

6 апреля 2012 г.

Список первичного размещения представлен исключительно финансовыми институтами. На текущей неделе инвесторам были предложены четыре новых выпуска: РСХБ-16, ДельтаКредитБО-5, Центр-Инвест БО-2, Каркаде-02. Для инвесторов, готовых к рискам западных финансовых институтов, мы считаем интересным предложение ДельтаКредита. Доходность лизинговой компании Каркаде, по нашему мнению, смотрится привлекательно ближе к верхней границе. Облигации Центр-инвеста мы считаем интересными уже ближе к нижней границе индикатива, поскольку они предлагают достойную премию к бумагам банков со схожим уровнем рейтинга.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Банк Интеза 03	Ваа3/-/-	да	5 000	6 апр	10 апр	9,25-9,75% / 9,46-9,99%	9-9,50%/9,20-9,73%	1,5 / 3	от 9,46%
Татфондбанк БО-05	B2/-/-	да	2 000	6 апр	10 апр	11-11,25% / 11,3-11,57%	n/a	1 / 3	от 11,3%
NEW Россельхозбанк-16	Ваа1-/BBB	да	10 000	11 апр	16 апр	8,40-8,60%/8,58-8,78%	n/a	3/10	от 8,78%
МЕТКОМБАНК 01 (ГК Ренова)	B3/-/-	да	2 000	10 апр	12 апр	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	n/a	1 / 3	-
NEW КБ ДельтаКредит БО-05	Ваа2/-/-	да	5 000	-	12 апр	9-9,50%/9,20-9,73%	n/a	-/3	от 9,5%
Банк ЗЕНИТ БО-07	Ваа3/-/В+	да	5 000	-	12 апр	9,25-9,50% / 9,46-9,73%	n/a	2 / 3	от 9,46%
NEW Центр-инвест БО-02	Ва3/-/-	да	1 500	17 апр	19 апр	9,20-9,70%/9,41-9,93%	n/a	1/3	от 9,41%
ТКС Банк БО-04	B2/-/B	да	1 500	17 апр	19 апр	13,50-14,00% / 13,96-14,49%	n/a	1 / 3	от 13,5%
NEW Каркаде-02	-/-/В+	да	1 500	18 апр	20 апр	12%-13%/12,55-13,66%	n/a	аморт/1,47-1,48	от 13,5%
Еврооблигации, аукционы, book building									
Распадская	B1/-/ B+	да	\$300-500 млн	Road show 12-19 апреля		n/a	n/a	n/a	-
Итоги последних размещений									
Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, аукционы, book building									
МЕЧЕЛ БО-5, 6, 7, 11, 12	B1/-/-	да	15 000	4 апр	10 апр	n/a	n/a	11,25%/11,57%	-/3
АИЖК 21*	Ваа1/BBB/-	да	15 000	26 мар	29 мар	8,7-8,8%/8,89-8,99%	n/a	8,8/8,99	аморт., дюр. 3,61/фев 2020
Еврооблигации, аукционы, book building									
VTB17	Ваа1/BBB/BBB	да	\$1 млрд	29 марта	n/a	5,875%	5,75%	5,7%	- / 10

*CALL OPTION 02/2014-35%, 02/2015-25%

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

Комментарии к размещениям:

NEW Россельхозбанк (Ваа1/-/ВВВ)

Учитывая текущие доходности бумаг эмитента, мы рекомендуем участвовать в займе ближе к верхней границе озвученного диапазона.

NEW Каркаде (-/-/В+)

На наш взгляд, участие в займе интересно при доходности от YTM 13,5% годовых, учитывая имеющиеся предложения на рынке, амортизационную структуру займа и кредитный профиль эмитента.

NEW КБ ДельтаКредит (Ваа2/-/-)

Если нет антипатии к европейским рискам, на наш взгляд, в займе можно поучаствовать с доходностью от 9,5% годовых. При этом отметим, что 2011 год банк закончил совсем неплохо, в отличие достаточно слабого 4 квартала группы Societe Generale.

NEW Центр-инвест (Ва3/-/-)

Мы считаем интересным принять участие в размещении биржевых бондов Центр-инвеста ближе к нижней границе индикатива, что дает неплохую премию за более скромные масштабы бизнеса к обращающимся бумагам банков с аналогичным рейтингом. Накануне сбора заявок банк представил хорошую отчетность за 2011 год.

Банк ЗЕНИТ (Ва3/-/В+)

На наш взгляд, банк предлагает интересную премию как к собственным бумагам, так и к обязательствам других эмитентов со схожими рейтингами. Поэтому участие в займе будет интересным уже по нижней границе указанного диапазона.

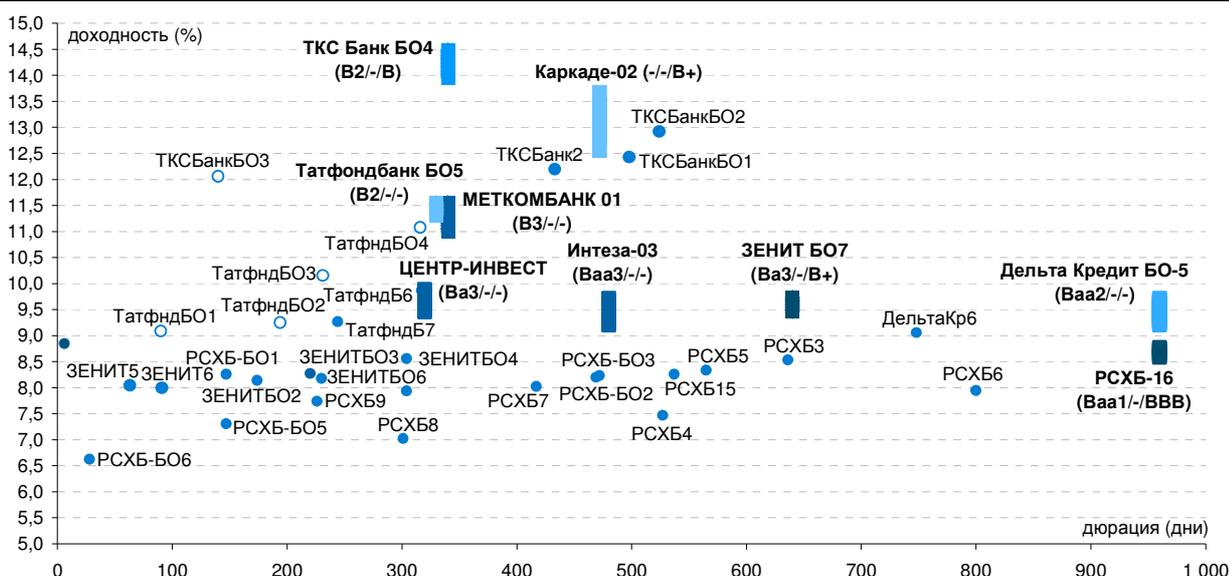
ТКС Банк (В2/-/В)

Учитывая позитивные итоги деятельности банка в 2011 году и предлагаемую премию к другим бондам на рынке, мы рекомендуем участвовать в займе на уровнях доходности от 13,5% годовых.

Банк Интеза (Ваа3/-/-)

Учитывая более скромные масштабы бизнеса и ряд факторов кредитного профиля, предлагаемая премия к банкам с аналогичными рейтингами вполне оправдана. Тем не менее, уровень ближе к нижней границе диапазона смотрится достаточно привлекательным на фоне других предложений и вторичного рынка.

Распределение доходностей бумаг эмитентов



Итоги последних размещений: большинство бумаг сохраняют уровни номинала.

Оценивая движение бумаг на форвардном и вторичном рынках, сложно найти бонды, которые поднялись выше отметки номинала. Среди разместившихся в последние недели выпусков можно отметить лишь МСП01, который котируется в диапазоне 100,2-100,3. При этом на прошлой неделе котировки дебютного выпуска банка были 100,15-100,22. Выпуски ВымпелКома и Металлоинвеста по-прежнему остаются на уровне 100% от номинала или чуть выше.

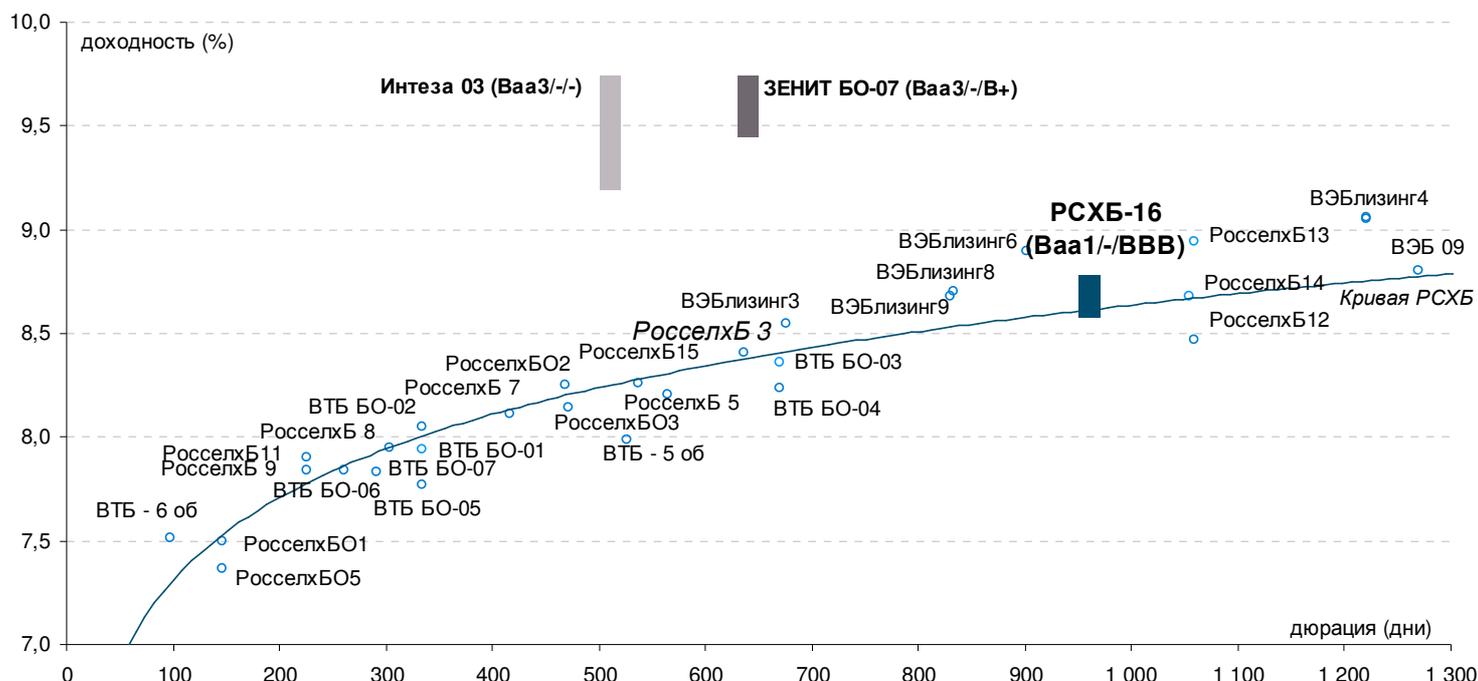
Выпуск	Стоимость форвард/ вторичный рынок
Банк Русский Стандарт БО-2	100,1-100,2
ВымпелКом 02	100-100,1
Металлоинвест 06	100-100,1
МСП Банк 01	100,2-100,3

NEW Россельхозбанк (Ваа1-/BBB)

Событие. Россельхозбанк 9 апреля 2012 года начнет сбор заявок на облигации серии 16 объемом 10 млрд руб. Закрытие книги - 11 апреля текущего года. Ориентир по ставке купона – 8,4-8,6% годовых, что соответствует доходности к 3-летней оферте порядка 8,58-8,78% годовых. Предварительная дата размещения – 16 апреля.

Комментарий. Финансовые метрики банка мы рассматривали в комментарии к предыдущему размещению (см. наш обзор http://www.nomos.ru/upload/iblock/027/NOMOS_daily_debt_markets_01_02_2012.pdf). Относительно обращающихся займов Россельхозбанка можно отметить, что новое предложение практически лежит на сформированной кривой бумаг эмитента. Узкий диапазон ориентира доходности почти не оставляет возможности для апсайда бумаг после выхода на вторичный рынок. Наиболее близкий по дюрации заем банка серии 03 последнюю неделю торговался с доходностью около 8,4% к оферте в феврале 2014 года. Учитывая премию за увеличение дюрации на 1 год, новый заем, на наш взгляд, интересен по верхней границе озвученных ориентиров.

Распределение доходностей в финансовом секторе



Елена Федоткова

NEW Каркаде (-/-/В+)

Событие. Лизинговая компания «Каркаде» откроет 16 апреля книгу заявок на облигации серии 02 объемом 1,5 млрд руб. Планируемая дата закрытия – 18 апреля., размещения – 20 апреля. Выпуск имеет амортизационную структуру, соответственно при сроке обращения 3 года (оферта не предусмотрена) дюрация составит 1,47-1,48 лет. Ориентир по ставке купона составляет 12,0-13,0% годовых, что соответствует доходности 12,55% – 13,65% годовых.

Комментарий. С данным займом компания пыталась выйти на рынок в декабре прошлого года, но затем отложила размещение. Правда, тогда структура займа была несколько иной: ориентир по купону: 12,5% - 13,5%, что соответствовало доходности к годовой оферте на уровне 13,1% - 14,2%. То есть выпуск был не амортизируемый, но с офертой. На наш взгляд, новые условия займа, в целом, больше соответствует лизинговому бизнесу. Однако в случае с «Каркаде», подавляющая часть лизингового портфеля которой краткосрочная, дело, скорее, не в долгосрочной структуре договоров, а в темпах роста: за год активы компании увеличились в 2,7 раза до 10,6 млрд руб. При амбициозных планах компании на российском рынке аккумулирование платежей к оферте / погашению означало бы существенное замедление развития. Более подробно на деятельности компании, ее структуре и финансовых показателях мы останавливались в нашем обзоре к несостоявшемуся размещению от 19 декабря 2011 года (<http://bonds.finam.ru/comments/item242B0/rqdate7DB0C13/default.asp>). В целом, основные моменты в профиле эмитента остались те же, но в связи с выходом отчетности по МСФО за 2011 год, некоторые цифры можно обновить.

- Растущая доля рынка – 18% (предварительно) на конец 2011 года против 13% на конец 2010 года.
- Портфель компании остается ликвидным – около 66% платежей имеют срочность погашения до 1 года.
- Довольно высокая эффективность деятельности – RoAA и RoAE по итогам прошлого года составили 4,6% и 23,5% соответственно.
- Сохраняющееся качество кредитного портфеля – просроченная задолженность по действующему портфелю – 0,48%. Информация о NPL (30+) не раскрывается.
- Снижающаяся доля капитала в активах – 16,2% на 1 января 2012 года против 25,5% годом ранее. Соответственно соотношение долга и капитала выросло до 4,4х против 2,5х на конец 2010 года.
- Низкая диверсификация кредитного портфеля – на учредителей, Глобэксбанк и ЮниКредит Банк приходится 28,6%, 23,7% и 15,4% кредитного портфеля соответственно. При этом 63% кредитного портфеля носит краткосрочный характер.

С точки зрения нового предложения отметим, что сейчас размещается ТКС-Банк с доходностью 13,96-14,49% к годовой оферте. Напомним, что банк далеко не новичок на долгом рынке, отличается прозрачностью и имеет уже публичную историю. Учитывая нестабильность внешних площадок и ряд слабых моментов в кредитном качестве эмитента, мы отдаем предпочтение уже «проверенному» заемщику. Таким образом, участие в займе «Каркаде» может быть интересным ближе к верхней границе диапазона – от УТМ 13,5% годовых.

Показатели «Каркаде» по МСФО

млн руб.	2009	2010	1Н 2011	2011	% к 2010 г.
Балансовые показатели					
Активы	3 734	3 907	6 318	10 566	170%
Денежные средства и их эквиваленты	172	74	94	214	190%
Чистые инвестиции в лизинг	2 385	2 833	4 520	7 626	169%
текущая часть	n/a	2 184	3 133	5 021	130%
долгосрочная часть	n/a	649	1 388	2 605	301%
Просроченная задолженность (по действующим договорам)	n/a	2,41%	1,42%	0,48%	---
Авансы, выданные поставщикам лизингового оборудования	n/a	302	444	672	123%
Дебиторская задолженность лизингополучателей	n/a	154	228	248	61%
Капитал	828	998	1 353	1 715	72%
Показатели прибыльности деятельности					
Чистый финансовый доход	822	622	363	913	47%
Резервы	n/a	-29	-12	-74	153%
Операционные расходы	-1 108	-811	-414	-1 019	26%
Комиссионный доход	n/a	167	125	368	120%
Чистая прибыль	189	214	105	251	18%

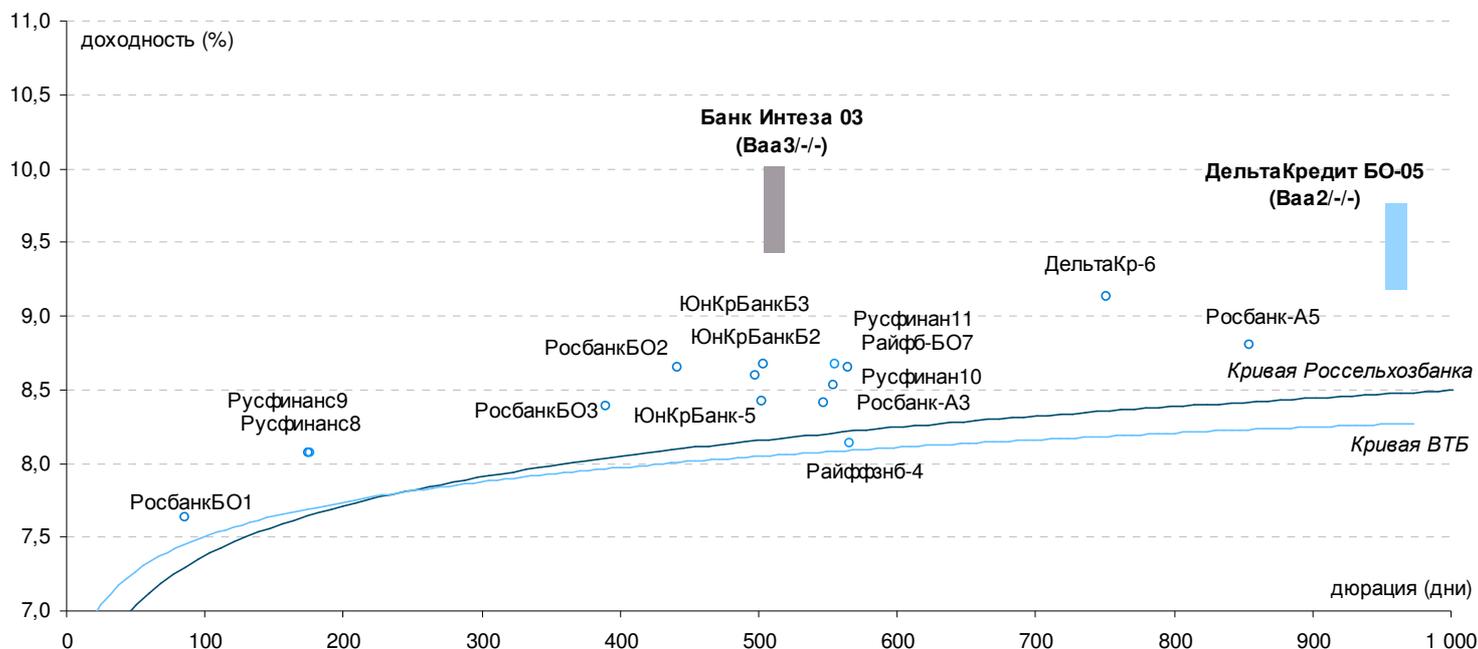
к кривой ВТБ и РСХБ порядка 70-120 б.п., при отсутствии поручительств со стороны SG, смотрится интересным от 9,5% годовых для инвесторов, готовых идти в «квазиевропейские» риски.

Показатели ДельтаКредит Банка по МСФО

		ДельтаКредит			
Место в рейтинге по размеру активов на 1 января 2012 года		68			
Рейтинг (M/S&P/F)		Ваа2 / - / -			
"Материнская" компания		Societe Generale			
Moody's / S&P / Fitch (на 03.04.2012)		A1/A/A+			
Активы (2011г.)		1,18 трлн евро			
Местонахождение ГО		Франция			
Балансовые показатели, млн руб.		2009	2010	2011	2011 / 2010
Активы		55 529	56 068	67 373	20,2%
Кредитный портфель (net)		46 728	50 190	62 506	24,5%
NPL (90+)		1,6%	1,3%	0,9%	-31,6%
Капитал		7 258	9 024	11 235	24,5%
CAR		n/a	40,6%	35,4%	-5,2%
Показатели прибыльности, млн руб.		1H 2010	2010	2011	2011 / 2010
Чистый процентный доход		1 433	2 816	2 981	5,9%
Чистый комиссионный доход		107	257	274	6,8%
Отчисления в резервы		-77	-107	569	---
Чистая прибыль		888	1 768	2 201	24,5%
качественные показатели деятельности		1H 2010	2010	2011	изменение за 2011
RoAE		23,0%	23,2%	21,7%	-1,5%
RoAA		3,2%	3,1%	3,6%	0,5%
NIM		4,4%	5,3%	5,0%	-0,3%

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности бумаг эмитентов финансового сектора



Елена Федоткова

NEW КБ Центр-инвест (Ва3/-/-)

Событие. КБ Центр-инвест (Ростов-на-Дону) планирует 16-17 апреля 2012 г. провести book-building по биржевым облигациям БО-02 на 1,5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 9,2-9,7% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 9,41-9,93% годовых. Размещение бумаг на ММВБ запланировано на 19 апреля. Облигации соответствуют требованиям Ломбарда ЦБ.

Комментарий. Напомним, что КБ Центр-инвест является крупным региональным банком Юга России (140 офисов), занимая 79 строчку среди российских банков в рэнкинге Интерфакса по размеру активов (54,5 млрд руб.) за 2011 г.

Среди сильных сторон кредитного профиля Центр-инвеста можно выделить устойчивые рыночные позиции на Юге России: его доля по кредитному портфелю среди всех банков в 2011 г. достигла 4% (против 3,4% годом ранее) и 37,6% - среди местных банков (против 35,7% в 2010 г.). Также отметим, наличие в числе крупнейших акционеров известных международных финансовых институтов (ЕБРР – 27,45%; немецкой DEG – 22,45%; австрийского Erste Group Bank – 9,8% и др.), которые оказывают банку поддержку. Устойчивое финансовое состояние: хорошая маржинальность бизнеса (показатель NIM составил 7,2% в 2011 г.), комфортный уровень капитализации (CAR по РСБУ – 13,3%, по МСФО – 18,2%), приемлемый уровень NPL (90+) – 5,5%, невысокий уровень долговой нагрузки.

Вместе с тем, региональный масштаб бизнеса Центр-инвеста, на наш взгляд, несет в себе риски, связанные с усилением конкуренции со стороны федеральных кредитных организаций, особенно в отношении крупных корпоративных клиентов, так и населения. Кроме того, учитывая заметную долю в кредитном портфеле клиентов из сельскохозяйственной отрасли (15,6%), существуют риски ухудшения качества этих заемщиков в случае наступления природных катаклизмов, что может сказаться на финансовой устойчивости банка.

В преддверии начала сбора заявок на новые бонды КБ Центр-инвест представил аудированную отчетность за 2011 г. по МСФО и провел встречу с инвесторами.

Среди наиболее интересных моментов финансового профиля банка отметим:

– **Высокий рост кредитного портфеля:** на 39,4% до 42,0 млрд руб. по итогам 2011 г., что заметно выше, чем по отрасли – порядка 29%, по данным ЦБ. Увеличение масштабов кредитования банка в 2011 г. на фоне 2009-2010 гг. привело к изменениям структуры его активов. В частности, несколько сократилась созданная в предыдущие нестабильные годы «подушка» ликвидности: объем денежных средств снизился на 21,8% до 4,65 млрд руб. к 2010 г., средства на счетах в других банках – на 55,4% до 2 млрд руб., позиция в долговых ценных бумагах сократилась в 3 раза до 0,97 млрд руб. В результате, динамика роста активов банка была несколько скромнее – на 13% до 54,5 млрд руб.

– **Усиление позиций розничного кредитования в портфеле:** в 2011 г. доля розничных кредитов в портфеле выросла с 28,9% (в 2010 г.) до 32,4% (или 14,5 млрд руб.), в то время как вклад кредитов малому и среднему бизнесу (целевого сегмента деятельности банка – более 40 тыс. клиентов) сократился с 46,7% до 44,6%, а корпоративных кредитов – с 24,3% до 23,0%. Что касается отраслевой разбивки кредитного портфеля, то здесь по-прежнему преобладает торговля (18,9%) и с/х (15,6%) в силу специализации экономики Юга России, кроме того, возросла доля транспорта (с 2,0% до 6,8%).

– **Улучшение качества кредитного портфеля по NPL:** за 2011 г. показатель NPL (180+) сократился с 6,3% до 4,5%, а NPL (90+) – с 6,9% (в 1 кв. 2011 г.) до 5,5%, что является довольно приемлемым уровнем, учитывая нацеленность банка на кредитование малого и среднего бизнеса (44,6%), а также населения (32,4%). В качестве положительного фактора устойчивости Центр-инвеста можно назвать покрытие неработающих кредитов резервами с коэффициентом 1,1x (в целом по портфелю), а также то, что 92% кредитов портфеля являются обеспеченными (по оценкам банка, это достаточно ликвидные автотранспортные средства и объекты недвижимости).

– **Основной источник роста кредитования – депозиты:** основным драйвером роста кредитного портфеля стало активное привлечение депозитов физлиц – «+20,7%» до 28,3 млрд руб. По данным менеджмента банка, в 2011 г. этот «продукт» пользовался хорошим спросом у населения, что дало возможность ощутимо снизить стоимость данного фондирования до 7,5-7,6% годовых. Что касается срочности ресурсной базы банка и его кредитного портфеля, то она была достаточно сбалансированной: на средства клиентов до 1 года приходилось 53% (20,7 млрд руб.) в то время как кредиты до 1 года занимали 49% всего портфеля (20,6 млрд руб.).

– **Рост прибыли и маржинальности:** в 2011 г. чистый процентный доход увеличился на 34,1% до 3,03 млрд руб., а показатель NIM по итогам года сложился на уровне 7,2% против 6,7% в 2010 г. Добиться подобного результата банку удалось главным образом благодаря снижению стоимости ключевых источников фондирования – депозитов, в первую очередь физлиц, о чем было написано выше. В то же время прирост процентных доходов банка в 2011 г. (8,9% до 5,4 млрд руб.) существенно уступал динамике увеличения его кредитного портфеля («+39,4%»). Данный факт, на наш взгляд, говорит о том, что

кредитную экспансию банк проводил, предложив клиентам конкурентные ставки, возможно, сопоставимые с уровнем крупных федеральных банков. Здесь же отметим, что, по заявлению представителей банка, для привлечения новых и сохранения старых клиентов была применена лояльная политика в части комиссионных сборов. Так, доходы от комиссий увеличились всего на 4,4% до 842 млн руб. В целом же, чистая прибыль банка возросла в 4,1 раза до 912 млн руб.

– **Достаточность капитала:** по МСФО и РСБУ достаточность капитала (CAR) у банка была на комфортном уровне – 18,2% и 13,3% соответственно. Для сравнения, по МСФО у Банка С.-Петербург она была 13,9%, у ЛОКО-Банка – 15,7%. В 2011 г. размер капитала Центр-инвеста увеличился на 15,8% до 6,7 млрд руб., причем, за счет капитализации чистой прибыли. По данным руководства банка, в дальнейшем пополнять капитал планируется также посредством чистой прибыли (после выплаты дивидендов до 20-25% чистой прибыли), увеличение доли действующих акционеров в обозримой перспективе не ожидается, также как и проведение IPO.

– **Невысокая долговая нагрузка:** В настоящее время у банка в обращении находится три выпуска облигаций общим номинальным объемом 5,5 млрд руб. При этом, по данным отчетности, объем выпущенных долговых ценных бумаг на конец 2011 г. у банка составил только 3,7 млрд руб. Отметим, что по всем этим выпускам в 2012 г. установлены оферты (в июне и декабре). Учитывая имеющийся у Центр-инвеста запас денежных средств (4,65 млрд руб.), депозиты в ЦБ (2 млрд руб.), а также вложения в корпоративные облигации (0,97 млрд руб. – ломбардные выпуски с рейтингом «В/ВВВ»), мы считаем исполнение оферт по публичному долгу выполнимым для банка. Скорее всего, Центр-инвест сможет рефинансировать данные бонды, в том числе и за счет размещения новых облигаций, чего менеджмент кредитной организации не исключает. Напомним, кроме бумаг серии БО-2 на 1,5 млрд руб., предложенных к размещению, у банка также зарегистрировано еще 3 выпуска биржевых облигаций на 4 млрд руб.

Финансовые показатели Банка Центр-инвест (МСФО)

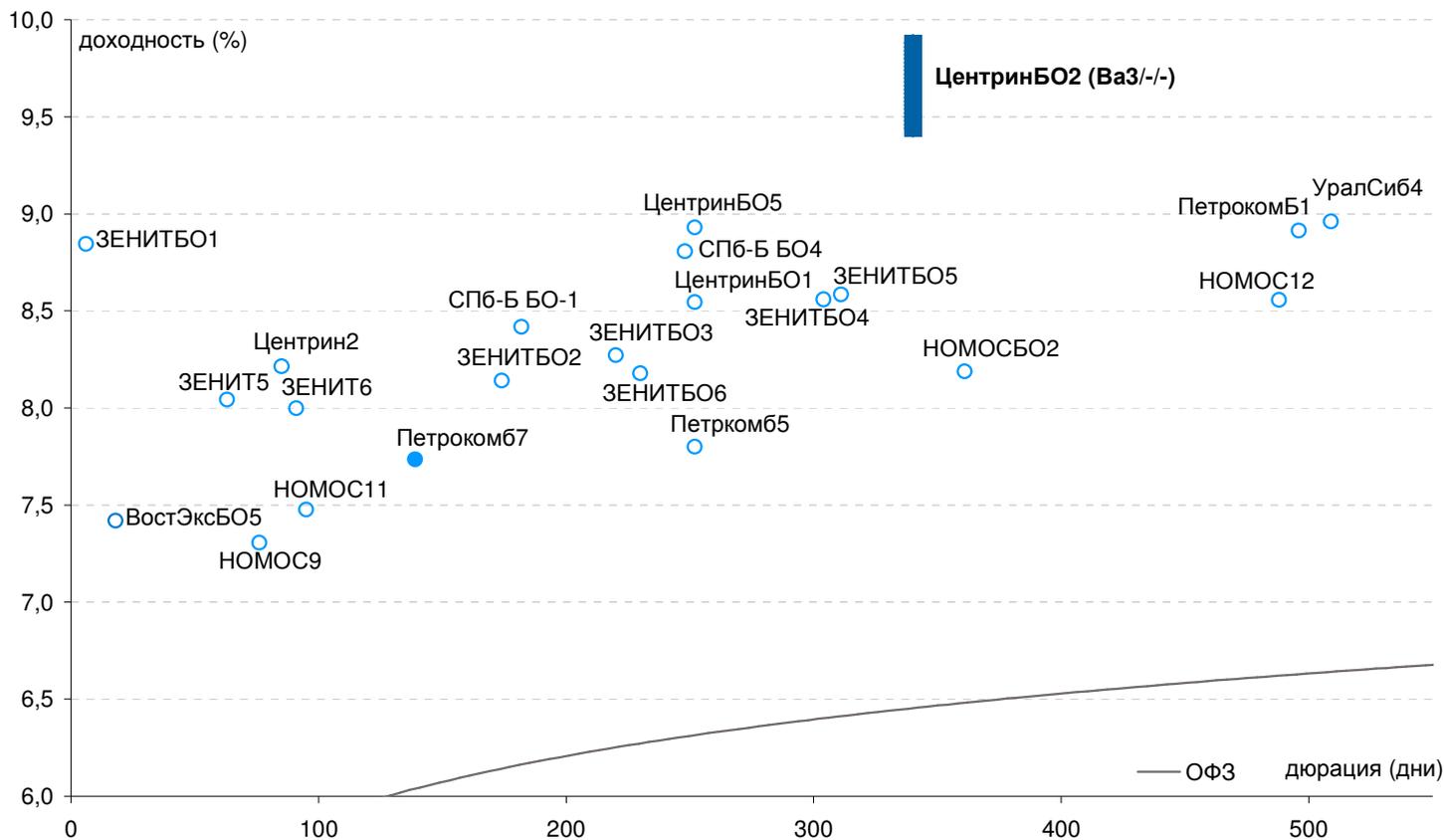
млн руб.	Рейтинги и ранкинги		
Место в ранкинге по размеру активов на 1 января 2012 года	79		
Рейтинг (M/S&P/F)	Ba3 / - / -		
Балансовые показатели, млн руб.	2010	2011	Изменение, %
ASSETS	48,279	54,537	13,0
Cash and cash equivalents	5,946	4,651	-21,8
% assets	12,3%	8,5%	---
Loans	30,143	42,011	39,4
Loans (gross)	32,858	44,766	36,2
% assets	62,4%	77,0%	---
NPL (90+)	n/a	5,5%	---
NPL (180+)	6,3%	4,5%	---
Customer accounts	33,814	39,001	15,3
% assets	70,0%	71,5%	---
EQUITY	5,774	6,686	15,8
% assets	12,0%	12,3%	---
Total Capital Adequacy Ratio	19,5%	18,2%	---
Показатели прибыльности, млн руб.	2010	2011	Изменение, %
Net interest income	2,263	3,034	34,1
Fee and commission income (net)	807	842	4,4
Provisions charge for loan impairment	1,077	621	-42,4
Operating expenses	1,499	1,779	18,7
Profit for the year	220	912	315,0
Качественные показатели деятельности	2010	2011	Изменение, %
RoA	0,5%	1,7%	1,2
RoE	3,9%	14,5%	10,6
Cost / Income	51,8%	49,7%	-2,1
NIM	6,7%	7,2%	0,5

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

В настоящее время у Центр-инвеста в обращении находится 3 выпуска облигаций: серий 02 (УТР 8,25%/82 дн.), БО-1 (УТР 8,54%/250 дн.) и БО-5 (УТР 9,51%/250 дн.). Но ликвидность данных облигаций не позволяет в полной мере оценить возможные ориентиры для новых бумаг банка. Вместе с тем, на рынке присутствуют выпуски частных банков с уровнем рейтинга «Ba3»: Банк ЗЕНИТ, Банк Санкт-Петербург,

Петрокоммерц, Банк Уралсиб и др. Индикатив доходности 9,41-9,93% годовых по биржевым облигациям Центр-инвест серии БО-2 предлагает хорошую премию к данным облигациям порядка 70-120 б.п., что на наш взгляд, является достойной компенсацией за его более скромные масштабы бизнеса. Мы рекомендуем принять участие в размещении ближе к нижней границе ориентира.

Доходности бумаг эмитентов финансового сектора



Александр Полютов

Банк ЗЕНИТ (Ва3/-/В+)

Событие. Банк ЗЕНИТ планирует 12 апреля 2012 года провести размещение биржевых облигаций серии БО-07 объемом 5 млрд руб. Ставка 1 купона будет определена на конкурсе в дату начала размещения. Срок обращения займа – 3 года, предусмотрена 2-летняя оферта. Ориентир по купону – 9,25-9,50%, что соответствует УТР 9,46-9,73% годовых.

Комментарий. Банк ЗЕНИТ хорошо известен инвесторам на рынке долгового капитала. Его бумаги характеризуются хорошей ликвидностью и входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17,5%. При этом отметим, что в текущем году банку предстоит пройти оферты по 5 выпускам на общую сумму 21 млрд руб. Возможно, этим и обусловлена наблюдаемая в текущем году активность кредитной организации на первичном рынке. Напомним, в феврале эмитент разместил два займа серий БО-04 и БО-05 на 6 млрд руб. (3 млрд руб. каждый). Доходность при размещении сложилась на уровне 9,1% к годовой оферте. Сейчас выпуски торгуются выше номинала (100,37-100,42).

Учитывая премию к предыдущему размещению (+36 б.п.) и к собственной кривой на вторичном рынке (от 50 б.п.), а также премию к обязательствам других крупных банков, мы считаем участие в займе интересным уже по нижней границе диапазона.

ТКС Банк (B2/-/B)

Событие. ТКС банк планирует 9 апреля 2012 года открыть книгу заявок на биржевые облигации серии БО-04 объемом 1,5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 13,5-14% годовых, что соответствует доходности 13,96-14,49% годовых к оферте через 1 год. Закрытие книги ожидается 17 апреля, размещение на ММВБ – 19 апреля.

Комментарий. Отметим, что 2011 год банк закончил успешно, о чем мы писали в нашем комментарии от 14 марта 2012 года (http://www.nomos.ru/upload/iblock/e29/NOMOS_daily_debt_markets_14_03_2012.pdf).

Напомним, что в 2011 году эмитент удвоил кредитный портфель, при этом по отрасли годовые темпы роста розничного кредитования были на уровне «+36%». В результате, кредитная организация заняла 105 место по активам среди российских банков против 167 на 1 января 2011 года. При этом у банка наблюдался на начало года высокий запас ликвидности (18% активов).

RoAA и RoAE по итогам года достигли уровня 10,4% и 85,0% соответственно. Мало кто среди даже розничных банков может похвастаться столь высокими показателями. При этом NIM составила 49%. TCAR на конец отчетного периода - 13%, по правилам российского бухгалтерского учета Н1 был порядка 14%. В основном поддержание объема собственных средств происходит за счет получаемой прибыли, однако при таких темпах роста банку в среднесрочной перспективе предстоит задуматься и об других источниках. Хотя при всем позитиве отчетности нельзя не отметить, что, несмотря на высокие темпы роста объемов кредитования, уровень NPL (90+) продолжает повышаться – 3,7% на конец 2011 года (3,3% годом ранее).

Среди наиболее ликвидных выпусков банка стоит обратить внимание на заем серии БО-03, который последнюю неделю торговался на уровне 13,2% годовых к оферте в августе 2012 года. Относительно него новое предложение смотрится интересным уже по нижней границе диапазона. При этом в целом текущие доходности бумаг кредитной организации предлагают премию 250-350 б.п. к бумагам с аналогичными рейтингами – Татфондбанку (B2/-/-) или рейтингами на ступень выше – СКБ-Банк (B1/-/B), МКБ (B1/B+/B+). Отметим, что по Татфондбанку сейчас открыта книга на заем серии БО-05 с ориентирами по доходности 11,3-11,57% к годовой оферте. Таким образом, новый заем ТКС Банка предлагает премию к размещаемому займу Татфондбанка на уровне от 250 б.п. Если сравнивать эмитента с другим розничным банком – Ренессанс Кредит (B2/B/B), то при аналогичных рейтингах предложена премия свыше 200 б.п. На наш взгляд, это более чем достойная компенсация за более скромные масштабы бизнеса (на конец 2011 года почти в 2 раза). Учитывая перечисленные факторы, мы рекомендуем участвовать в займе на уровне доходности от 13,5% годовых.

Показатели ТКС-Банка по МСФО

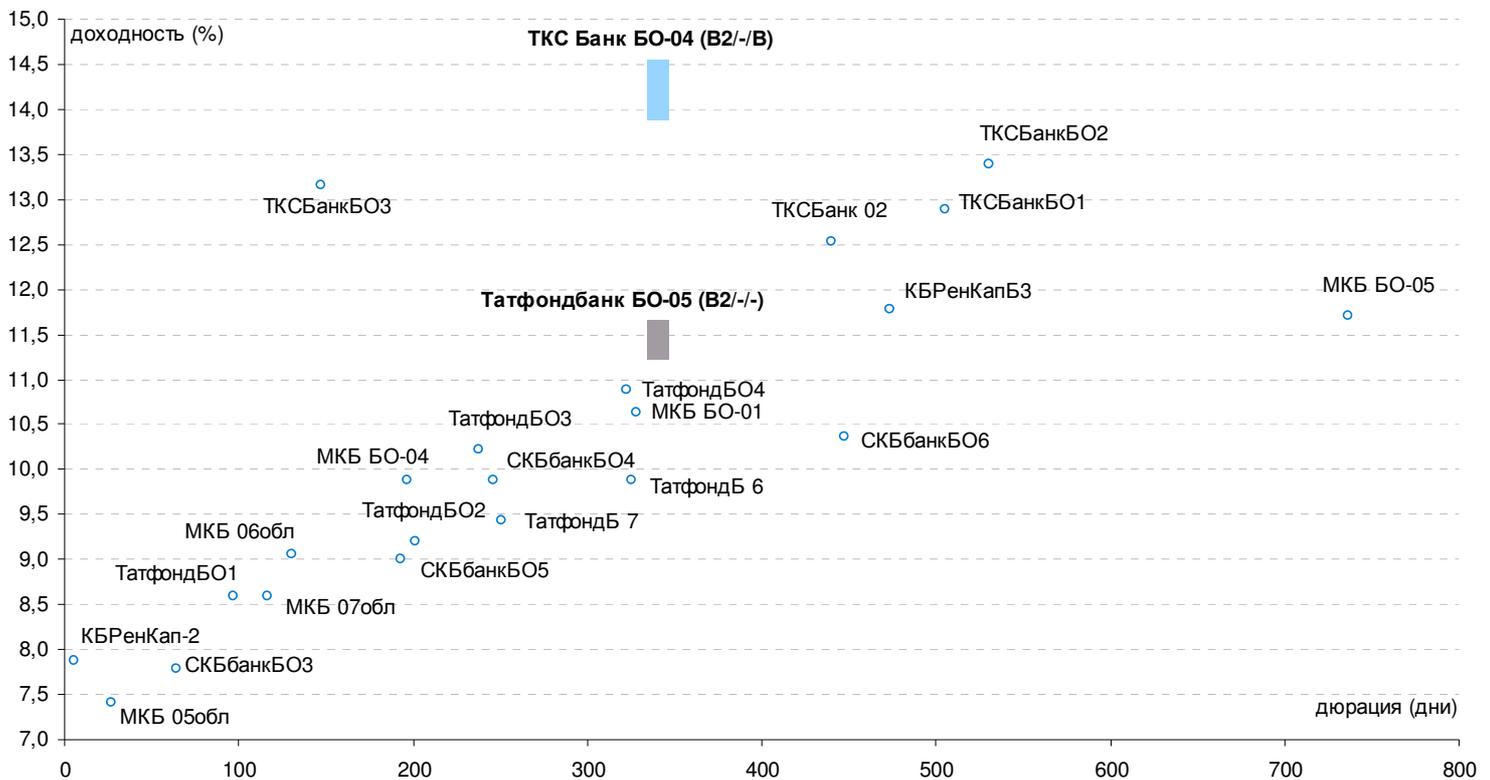
Балансовые показатели, млн долл.	2009	2010	2011	2011 / 2010	Прирост за квартал		4Q 2011 / 4Q 2010
					4Q2010	4Q 2011	
ASSETS	211,6	405	915	126%	84	204	143%
Cash and cash equivalents	18,9	51	163	221%	6	110	1632%
% assets	9,0%	13%	18%	---	-1%	10%	---
Loans	173,7	316	663	110%	64	78	22%
Loans (gross)	192,3	342	710	108%	48	92	90%
% assets	82%	78%	72%	---	0%	-10%	---
NPL (>90дн.)	5%	3,3%	3,7%	---	-3,7%	0,5%	---
allowance for loan impairment	10%	7%	7%	---	-2%	1%	-157%
Customer accounts	13	174	362	108%	40	133	234%
% assets	6%	43%	40%	---	1%	7%	---
EQUITY	35	44	117	167%	7	23	215%
% assets	17%	11%	13%	---	-1%	0%	---
Total Capital Adequacy Ratio	18%	12%	13%	---	-2%	-1%	---
Показатели прибыльности, млн долл.	2009	2010	2011	2011 / 2010	4Q2010	4Q 2011	4Q 2011 / 4Q 2010
Net interest income	73,7	95,6	253,7	165%	35,1	78,4	123%
Provisions charge for loan impairment	-18,3	-28,0	-41,9	50%	-7,3	-11,5	58%
Operating income*	69,2	85,9	210,8	146%	32,2	70,7	120%
General Administrative expenses	-23,8	-45,0	-80,2	78%	-17,2	-26,5	54%
Profit	18,2	9,1	68,4	650%	7,4	25,2	242%

Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	изм-е в 2011г	4Q2010	4Q 2011	изм-е в 4Q2011г
RoAA	9,0%	3,0%	10,4%	7,4%	8,1%	12,4%	4,3%
RoAE	70,8%	23,1%	85,0%	61,9%	73,1%	95,2%	22,1%
NIM	40,3%	36,6%	49,0%	12,4%	48,4%	48,7%	0,3%
Cost / Income	34,4%	52,4%	38,0%	-14,3%	53,5%	37,5%	-16,0%

* Net profit before tax + Provisions charge for loan impairment + Operating expenses

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора



Елена Федоткова

Банк Интеза (Ваа3/-/-)

Событие. Банк Интеза предлагает инвесторам облигационный заем серии 03 объемом 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона: 9,0-9,5% годовых, что соответствует доходности к 1,5 летней оферте 9,2-9,73%. Напомним, что первоначально был озвучен диапазон купона 9,25-9,75% годовых, УТР 9,46-9,99% годовых. Дата закрытия книги – 6 апреля, размещения – 10 апреля.

Комментарий. Интеза не новичок на долговом рынке, тем не менее, в настоящее время обращающихся займов у Банка нет.

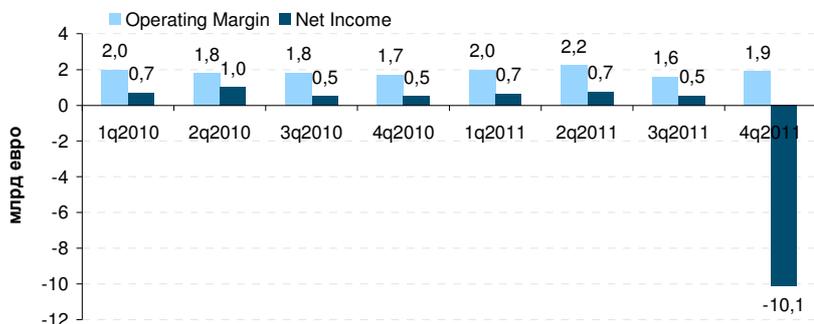
Прежде чем обратиться к российскому банку, интересно взглянуть на материнскую структуру. Напомним, группа Intesa Sanpaolo образовалась путем слияния банков Bance Intesa и Sanpaolo IMI. Основной сферой ее интереса выступают рынки центральной и Восточной Европы, а также экономики Средиземноморья. В сравнении с другой итальянской группой UniCredit, больше известной на российском рынке, активы Intesa Sanpaolo в 1,5 раза меньше.

Среди важных моментов в кредитном профиле **Intesa Sanpaolo** мы выделяем:

- **сильные позиции на рынке Италии:** является ведущей кредитной организацией, занимая 1 место в Италии в таких сегментах как кредитование (доля рынка 15,7%), привлечение депозитов (16,9%), пенсионные накопления (23,3%), управление активами (25,2%), факторинг (31,8%) и др. Консолидированные активы Группы на конец прошлого года составили 639 млрд евро, то есть Intesa Sanpaolo в 4 раза крупнее, к примеру, Группы Raiffeisen (148 млрд евро).
- **успешное прохождение теста ЕВА:** по данным ЕВА, итальянская финансовая организация не нуждалась в пополнении капитала: его достаточность была на уровне 9,2% при требовании не ниже 9,0%. На 1 января Core Tier 1 Ratio составил 10,1%.
- **убыток в 4 квартале 2011 года:** в 4 квартале 2012 года Группа зафиксировала убыток в размере 10,1

млрд евро, что было связано со списанием обесценившихся активов на сумму 10,2 млрд евро, в том числе греческие долги на 400 млн евро. Часть списаний связана с покупкой банка Carifirenze. А также с событиями 2007 года, когда произошло слияние Banca Intesa и Sanpaolo IMI. При этом без учета списаний банк заработал 2 млрд евро, тем не менее это все равно ниже, чем за 2010 год (3,9 млрд евро).

Показатели прибыли Intesa Sanpaolo:



Вклад российского бизнеса в деятельность Группы довольно незначительный: 0,9% операционного дохода и 0,3% активов. При этом банк ярко выражено специализируется на обслуживании малого и среднего бизнеса, что, как мы увидим ниже, отражается на его показателях. По сравнению с другими дочками-нерезидентами Банк Интеза отличается:

- **более скромными масштабами бизнеса:** 56 место по активам на 1 января 2012 года, то есть банк по масштабам бизнеса стоит между Кредит Европа Банком (49 место) и Татфондбанком (60 место).
- **сравнительно небольшой величиной Н1:** достаточность капитала банка, контролируемая ЦБ (min 10%), составила на 1 января 2012 года 14,7%. Интересно, что в целом хороший уровень достаточности капитала смотрится ниже среднего по сравнению с показателями других не самых крупных по активам дочек банков-нерезидентов (см. таблицу).
- **относительно высоким уровнем просроченной задолженности:** 10,8% по РСБУ и 12% по МСФО, который отчасти обусловлен ориентацией бизнеса на МСБ.
- **небольшим размером генерируемой прибыли:** отметим, что по РСБУ размер чистой прибыли составил 0,5 млрд руб. по итогам 2011 года. При этом по МСФО показатель за указанный период в 2 раза выше – 1 млрд руб., а рентабельность активов находится на уровне 1,2%. Тем не менее, недавно разместившийся Абсолют банк, который больше Интезы на четверть, заработал за прошлый – год 2,5 млрд руб. и показал рентабельность чистой прибыли на уровне 5%.
- **высокой зависимостью от зарубежного фондирования.** В обзоре к размещению названа цифра 67% обязательств – видно это и по РСБУ (см. таблицу ниже).

Учитывая перечисленные факторы, мы считаем, что премия к другим бумагам эмитентов со схожими рейтингами (Русфинансбанк, Райффайзенбанк), предлагаемая Банком Интеза, вполне оправдана. С другой стороны, предлагаемый диапазон находится на уровне ориентиров размещающегося Банка ЗЕНИТ. На наш взгляд, в сравнении с первичным и вторичным рынками, предложение банка смотрится интересным ближе к нижней границе диапазона.

Елена Федоткова

Показатели «дочек» банков-нерезидентов по РСБУ на 1 января 2012 года

	Юни Кредит Банк	Росбанк	Рус- финанс банк	Дельта Кредит	Райффай- зенбанк	ИнгБанк	ХКФ	ОТП	Абсолют	БНП Париба	Кредит Европа Банк	Интеза
Рейтинг	-/BBB/BBB	Baa2/BB+/ BBB+	Baa3/-/ -	Baa2/-/ -	Baa3/BBB /BBB	Baa1/-/ -	Ba3/- /BB-	Ba2/- /BB	Ba3/-/BB+	-/BBB/-	Ba3/- /BB-	Baa3/-/ -
Место по активам	8	9	50	68	10	26	32	38	39	43	49	56
"Материнская" структура												
Наименование	UniCredit Group	Societe Generale			Raiffeisen	ING Group	PPF Group	ОТП Group	КВС Group	BNP Pariba	Credit Europe Bank	Intesa Sanpaolo
Расположение головного офиса (страна, рейтинг)	Италия	Франция			Австрия	Голланд- дия	Чехия	Венгрия	Бельгия	Франция	Голланд- дия	Италия
Рейтинг	A2 / BBB+ / A-	A1 / A / A+			A1 / A / A	A1 / A / A	-/-	Ba2 / BB+ /-	A2/BBB+/ A-	Aa3 / AA- / A+	Ba2 / - / BB	A2/BBB+/ A-
Активы, евро	969 млрд	1,18 трлн			148 млрд	1,28 млрд	12 млрд	34 млрд	285 млрд	1,97 трлн	10 млрд	639 млрд
Необходимость в пополнении капитала до июля 2012г., ЕВА, млрд евро	7,974	2,131			2,127	0	n/a	0	0	1,476	n/a	0
Финансовые показатели, млрд руб.												
Активы	875	598	96	65	565	185	149	115	112	101	96	85
в % к 2010 году	+31,7%	+36,0%	+16,0%	+21,9%	+18,3%	+56,4%	+46,1 %	+19,1%	+6,4%	+64,0%	+15,8%	+5,38%
МБК (размещение средств)	352	76	4	4	120	100	12	12	26	29	11	17
в т.ч. на счетах банков- нерезидентов	293	29	0	0	97	63	5	3	10	6	6	9
доля средств на счетах банков-нерезидентов в активах	33%	5%	0%	1%	17%	34%	3%	2%	9%	6%	6%	10%
Кредитный портфель (gross)	467	405	102	50	372	42	123	96	73	64	77	68
просрочка	3,7%	8,6%	10,0%	0,3%	3,7%	2,7%	13,5%	10,3%	7,0%	1,5%	3,5%	10,8%
Капитал	87	67	24	12	78	26	26	19	18	10	14	12
H1	12,5	12,3	21,8	18,2	13,6	19,7	15,0	16,7	17,1	15,6	14,4	14,7
Средства банков- нерезидентов	229	78	29	39	52	51	2	14	47	71	21	34
доля в пассивах	26%	13%	30%	61%	9%	27%	1%	12%	42%	71%	22%	40%
Средства клиентов- нерезидентов	14	64	3	3	26	5	19	2	0	1	22	17
доля в пассивах	2%	11%	3%	4%	5%	3%	13%	2%	0%	1%	23%	20%
Задолженность перед Минфином	53	18	0	0	0	0	0	2	2	0	1	0
доля в пассивах	6%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	1%	0%	1%	0%
Задолженность перед ЦБ	0	9	3	0	0	7	0	0	0	0	1	0
доля в пассивах	0%	2%	3%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	1%	0%
Прибыль	17,4	8,5	4,5	2,2	15,2	3,8	8,5	5,2	7,0	0,4	3,1	0,5

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48
Факс. (495) 797-52-48
research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Телекоммуникации/

Потребсектор
Евгений Голосной
Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров
Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютов
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.