти на первичный рынок на прошлой неделе – эмитент сразу предложил инвесторам достаточно щедрую доходность, в итоге сумел закрыть книгу под 9,57% к 2-летней оферте при первоначальном диапазоне 9,5-9,75%. Тем не менее это не мешает бумаге по-прежнему сохранять свою привлекательность – на форварде бумага котируется выше номинала, на уровне 100,06-100,12. Техническое размещение состоится завтра.

На рынке еврооблигаций активность сохраняет Газпромбанк, доразместивший на прошлой неделе 25 млн в швейцарских франках под 4,375% на 2 года. Напомним, что сейчас банк вышел на рынок с предложением в долларах – по информации в СМИ, предложенный диапазон начинается от 7% годовых на 5 лет, однако подробная информация о текущем road-show отсутствует.

ФСК ЕЭС (Baa2/BBB/BB+)

ФСК в пятницу анонсировала размещение выпуска серии 18 объемом в 15 млрд руб., офертой через 2 года и диапазоном купона в 8,45-8,85% годовых (УТР 8.63-9.05%). Книга пока не открыта, но как мы понимаем в течение текущей недели организаторы начнут размещение

Последний выпуск ФСК был размещен в конце октября текущего года. Напомним, тогда эмитент одним из первых, после длительного затишья, разметил бонд серии 15 объемом с офертой через три года с купоном в 8,75%, что было ниже уровнем диапазона 8,75-9,4%. После выхода на вторичный рынок бумаги гордо удерживают планку цены выше номинала (последние сделки -100,69), показывая весомые обороты. Последние сделки проходили при УТР 8,67%. Запланированный ФСК выпуск короче на полгода, однако даже на нижней границе диапазона предлагает аналогичную доходность выпуску 15-й серии, что по нашему мнению, делает привлекательной уже нижний ориентир нового бонда, оставляя возможность для апсайда, порядка как минимум 10-20 б.п. Вместе с тем, скорее всего, на выпуск будут довольно ажиотажный спрос, что приведет к пересмотру обозначенных ориентиров. В этом случае мы рекомендуем участвовать до 8,4%.

Обзор последней отчетности Компании по ссылке -
http://www.nomos.ru/upload/iblock/75d/Daily_20_10_2011.pdf

Игорь Голубев

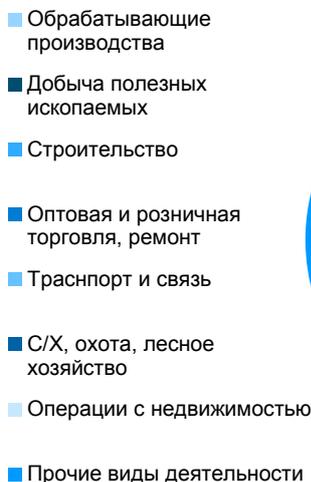
Красноярский край (Ba1/BB+/BB+)

В обилии размещений субфедеральных заемщиков в конце прошлой недели появилось имя Красноярского края. Регион предлагает инвесторам довольно большой выпуск объемом в 9 млрд руб., срок обращения 5 лет и амортизационная структура выпуска, которая формирует дюрацию примерно в 2,3 года. Диапазон доходности, предложенный инвесторам, составляет 9,50-10% годовых.

Социально-экономический портрет

Население	4066,0 тыс. чел.
ВРП, 2009 г.	645,1 млрд руб.
место по размеру в РФ	11 место
ВРП на душу населения, 2009 г.	158 тыс. руб.
З/пл номинальная (янв.-сент. 2011 г.)	20,464 тыс. руб.
Индекс промпроизводства (янв.-сент. 2011 г.)	109,6
Инвестиции в основной капитал, 2010 г.	139,6 млрд руб.
Индекс инвестиций в основной капитал, 2010 г.	90
Безработица, 2011 г.	7,8%
Ключевые отрасли	Нефтедоб./перераб. химическая машиностроение

Структура ВРП в 2009 г.



Источник: данные Росстата, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Источник: данные Росстата, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Портрет региона.

Красноярский один из крупнейших российских регионов - по размеру ВРП в 2009 году (последние доступные данные) занимал 9 место. Аналогичными масштабами обладают Свердловская область и Краснодарский край. Красноярский край отличается, как и большинство ведущих российских регионов, зависимостью от нескольких отраслей. В части эмитента, здесь преобладают поступления от всего нескольких компаний, среди которых Норильский Никель, Ванкорнефть (дочерняя компания Роснефти) и Русал, что, с одной стороны, в условиях благоприятной конъюнктуры на сырьевом рынке позволяет получать весомые доходы, а с другой – в кризисные периоды показывать провал налоговых поступлений. Так, у Края падение собственных доходов в 2008/2009 гг. было порядка 20%, что, конечно, не самое драматичное снижение, для сравнения - у Свердловской области сокращение собственных поступлений составило 30%, однако цифры снижения все-таки довольно существенные. У исключительно нефтегазовых регионов, таких как Коми или Башкортостан, снижение собственных доходов не превышало 10%. Вместе с тем, если обратить внимание на совокупные доходы в динамике 2008-2009 гг., то они у большинства регионов в целом сохранялись на прежнем уровне за счет предоставления финансирования посредством бюджетных кредитов. Данный факт, по нашему мнению, несколько нивелирует риски падения собственных доходов. Среди положительных факторов отметим высокий уровень благосостояния населения, по сравнению, Сибирский ФО и в целом в среднем по России. Уровень долга по итогам 9 мес. 2011 года находился на минимальном уровне: соотношение госдолг/собственные доходы – 10,5%, с привлечением нового займа по итогам года метрика дорастет, по нашим оценкам, до уровня в 36,5%, что также вполне комфортно. Резюмируя, мы считаем текущие кредитные метрики вполне сильными, однако зависимость от поступлений компаний из сектора цветной металлургии и нефти создает риски для региона, особенно в текущих условиях.

Свердловская область vs Красноярский край – что выбрать?

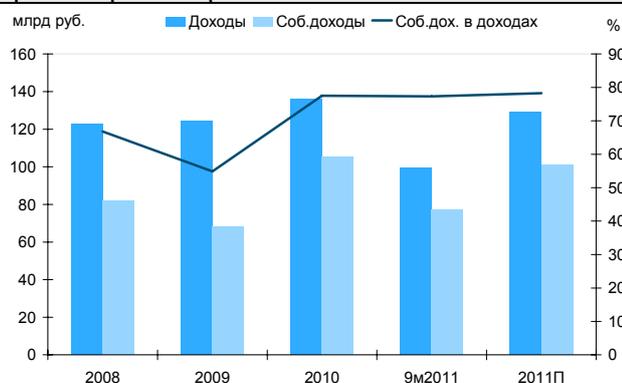
На сегодняшний день на вторичном рынке есть всего лишь один выпуск Красноярского края, который, как и большинство бумаг на вторичном рынке, не отличается ликвидностью. Ориентиром может выступить размещение Свердловской области, у которой запланирован на 13 декабря аукцион. Бонды сейчас маркетируются с аналогичным уровнем доходности и схожей дюрацией. Отметим, что регионы довольно

похожи по своим метрикам. Так, бюджетные доходы Свердловской области составляют за 9 мес. 102,6 млрд руб., а у Красноярского края – 99,6 млрд руб., по уровню долговой нагрузки они также почти идентичны – 10,5% и 10,1% соответственно. Однако рейтинговые агентства оценивают их пока по-разному - у Свердловской области оценка от S&P на одну ступень ниже – «BB». Также важным при принятии решений, в чьи бумаги инвестировать, по нашему мнению, может быть опыт 2008/2009 гг., когда был отмечен весомый провал в собственных доходах у Свердловской области. Таким образом, в паре Свердловская область vs Красноярский край мы скорее «За» последний регион и рекомендуем участвовать даже по нижней границе.

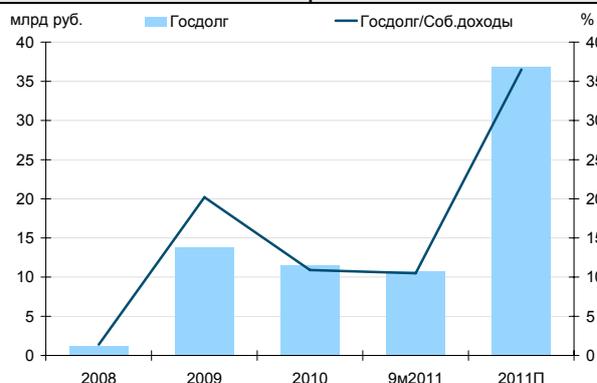
Сравнение регионов

Регион	Рейтинги (M/S&P/F)	ВРП, 2009 г. млрд руб.	Место по ВРП в РФ	Доходы, 9М2011П млрд руб.	Доля соб.дох. в общ. дох-х, 9 мес. 2011 г.	Госдолг/Соб.дох., 9М2011
Свердловская область	- / BB / -	823,8	8	85,6	83,4%	10,1%
Красноярский край	Ba2/BB+/B B+	748,5	9	77,0	77,3%	10,5%

Динамика собственных доходов - Красноярский край



Изменение долговой нагрузки - Красноярский край



Игорь Голубев

Первичное размещение Республики Коми (Ba2/ - /BB+) – интересно ближе к нижней границе ориентира.

На 15 декабря 2011 года запланировано размещение 5-летних облигаций Республики Коми серии 32010 на сумму 2,1 млрд руб. в форме аукциона по определению цены бумаг. Ставка 1-3 купонов зафиксирована на уровне 9,5% годовых, 4-7 купонов - 9,25% годовых, 8-10 купонов - 9% годовых. По выпуску предусмотрена амортизация: 40% от номинала гасится через 2,5 года, по 30% - через 3,5 года и 5 лет. Ориентир по доходности установлен в диапазоне 9,5-10% годовых при дюрации 3,06 года, что соответствует цене 100,5-99,3%. Бумаги соответствуют требованиям Ломбарда ЦБ.

В целом, предложение Республики Коми на первичном рынке среди регионов, заявивших о размещении облигаций (Карелия, Костромская и Свердловская области), является одним из привлекательных. Причиной этому - довольно высокое кредитное качество эмитента, которому может составить конкуренцию лишь Свердловская область (см. наш комментарий к первичному размещению облигаций регионов: http://www.nomos.ru/upload/iblock/535/Regions_primary_23112011.pdf)

Несмотря на различия в масштабах бюджета (у Коми меньше в 3 раза), а также размеры экономик регионов (в 2009 году ВРП республики составил 301 млрд руб. против 824 млрд руб. у области), Коми ни чем не уступает Свердловской области по доле собственных поступлений в доходах (79% против 83% соответственно) и уровню долговой нагрузки (госдолг в собственных доходах занимает 15% против 10% соответственно).

Отметим, что обоим регионам присуща низкая диверсификация экономики и концентрация на отдельных отраслях (у республики – нефтегазовая отрасль; у области – металлургия и машиностроение).

В свою очередь, по уровню кредитного рейтинга Коми даже превосходит Свердловскую область на одну

степень («BB+» от Fitch против «BB» от S&P). Причем, рейтинг республики был повышен на одну ступень совсем недавно, 16 ноября 2011 года. Эксперты Fitch отметили «улучшение операционного баланса Коми, поддерживаемое сильной экономикой региона, и низкий прямой риск (долг плюс прочая задолженность)».

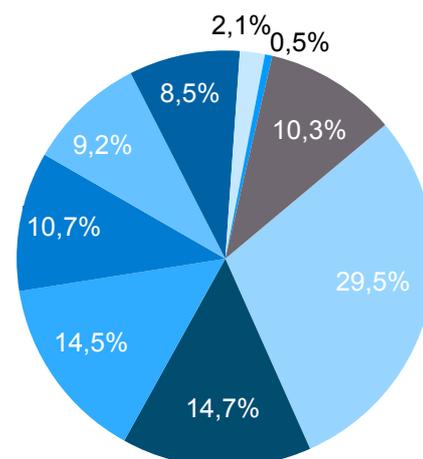
Учитывая близость кредитных характеристик регионов, мы считаем, что размещение их бумаг пройдет на сопоставимых уровнях, но с поправкой на дюрацию (у Свердловской области – 2,5 года). По нашим оценкам, спрэд бумаг данных регионов к кривой ОФЗ должен составлять около 190-200 б.п., и рекомендуем принять участие в размещении облигаций республики с доходностью 9,6-9,7% годовых (цена 100,3-100,0%). Данные уровни дают возможность для апсайда и несут премию к уровням доходности обращающихся бумаг Коми (около 90-100 б.п.), впрочем, ликвидность в них практически отсутствует.

Социально-экономический портрет

Население	899,7 тыс.чел.
ВРП, 2009 г.	301,4 млрд руб.
место по размеру в РФ	31 место
ВРП на душу населения, 2009 г.	315.7 тыс. руб.
З/пл, номинальная (январь-сентябрь 2011 г.).	27,6 тыс. руб.
Индекс промпроизводства (январь-сентябрь 2011)	104,1
Инвестиции в основной капитал, 2010 г.	102,6 млрд руб.
Индекс инвестиций в основной капитал, 2010 г.	91,2
Безработица, 2011 г.	8,3%
Ключевая отрасль	Нефть и газ

Структура ВРП в 2009 г.

- Добыча полезных ископаемых
- Промышленность
- Нерыночные услуги
- Строительство
- Транспорт и связь
- Торговля
- С/х, рыболовство, лес./х
- Гостиницы и рестораны
- Прочие услуги



Источник: данные Росстата, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Источник: Минэкономразвития региона, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Бюджетные показатели сравниваемых регионов (за 9 мес. 2011 г.)

млрд руб.	Рейтинг (M/S&P/F)	Доходы			Соб.доходы			Доля в дох-х	Расходы			Дефиц./профиц.		Госдолг		Соб.дох.	
		План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е		План	Факт	Исп-е	План	Факт	План	Факт	План	Факт
Костромская область	- / - / V+	17,7	13,1	73,7%	10,2	7,0	68,5%	53,3%	20,1	12,8	63,7%	-2,3	0,3	8,0	8,3	78,7%	89,0%
Республика Карелия	- / - / ВВ-	25,7	20,5	79,7%	17,0	13,5	79,4%	65,8%	28,0	18,3	65,3%	-2,3	2,2	9,5	6,7	56,1%	37,2%
Свердловская область	- / ВВ / -	141,9	102,6	72,3%	123,6	85,6	69,3%	83,4%	156,0	99,7	63,9%	-14,1	2,9	25,7	11,5	20,8%	10,1%
Нижегородская область	Ва2* / - / V+	90,5	67,2	74,3%	71,7	52,3	73,0%	77,9%	102,7	68,7	66,9%	-12,2	-1,4	35,4	29,7	49,4%	42,5%
Удмуртская Республика	Ва1 / - / ВВ+	35,8	31,9	89,2%	23,5	21,0	89,5%	65,7%	43,1	29,9	69,3%	-7,3	2,1	16,4	11,2	69,9%	40,0%
Республика Коми	Ва2 / - / ВВ+	45,0	36,2	80,4%	35,8	28,6	80,0%	79,1%	51,9	31,7	61,1%	-6,9	4,5	8,7	5,8	24,3%	15,3%

*рейтинг в нац. валюте

Источники: данные Минфина РФ, Федерального казначейства, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Александр Полютков

Альфа-Банк 5 декабря начнет сбор заявок на облигации серии 02.

Альфа-Банк 5 декабря откроет книгу заявок инвесторов на приобретение облигаций серии 02 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона составляет 9,05-9,55%, что соответствует доходности к 1,5-летней оферте в размере 9,25-9,77% годовых. Закрытие книги – 7 декабря. Размещение бумаг предварительно запланировано на 9 декабря.

С одной стороны, как показала последняя декада ноября, конъюнктура на рынке для размещений ухудшается (см. наш «Мониторинг первичного рынка» от 28 ноября http://nomos.ru/upload/iblock/361/primary_28112011.pdf) – отложили размещение Абсолют-Банк (Ba3/-/BB+) и Русфинансбанк (Baa3/-/-). С другой – то, что не удалось дочкам банков-нерезидентов, в отношении которых возрастает настороженность со стороны инвесторов на фоне нестабильности в Европе, вполне может быть «по плечу» крупнейшему российскому частному банку. В пользу Альфа-Банка (Ba1/BB-/BB+) также говорит тот факт, что на рублевом рынке эмитент представлен только одним выпуском – это может повысить спрос на новый заем. Хотя учитывая наличие 6 валютных выпусков еврооблигаций (не включая секьюритизацию) на сумму 3,8 млрд долл. (12% активов на середину 2011 года), действие данного фактора ограничено. И не исключено, что именно существенный валютный долг подталкивает банк «переложиться» в рубли, тем более что по ряду обязательств погашение наступает в 2011-2012 годах (500 млн долл. – LPN и почти 1 млрд долл. – секьюритизация).

Предлагаемый диапазон YTP 9,25-9,77% смотрится достаточно «рыночно» по верхней границе на фоне последних предложений. Напомним, Россельхозбанк (Baa1/-/BBB) разместил в начале ноября облигации серии 15 под YTP 8,94% с 2-летней офертой, сейчас они торгуются на уровне 8,91%. Русфинансбанк (Baa3/-/-) предлагал по неразмещенному выпуску БО-02 YTP 9,52-9,79% к 1,5-летней оферте при рейтинге на ступень выше. Единственный рублевый выпуск Альфа-Банка (Ba1/BB-/BB+) торгуется около 9,3% годовых к оферте в феврале 2014 года. Таким образом, к кривой госбанков по верхней границе диапазона Альфа-Банк предлагает около 100 б.п., к собственному более длинному выпуску – порядка 60 б.п. Мы рекомендуем участвовать в займе на уровне от YTP 9,7%.

Что касается кредитного качества эмитента, то последняя отчетность доступна на 1 июля 2011 года. В целом, за 1 полугодие банк отчитался (см. наш комментарий от 8 сентября http://nomos.ru/upload/iblock/1e3/Daily_08_09_2011.pdf) достаточно позитивно: динамика роста выше среднеотраслевой, уровень резервирования сокращается, что можно рассматривать как косвенный признак улучшения качества активов. Хотя и были отрицательные моменты: сокращение прибыли и маржинальности деятельности. Осенью наблюдается ряд негативных моментов, согласно отчетности по РСБУ: волатильность финансового результата (убыток в сентябре составил 2,3 млрд руб.), рост нормы резервирования (до 11,5% против 11,2% на 1 августа), появление задолженности перед ЦБ на 1 ноября (2,9 млрд руб.), тем не менее, они не критичны. Уровень достаточности капитала на 1 ноября составил 12,0%.

Финансовые показатели Альфа-Банка по МСФО

Рейтинги (M / S&P / F)	млн долл.					
	Ba1 / BB- / BB+					
Показатели отчетности	2009	2010	%	1H 2010	1H 2011	%
Активы	21 646	28 478	32%	22 579	31 490	11%
Кредиты (net)	13 449	16 795	25%	13 695	19 991	19%
Кредиты (gross)	14 953	18 175	22%	15 136	21 429	18%
доля в активах	62,1%	59,0%	-3,2%	60,7%	63,5%	4,5%
NPL (>90дн.)	21,2%	4,7%	-16,5%	n/a	n/a	---
уровень резервов	10,1%	7,6%	-2,5%	9,5%	6,7%	-0,9%
Вложения в финансовые активы	3 131	4 922	57%	3 478	5 530	12%
доля в активах	14,5%	17,3%	2,8%	15,4%	17,6%	0,3%
Средства клиентов	13 686	16 812	23%	12 985	18 761	12%
доля в активах	63,2%	59,0%	-4,2%	57,5%	59,6%	0,5%
Коэффициент достаточности общего капитала	20,2%	18,2%	-2,0%	n/a	17,6%	-0,6%
Чистые процентные доходы (до резервов)	1 075	1 307	22%	640	698	9%
Прибыль	77	553	618%	296	275	-7%

Качественные показатели деятельности	2009	2010	%	1Н 2010	1Н 2011	%
Рентабельность собственных средств	3,2%	19,1%	16,0%	21,2%	16,8%	-4,4%
Рентабельность активов	0,3%	2,2%	1,9%	2,7%	1,8%	-0,8%
NIM	5,2%	6,0%	0,8%	6,7%	5,3%	-1,4%
C / I	51,2%	44,0%	-7,1%	40,1%	54,2%	14,1%

Источники: Альфа-Банк, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа
Елена Федоткова

Рублевые облигации Uranium One – нестандартное предложение по высокой цене.

С 28 по 30 ноября 2011 года будет открыта книга заявок на 10-летние облигации Uranium One Inc. (U1) серии 01 объемом 16,5 млрд руб., размещение запланировано на 2 декабря. Инвесторам на выбор предлагается оферта через 5 или 7 лет с доходностью 9,73-10,78% годовых и 10,04-11,09% соответственно.

Сразу отметим, что первичное предложение является нестандартным, поскольку эмитентом облигаций выступает канадская компания U1 – первый в России иностранный эмитент корпоративного сектора, зарегистрировавший рублевый выпуск. Напомним, ранее рынок иностранных рублевых облигаций был представлен лишь выпуском Республики Беларусь. Вместе с тем, выбор U1 неспроста выпал на российский долговой рынок. Так, основным акционером компании с долей 51% является госкорпорация Росатом (владеет ей через 100% дочернюю структуру Атомредметзолото ((АРМЗ)). На этом особенности заемщика не заканчиваются – необычной является и организационная структура бизнеса U1: головной офис компании располагается в Канаде, а производственные активы сосредоточены в основном в Казахстане, а также в США, Австралии и Танзании.

Остановимся более детально на характеристиках операционного и кредитного профиля иностранного эмитента.

Операционный профиль

U1 занимается добычей урановой руды и производством урана. Основными активами компании являются 6 рудников в Казахстане. Кроме того, сейчас в стадии разработки находятся участки в США и Австралии, но их вклад в общий объем производства пока незначительный (менее 5%). В 2010 г. производство U1 достигло 2,9 тыс. тонн урана, что в 2 раза больше чем в 2009 г., а за 9 мес. 2011 г. составило уже более 2,8 тыс. тонн («+33%» к а.п.г.). Значительный рост производства был обусловлен покупкой новых месторождений в Казахстане (Акбастау и Заречное в рамках сделки с АРМЗ), а также наращиванием добычи на действующих рудниках. Доказанный объем запасов урана U1 составляет порядка 23,3 тыс. тонн (без учета Танзании). Отметим, что в Казахстане компания работает через совместные предприятия в партнерстве с государственным КазАтомПром и владеет в них долями от 30-70%. Также U1 осуществляет оперативное управление урановыми месторождениями АРМЗ в Танзании. На данный актив у компании имеется опцион на покупку доли 100% у «материнской» структуры до 7 июня 2012 г., который может быть продлен еще на один год, если U1 приобретет 15% за 150 млн долл. Объем добычи данного месторождения по плану должен достигнуть 1,6 тыс. тонн в год.

Кредитный профиль

Отметим, что U1 является относительно небольшой по размерам компанией, но довольно динамично развивающейся: выручка за 9 мес. 2011 г. составила 373 млн долл. и возросла за год в более чем 2 раза. Столь заметное увеличение выручки было связано как с сильными операционными результатами, так и ростом цен на уран в первом квартале 2011 года, еще до катастрофы на Фукусима. На встрече с менеджментом было отмечено, что значительная часть контрактов на поставку урана заключается по спотовым ценам, причем по ряду из них предусмотрены ограничения цены, в частности на понижение до 50 долл. за кг. (текущие порядка 120 долл. за кг).

В качестве сильной стороны бизнеса компания называет один из самых низких в отрасли уровней денежных затрат на единицу продукции: по итогам 9 месяцев 2011 г. порядка 36 долл. за кг., по итогам 2011 г. ожидается – 42 долл. за кг. Что обеспечивает U1 существенный запас прочности на случай падения цен на уран. Низкие операционные затраты обеспечивают высокую прибыльность бизнеса: рентабельность EBITDA за 9 мес. 2011 г. составила 65,5% («+13,4 п.п.» к а.п.г.).

не было, поэтому перспектива этого пока неочевидна, что может снизить интерес инвесторов к бумаге.

Кроме того, в текущих условиях нестабильности предложенная U1 срочность облигаций (5 и 7 лет) является довольно агрессивной. Для сравнения, последние размещения российских эмитентов инвестиционного класса (Газпром, НЛМК, РСХБ) проходили с максимальной срочностью 1-3 года. В то время как Tele2 Russia (с сопоставимым уровнем рейтинга «ВВ+»/Стабильный от Fitch) не смогла разместить облигации с офертой через 3 года, причем с доходностью на порядок выше (10,51-11,04% годовых).

Учитывая выше перечисленное, мы считаем, что первичное предложение U1 на обозначенных уровнях вряд ли является привлекательным на текущем рынке. Мы считаем, что если облигации найдут спрос, то с офертой не более чем через 5 лет и по верхней границе ориентира (10,78% годовых), причем у ограниченного круга инвесторов, имеющих возможность вложения денежных средств на долгосрочном временном горизонте.

Александр Полютков

Оживление на рынке первичного предложения субфедерального долга: Карелия, Свердловская и Костромская области.

В последней декаде ноября о желании разместить свои облигации заявила Костромская область, причем выйти на рынок регион намерен 24 ноября 2011 года через аукцион (по цене), вместо привычной уже процедуры book-building. Костромская область предлагает 5-летний выпуск серии 34006 объемом 4 млрд руб. с амортизацией и фиксированным на весь период обращения купоном в размере 9,5% годовых. Ориентир по доходности объявлен в диапазоне 10,5-11,5% при дюрации около 2,6 года, что соответствует цене 98,46-96,19%. Размещение на ММВБ предполагается в режиме «внесписочные», но планируется включение бумаг в список «А1». Костромская область имеет рейтинг «В+»/Стабильный от Fitch, а облигации соответствуют требованиям Ломбарда ЦБ (дисконт по операциям прямого РЕПО для обращающихся бумаг 25%).

Вместе с тем, предложение бумаг Костромской области не единственное на рынке субфедерального долга. Конкуренцию в том числе им могут составить новые 5-летние амортизируемые облигации Республики Карелия серии 34014 объемом 1 млрд руб. и дебютный выпуск Свердловской области серии 34001 объемом 3 млрд руб. с погашением также через 5 лет. Размещение Карелии прошло 2 декабря, а Свердловской области – запланировано на 13 декабря. Ставки 1 купона облигаций Карелии определена на уровне 9,99% годовых (YTM 10,15%/2,5 года), а Свердловской области – в пределах 9,3-9,8% годовых (YTM 9,5-10,0%/2,5 года). У Карелии имеется рейтинг от агентства Fitch на уровне «ВВ-»/Стабильный, а у Свердловской области – от S&P «ВВ»/Позитивный, что позволяет новым бондам регионов претендовать на Ломбард ЦБ (дисконт прямого РЕПО для обращающихся бумаг Карелии 10%).

В настоящее время у Свердловской области облигаций в обращении нет, а выпуски Костромской области серии 34005 (YTM 9,1%/0,64 года) и Карелии серий 34011 (YTM 7,93%/0,5 года) и 34013 (YTM 9,27%/1,68 года) не отличаются ликвидностью, поэтому их довольно проблематично использовать в качестве ориентира доходности. Впрочем, сейчас непросто найти ликвидные облигации субъектов федерации, близких к данным регионам по масштабам бюджета и кредитоспособности. Тем не менее, на отрезке дюрации 2-3 года по бумагам регионов рейтинга «В/ВВ» за последнее время сложился спрэд к кривой ОФЗ порядка 50-150 б.п.

Отметим, что в ноябре состоялось размещение 5-летних амортизируемых облигаций Нижегородской области серии 34007 на сумму 8 млрд руб., которое может выступить неким ориентиром для новых облигаций Костромской области и Карелии. Так, по итогам book-building ставка 1 купона бумаг Нижегородской области была определена на уровне 9,95% годовых, что соответствует доходности около 10,2% годовых при дюрации чуть больше 3 лет. То есть спрэд к кривой ОФЗ составил около 240-245 б.п., что дает ко вторичному рынку премию свыше 100 б.п. Выйдя на вторичный рынок, бумаги области показали положительную переоценку, и цена превысила 100% отметку номинала, в результате доходность снизилась до 9,79% годовых при дюрации 2,99 года.

Таким образом, ориентир доходности бондов Карелии при чуть более короткой дюрации нес премию к выпуску Нижегородской области до 50 б.п., а Костромской области – порядка 30-130 б.п. В то же время предложение Свердловской области ниже на 20-70 б.п. относительно итоговой доходности по облигациям Нижегородской области, что не удивительно, если учесть различия в кредитных рейтингах

регионов и более высокое кредитное качество Свердловской области за счет: большего масштаба бюджета (в более чем 1,5 раза), меньшей зависимости от федерального бюджета (доля собственных доходов 83% против 77%) и более низкого уровня долговой нагрузки (госдолг/соб.доходы 10% против 46%).

В свою очередь, по кредитоспособности Нижегородская область превосходит Карелию и Костромскую область, в первую очередь по масштабам бюджета (в 4-5 раз), доле собственных доходов (порядка 55-65% против 77%), а также долговой нагрузке. Вместе с тем, хуже по кредитному профилю среди рассматриваемых регионов выглядит Костромская область, а именно по уровню госдолга в собственных доходах (79-89%) и более высокой зависимости бюджета от федерального центра (на безвозмездные поступления приходится около 47%).

Рекомендации.

Мы считаем, что облигации Свердловской области являются одним из фаворитов текущих размещений, поэтому дисконт к облигациям Нижегородской области может составить порядка 30-50 б.п., то есть размещение может пройти с доходностью ближе к нижней границе в 9,5-9,7% годовых (спред к ОФЗ 190-210 б.п.). Данный факт несколько ограничивает возможность апсайда по бумагам на вторичном рынке, тем не менее, он возможен, по нашим оценкам, в пределах 10-20 б.п.

Бюджетные показатели (исполнение) за 9 месяцев 2011 года

млрд руб.	Рейтинг (M/S&P/F)	Доходы			Соб.доходы			Доля в дох-х	Расходы			Дефиц./профиц.		Госдолг		Соб.дох.	
		План	Факт	Исп-е	План	Факт	Исп-е		План	Факт	Исп-е	План	Факт	План	Факт	План	Факт
Костромская область	- / - / V+	17,7	13,1	73,7%	10,2	7,0	68,5%	53,3%	20,1	12,8	63,7%	-2,3	0,3	8,0	8,3	78,7%	89,0%
Республика Карелия	- / - / BB-	24,2	20,5	84,5%	15,6	13,5	86,5%	65,8%	27,1	18,3	67,5%	-2,9	2,2	9,5	6,7	61,1%	37,5%
Свердловская область	- / BB / -	141,9	102,6	72,3%	123,6	85,6	69,3%	83,4%	156,0	99,7	63,9%	-14,1	2,9	25,7	11,5	20,8%	10,1%
Нижегородская область*	Ba2 / - / V+	90,6	60,3	66,6%	71,7	46,7	65,2%	77,4%	102,7	61,2	59,6%	-12,2	-0,9	35,4	28,3	49,4%	45,5%
Рязанская область	- / - / V+	29,2	23,4	80,2%	17,6	13,1	74,4%	56,0%	33,3	22,1	66,5%	-4,1	1,3	14,7	11,5	83,5%	65,4%
Тверская область	- / V+ / -	38,7	29,1	75,1%	27,7	20,2	72,7%	69,4%	45,5	27,1	59,7%	-6,8	1,9	17,3	10,4	62,4%	38,8%
Томская область		38,3	29,7	77,6%	27,0	20,5	75,8%	68,9%	40,4	26,9	66,5%	-2,1	2,9	8,2	6,3	30,5%	23,0%
Волгоградская область	- / V+ / BB-	66,4	43,5	65,4%	51,1	31,5	61,6%	72,4%	74,8	46,4	62,0%	-8,4	-2,9	16,7	13,1	32,7%	31,3%
Республика Хакасия	- / - / BB-	13,1	10,0	76,6%	8,8	6,1	69,3%	61,2%	15,0	9,9	66,0%	-1,9	0,1	3,6	2,6	40,8%	31,7%

*за 8 мес.2011 г.

Источники: данные субъектов, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Александр Полюттов

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

Долговой рынок

Ольга Ефремова

Efremova_OV@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Игорь Голубев

IGolubev@nomos.ru

Кредитный анализ

Александр Полюттов

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 обязательство 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.