

12 декабря 2011 г.

В настоящее время на долговом рынке присутствуют предложения от 5 российских эмитентов, причем в основном из финансово сектора и, уже традиционно, субфедерального долга. Так, на этой неделе состоится закрытие книг по бондам МДМ Банка, МСП Банка и Газпромбанка, начнется сбор заявок на облигации лизинговой компании «Каркаде». Кроме того, пройдет аукцион по бумагам Республики Коми.

Среди интересных выпусков мы отмечаем: облигации МСП Банка (риск инвестиционного класса и с премией к эмитентам аналогичного рейтинга), ГПБ (квазигосударственный риск с премией к рынку) и Республики Коми (в силу качественных метрик заемщика).

## Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building

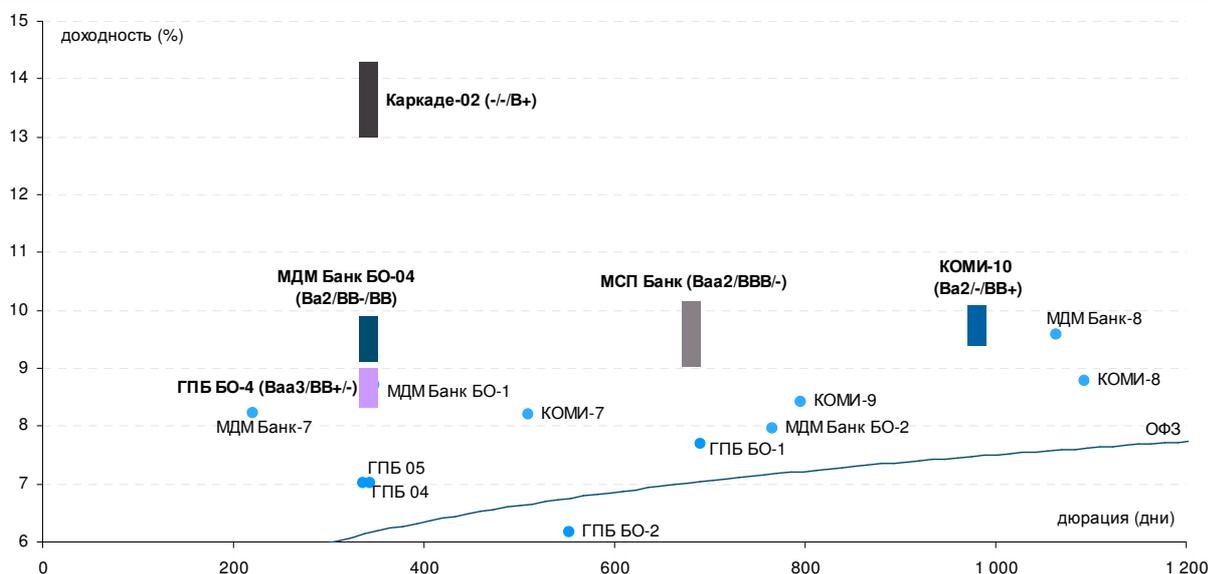
| Выпуск                 | Рейтинг эмитента, М / S&P / F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Объем, млн руб. | Закрытие | Дата размещения | Ориентир купона / доходности, % | Пересмотренный ориентир купона / доходности | PUT / MATURITY, лет       | Наша рекомендация, доходность% |
|------------------------|-------------------------------|------------------------------------|-----------------|----------|-----------------|---------------------------------|---|---------------------------|--------------------------------|
| Республика Коми, 32010 | Ba2 / - / BB+                 | да                                 | 2 100           | аукцион  | 15 дек          | 9,5 / 9,5-10 (цена 100,5-99,3)  | n/a   | аморт / 5, дюр. 3,06 года | от 9,6                         |
| МДМ Банк, БО-04 NEW    | Ba2 / BB- / BB                | да                                 | 5 000           | 14 дек   | 16 дек          | 9-9,5 / 9,2-9,75                | n/a   | 1 / 3                     | от 9,7                         |
| МСП Банк, 01 NEW       | Baa2 / BBB / -                | да                                 | 5 000           | 16 дек   | 21 дек          | 9,0-9,75 / 9,2-9,99             | n/a   | 2 / 10                    | от 9,2                         |
| ГПБ, БО-4 NEW          | Baa3 / BB+ / -                | да                                 | 10 000          | 16 дек   | 20 дек          | 8,25-8,75 / 8,42-8,94           | n/a   | 1 / 3                     | от 8,8                         |
| Каркаде, 02 NEW        | - / - / B+                    | да                                 | 1 500           | 21 дек   | 23 дек          | 12,5-13,5 / 13,1-14,2           | n/a   | 1 / 3                     | n/a                            |

Итоги размещений и закрытия книг на прошлой неделе

| Выпуск                      | Рейтинг, М / S&P / F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Объем, млн руб. | Закрытие  | Дата размещения | Ориентир купона / доходности, % | Пересмотренный ориентир купона / доходности, % | Установленная ставка купона / доходность, % | PUT / MATURITY, лет       |
|-----------------------------|----------------------|------------------------------------|-----------------|-----------|-----------------|---------------------------------|--|---|---------------------------|
| АИЖК, А23                   | Baa1 / BBB / -       | да                                 | 14 000          | 5 дек     | 7 дек           | n/a                             | n/a  | купон - 7,94                                | аморт. / 29               |
| Uranium One Inc 01          | - / BB- / -          | n/a                                | 14 300*         | 5 дек     | 7 дек           | 9,5-10,5 / 9,73-10,78           | n/a  | 9,75 / 9,98                                 | 5 / 10                    |
| Красноярский край, 34005    | Ba2 / BB+ / BB+      | да                                 | 9 000           | аукцион   | 6 дек           | плав. / 9,5-10,0                | n/a  | 9,5 / 9,48                                  | аморт. / 5, дюр. 2,26     |
| ФСК ЕЭС, 18                 | Baa2/BBB/-           | да                                 | 15 000          | 7 дек     | 12 дек          | 8,45-8,85 / 8,63-9,05           | n/a  | 8,5 / 8,68                                  | 2,5 / 12                  |
| Альфа-Банк, 02              | Ba1 / BB / BB+       | да                                 | 5 000           | 7 дек     | 9 дек           | 9,05-9,55 / 9,25-9,77           | n/a  | 9,25 / 9,46                                 | 1,5 / 5                   |
| Свердловская область, 34001 | - / BB / -           | да                                 | 3 000           | 7 дек     | 13 дек          | 9,3-9,8 / 9,50-10,0             | n/a  | 9,27 / 9,49                                 | аморт. / 5, дюр. 2,5 года |
| РСХБ, 05                    | Baa1 / - / BBB       | да                                 | 5 000           | вторичное | 8 дек           | цена 100                        | n/a  | 8,75 / 8,94                                 | 2 / 7                     |
| ЮниКредит Банк, БО-01       | - / BBB / BBB+       | да                                 | 5 000           | 9 дек     | 14 дек          | 8,75-9,0 / 8,94 - 9,2           | n/a  | n/a   | 2 / 3                     |

\* - общий объем по номиналу 16 500 млн руб.

## Карта первичного рынка



Источники: данные организаторов, ММВБ

**Комментарии к размещениям:****NEW МСП Банк (Ваа2/BBB/-)**

14 декабря 2011 года (предварительно) открывается книга по дебютному рублевому выпуску МСП Банка объемом 5 млрд руб. с офертой через 2 года и диапазоном купона 9-9,75% (доходность 9,20-9,99%). Книга будет открыта всего 2 дня и планируется к закрытию 16 декабря. Среди банков с аналогичным рейтингом («BBB» от S&P) и дюрацией альтернатив по доходности на вторичном рынке нет. Последнее отчасти объясняется их большим масштабом или зарубежной «пропиской» их материнской структуры, что в настоящее время довольно спорно. Мы считаем предложение МСП Банка довольно интересным даже на нижней границе отмеченного диапазона.

**NEW МДМ Банк (Ва2/BB-/BB)**

Новый выпуск МДМ Банка предлагает (УТР 9,2-9,75% к годовой оферте) к его уже обращающимся бумагам премию порядка 40-90 б.п., что по верхней границе выглядит довольно интересно. Однако в текущих условиях мы бы отдали предпочтение облигациям Альфа-Банка, книга по которым закрывается сегодня.

**Республика Коми (Ва2/ - /BB+)**

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.

**Итоги последних размещений:**

Прошедшая неделя оказалась довольно щедрой на количество размещений и закрытие книг заявок (5 размещений и 3 книги). Больше всего первичного предложения было от эмитентов из финансового сектора, в частности АИЖК и Альфа-Банк. В целом, выход данных заемщиков на рынок можно назвать относительно успешным, поскольку все они разместились с доходностью ближе к нижней границе заявленных ориентиров. Отметим, что по ЮниКредит Банку итоги закрытия книги заявок пока не доступны. Кроме того, была активность и на вторичном рынке. Здесь РСХБ удалось полностью вернуть «в рынок» выпуск серии 05 объемом 5 млрд руб., который был в полном объеме выкуплен в рамках оферты 8 декабря 2011 года.

К нестандартным первичным предложениям прошлой недели можно отнести дебют рублевых облигаций канадской Uranium One Inc (U1), который в принципе удался компании, но не в полном объеме: установив купон на уровне 9,75% годовых (индикатив был в диапазоне 9,5-10,5% годовых) к оферте через 5 лет, эмитент смог разместить 87% выпуска, тем не менее, на солидную сумму в 14,3 млрд руб. Выход на российский долговой рынок U1 можно назвать успешным в части доходности и срочности выпуска, но вряд ли стоит ждать высокой ликвидности бумаг на вторичном рынке, поскольку, скорее всего, спрос был обеспечен ограниченным кругом инвесторов. Кроме того, нет ясности относительно включения иностранных рублевых облигаций U1 в Ломбард ЦБ и список прямого РЕПО.

На прошлой неделе состоялось закрытие книги по облигациям еще одного корпоративного эмитента – ФСК ЭЭС-18, которое сопровождалось несвойственным для текущих реалий ажиотажным спросом, что, очевидно, было обусловлено инвестиционным классом заемщика. Компания привлекла на долговом рынке 15 млрд руб. под ставку 8,5% годовых, то есть по нижней границе индикатива, причем при переспросе на бумагу более чем в 2 раза (32 млрд руб.). Уровень доходности (8,7% годовых к оферте через 2,5 года), определенный эмитентом при размещении, на наш взгляд, дает возможность для апсайд на вторичном рынке порядка 10-15 б.п.

Уже традиционную для конца года активность на первичном рынке субфедерального долга поддержали два региона: Красноярский край и Свердловская область. Отметим, что новые бумаги данных субъектов федерации выделялись на общем фоне первичного предложения регионов высоким кредитным качеством заемщиков. В результате, итоги размещения/закрытия книги по их бумагам были соответствующими: аукцион по облигациям Красноярского края состоялся по нижней границе ориентира (УТМ 9,48%/2,26 года) при переспросе в 2 раза (18 млрд руб.), а книга заявок на бонды Свердловской области закрылась ближе к нижней границе (УТМ 9,6%/2,5 года) с двукратным превышением спроса (5,76 млрд руб.). Отметим, сейчас бумаги Красноярского края торгуются выше номинала по цене 100,24-100,42%, а техническое размещение облигаций Свердловской области состоится завтра.

**МДМ Банк (Ba2/BB-/BB)**

МДМ-Банк 6 декабря открыл книгу заявок на биржевые облигации серии БО-04 объемом 5 млрд руб. Заккрытие книги – 14 декабря. Размещение состоится 16 декабря. Ориентир по купону установлен в диапазоне 9-9,5%, что соответствует доходности 9,2-9,75% к годовой оферте.

В настоящее время у МДМ Банка (Ba2/B+/BB) обращается три выпуска рублевых облигаций: 07, 08 и БО-01 совокупным объемом 16,2 млрд руб. Напомним также, что сегодня заканчивается размещение Альфа-Банка (Ba1/BB-/BB+) тоже на 5 млрд руб.: при почти тех же ориентирах диапазона доходности (9,25-9,77%) заем подлиннее – на 1,5 года.

Таким образом, выпуск МДМ Банка привлекательнее по ставке, однако учитывая тот факт, что эмитент в 2,5 раза меньше по активам, чем Альфа-Банк, а его рейтинги на ступень ниже, то инвестору, по сути, придется в очередной раз для себя определять комфортное соотношение риск/доходность. В рамках этого последние негативные тенденции в отчетности МДМ Банка за 1 полугодие 2011 года (см. наш обзор [http://nomos.ru/upload/iblock/c27/Daily\\_21\\_10\\_2011.pdf](http://nomos.ru/upload/iblock/c27/Daily_21_10_2011.pdf)) и неопределенность в акционерной структуре (выход И.Кима) играют не в «плюс» банку.

Отметим, что во втором полугодии 2011 года (июль-октябрь) мы наблюдаем продолжение отрицательной динамики: кредитный портфель сократился (по РСБУ) на 6% до 215 млрд руб. С учетом сокращения объема выпущенных ценных бумаг (в том числе ввиду дополнительного PUT-option по займу БО-02), уменьшения размера привлечения средств на МБК и вероятного оттока средств в ноябре ввиду выкупа доли акций Кима на фоне негативной конъюнктуры на финансовых рынках, не исключено, что вопрос дополнительной ликвидности для МДМ Банка довольно актуален. В октябре Банк, судя по отчетности, впервые в этом году привлек депозит Минфина на 10 млрд руб. на срок до 180 дней, что позволило поддержать метрики эмитента. Замена краткосрочного фондирования более долгосрочным, на наш взгляд, позитивно повлияет на финансовую стабильность.

Новый заем к уже обращающимся бумагам МДМ Банка предлагает премию около 40-90 б.п., что, в целом, по верхней границе самостоятельно смотрится достаточно интересно. Однако при текущей конъюнктуре мы отдаем предпочтение более качественному, если сравнивать с Альфа-Банком, эмитенту.

**Финансовые показатели МДМ Банка по РСБУ.**

| млн руб.                                      | 1 янв 10 | 1 янв 11 | 1 апр 11 | 1 июл 11 | 1 авг 11 | 1 сен 11 | 1 окт 11 | 1 ноя 11 | 1ноя11<br>/<br>1январь11 | 1ноя11<br>/<br>1июль11 |
|---|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|--------------------------|------------------------|
| <b>АКТИВЫ</b>                                 |          |          |          |          |          |          |          |          |                          |                        |
| Активы  | 402 776  | 374 655  | 349 642  | 342 165  | 340 855  | 349 269  | 345 309  | 339 397  | -9,4%                    | -0,8%                  |
| Кредитный портфель (gross)                    | 251 121  | 237 782  | 231 704  | 229 570  | 225 151  | 230 823  | 229 557  | 215 375  | -9,4%                    | -6,2%                  |
| Уровень просрочки                             | 13,9%    | 12,4%    | 11,7%    | 10,8%    | 10,8%    | 9,9%     | 10,0%    | 10,3%    | ---                      | ---                    |
| Покрытие просрочки резервами                  | 114,1%   | 121,6%   | 131,8%   | 141,9%   | 142,4%   | 152,4%   | 155,3%   | 152,7%   | ---                      | ---                    |
| Кредиты физлиц                                | 32,8%    | 27,5%    | 27,4%    | 28,5%    | 29,3%    | 28,6%    | 28,9%    | 30,6%    | ---                      | ---                    |
| Кредиты/Депозиты                              | 201,5%   | 158,3%   | 173,0%   | 181,0%   | 169,4%   | 172,0%   | 175,5%   | 152,3%   | ---                      | ---                    |
| Доля в активах                                | 52,5%    | 53,9%    | 56,1%    | 56,8%    | 55,9%    | 56,1%    | 56,1%    | 53,5%    | ---                      | ---                    |
| Операции с ценными бумагами                   | 49 873   | 47 490   | 48 427   | 47 565   | 43 550   | 46 434   | 43 047   | 40 764   | -14,2%                   | -14,3%                 |
| Доля в активах                                | 12,4%    | 12,7%    | 13,9%    | 13,9%    | 12,8%    | 13,3%    | 12,5%    | 12,0%    | ---                      | ---                    |
| <b>ПАССИВЫ</b>                                |          |          |          |          |          |          |          |          |                          |                        |
| Капитал*                                      | 59 981   | 60 229   | 59 641   | 59 450   | 59 375   | 59 204   | 58 554   | 58 256   | -3,3%                    | -2,0%                  |
| Доля в активах                                | 14,9%    | 16,1%    | 17,1%    | 17,4%    | 17,4%    | 17,0%    | 17,0%    | 17,2%    | ---                      | ---                    |
| МБК (привлеченные кредиты и депозиты), в т.ч. | 54 558   | 42 085   | 38 273   | 40 807   | 41 665   | 42 618   | 42 343   | 35 895   | -14,7%                   | -12,0%                 |
| Кредиты ЦБ                                    | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | 0        | ---                      | ---                    |
| Кредиты ЦБ в Пассивах                         | 0,0%     | 0,0%     | 0,0%     | 0,0%     | 0,0%     | 0,0%     | 0,0%     | 0,0%     | ---                      | ---                    |
| Средства клиентов, в т.ч.                     | 54 737   | 44 135   | 44 065   | 46 031   | 43 688   | 46 627   | 46 775   | 43 109   | -2,3%                    | -6,3%                  |
| госсредства                                   | 1        | 12       | 193      | 3        | 6        | 7        | 24       | 25       | ---                      | ---                    |
| юридических лиц                               | 46 212   | 33 328   | 33 172   | 35 399   | 33 154   | 36 510   | 35 531   | 32 713   | -1,8%                    | -7,6%                  |
| физических лиц                                | 8 524    | 10 795   | 10 699   | 10 629   | 10 528   | 10 110   | 11 221   | 10 372   | -3,9%                    | -2,4%                  |
| доля средств в пассивах                       | 13,6%    | 11,8%    | 12,6%    | 13,5%    | 12,8%    | 13,3%    | 13,5%    | 12,7%    | ---                      | ---                    |
| Депозиты, в т.ч.                              | 124 630  | 150 168  | 133 899  | 126 811  | 132 918  | 134 221  | 130 793  | 141 388  | -5,8%                    | 11,5%                  |

|   |        |         |         |        |        |        |        |        |        |        |
|---|--------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| юридических лиц (без учета Минфина)     | 42 124 | 37 702  | 25 733  | 27 426 | 34 708 | 37 165 | 32 755 | 35 499 | -5,8%  | 29,4%  |
| физических лиц                          | 82 506 | 112 466 | 108 166 | 99 385 | 98 210 | 97 056 | 98 038 | 95 889 | -14,7% | -3,5%  |
| доля депозитов в пассивах               | 30,9%  | 40,1%   | 38,3%   | 37,1%  | 39,0%  | 38,4%  | 37,9%  | 41,7%  | ---    | ---    |
| Выпущенные ценные бумаги                | 34 150 | 34 595  | 34 194  | 30 874 | 31 644 | 31 657 | 26 214 | 22 031 | -36,3% | -28,6% |
| доля выпущенных ценных бумаг в пассивах | 8,5%   | 9,2%    | 9,8%    | 9,0%   | 9,3%   | 9,1%   | 7,6%   | 6,5%   | ---    | ---    |
| Балансовая прибыль                      | 850    | 2 001   | 530     | 1 600  | 2 064  | 2 856  | 3 266  | 3 305  | ---    | ---    |

\* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Елена Федоткова**МСП Банк (Ваа2/BBB/-)**

14 декабря (предварительно) открывается книга дебютного рублевого выпуска МСП Банк объемом 5 млрд руб. с офертой через 2 года и диапазоном купона 9-9,75% (доходность 9,20-9,99%). Книга будет открыта не долго – всего 2 дня и планируется к закрытию 16 декабря.

Столь короткие сроки book building, на наш взгляд, обусловлены прямыми родственными связями с Внешэкономбанком (100% в капитале эмитента) и рейтингом от S&P на уровне суверенного, что может прогнозировать довольно высокий спрос на бумаги. По размеру активов банк занимает 40 место, находясь между ОТП и Абсолют Банком. Вместе с тем, МСП не похож на остальные банки, поскольку осуществляет кредитование лишь субъектов малого и среднего предпринимательства. Ключевым моментом данного вида деятельности является то, что банк преимущественно кредитует не напрямую, а через банки-партнеры на МБК. В качестве залога в этом случае, как мы понимаем, выступает право требования по кредиту. К банкам МСП предъявляет ряд условий, которые все же нельзя назвать действительно защитными от различного рода рисков. Так, в списке, помимо оценки на уровне «В-» от международных агентств, есть имена российских рейтинговых бюро. Также есть требование к размеру собственных средств, размер которых не должен быть менее 230 млн руб. То есть в такие условия попадает довольно много небольших региональных банков, что, как нам кажется, несет в себе ряд рисков, поскольку все же банк не в достаточной мере осуществляет контакт непосредственно с самим заемщиком. Однако в списке партнеров есть немало имен довольно крупных российских банков, которым МСП также предоставляет финансирование.

**Финансовые показатели МСП Банка по МСФО**

| Рейтинги (М / S&P / F)                          | МСФО           |         |       |
|---|----------------|---------|-------|
|   | Ваа2 / BBB / - |         |       |
| Показатели отчетности, млн руб.                 | 2010           | 9м 2011 | %     |
| Активы  | 77 669         | 89 996  | 16%   |
| Средства в кредитных организациях               | 50 063         | 59 814  | 19%   |
| Кредиты (net)                                   | 12 536         | 18 248  | 46%   |
| доля в активах                                  | 64,5%          | 66,5%   | ---   |
| Вложения в финансовые активы                    | 11 462         | 6 956   | -39%  |
| доля в активах                                  | 14,8%          | 7,7%    | ---   |
| Средства кредитных организаций                  | 58 123         | 64 602  | 11%   |
| доля в активах                                  | 74,8%          | 71,8%   | ---   |
| Средства клиентов                               | 254            | 356     | 40%   |
| доля в активах                                  | 0,3%           | 0,4%    | ---   |
| Коэффициент достаточности общего капитала (H1)* | 34,4%          | 29,8%   | -4,7% |
| P&L, млн руб.                                   | 9м 2010        | 9м 2011 | %     |
| Чистые процентные доходы (до резервов)          | 1 796          | 2 574   | 43%   |
| Прибыль   | 1 038          | 319     | -69%  |
| Качественные показатели деятельности            | 9м 2010        | 9м 2011 | %     |
| Рентабельность собственных средств              | n/a            | 2,3%    | ---   |
| Рентабельность активов                          | n/a            | 0,5%    | ---   |
| NIM   | n/a            | n/a     | ---   |
| C / I   | 21,8%          | 47,3%   | 25,4% |

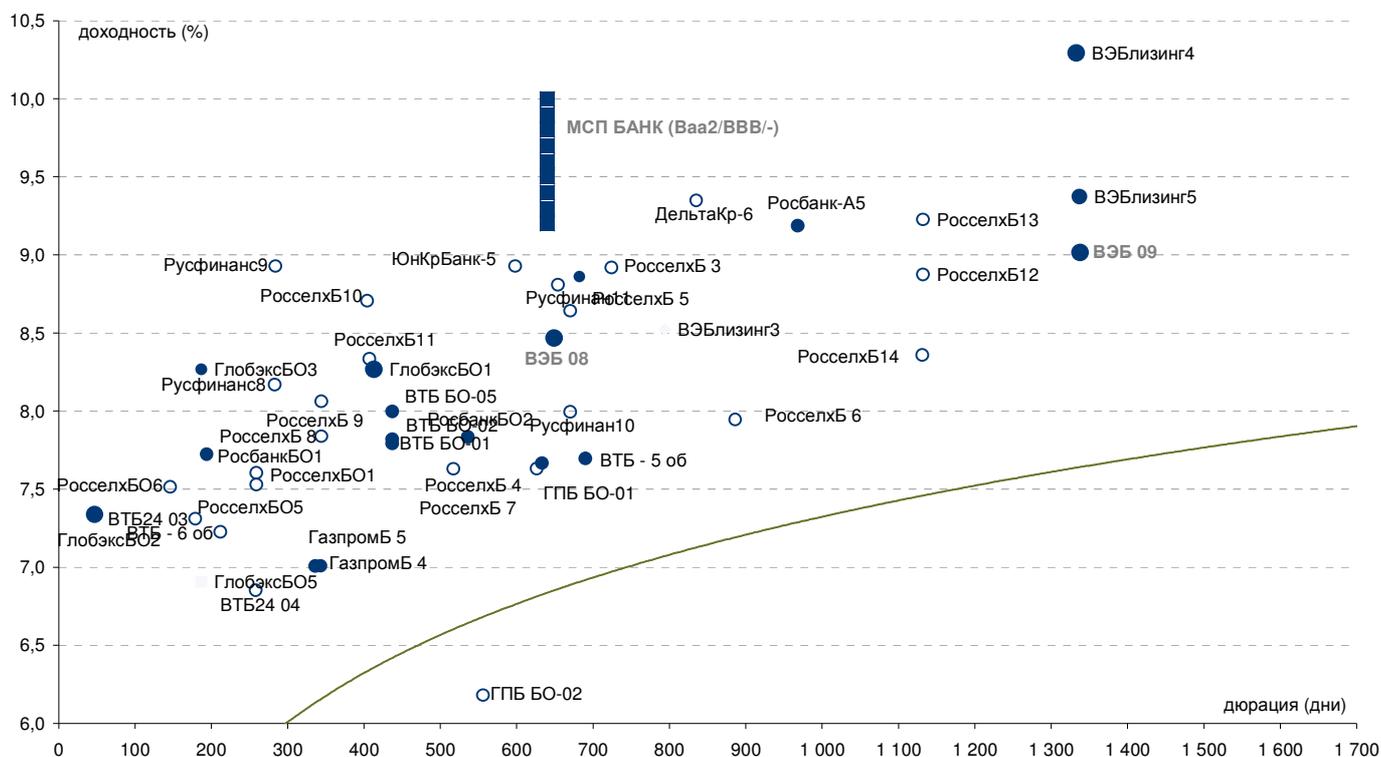
\* данные по РСБУ

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

К финансам банка придаться довольно сложно. Прежде всего, отметим, что ВЭБ довольно часто осуществляет поддержку своей дочерней структуры. Так, в 2009 году капитал был увеличен в 1,5 раза (на 10 млрд руб.), в октябре 2010 года материнская структура предоставила субординированный кредит на 19 млрд руб. Вообще, согласно пятилетней стратегии МСП (взято из СМИ), ежегодно предусмотрена капитализация по 10 млрд руб., что должно обеспечить рост портфеля до 250 млрд руб. к концу 2015 года (по итогам 9 мес. 2011 г – 78,06 млрд руб.). Вполне очевидно, что активное пополнение капитала отражается в высокой достаточности капитала. Так, на начало ноября норматив Н1 банка составлял 29,91% (минимум 10%). В течение текущего года МСП рос довольно быстро – увеличение активов за год составило 15%. Основу фондирования активных операций составляют операции на межбанке - 70% валюты баланса банка, при этом и большая часть активов (66%) формируется также за счет кредитования банков-партнеров на межбанке. Как некоторый негативный момент отметим, что последняя полная отчетность по МСФО доступна лишь за 2009 год, а в рамках размещения организаторами была предоставлена отчетность без расшифровок, что не позволяет в достаточной мере определить качество портфеля заемщиков. Вместе с тем, согласно отчетности по РСБУ, уровень просрочки находится на довольно низком уровне - 3,7%, а покрытие резервами превышает 200% - 233%, что также добавляет баллов кредитному профилю МСП. Как дополнительный положительный момент отметим сокращение портфеля ценных бумаг практически в два раза с 11,46 млрд руб. на начало года до 6,32 млрд руб. по итогам сентября. Минорные ноты в отчетность за 9 мес. 2011 года вносит существенное снижение чистой прибыли банка. Так, за три квартала нынешнего года МСП получил прибыль на 70% ниже годом ранее – 318,9 млн руб. Данный факт был обусловлен переоценкой валютной позиции и портфеля финансовых инструментов.

В части оценки доходности нового предложения МСП можно отметить, прежде всего, что среди банков с аналогичным рейтингом («BBB» от S&P) и дюрацией альтернатив по доходности на вторичном рынке нет. Последнее отчасти объясняется их большим масштабом либо зарубежной «пропиской» их материнской структуры, что в настоящее время довольно спорно. Обращающиеся бумаги ВЭБа и его дочерних структур – ВЭБ Лизинг и Глобэкс – низколиквидны, что вряд ли делает их доходности индикативными. Мы, скорее, склонны ориентироваться на премию к бумагам с аналогичными рейтингами, которая составляет, как минимум 30 б.п., что кажется нам довольно справедливым. Резюмируя, мы считаем предложение банка довольно интересным даже на нижней границе отмеченного диапазона.

Доходность облигаций банков с рейтингом «BBB+/BBB-», ВЭБа, дочерних структур ВЭБа.



Источники: данные организатора, ММВБ

| Финансовые показатели, РСБУ, 101 форма        |             |              |               |              |           |             |             |
|---|-------------|--------------|---------------|--------------|-----------|-------------|-------------|
| млн руб.                                      | 2011 год    |              |               |              |           |             |             |
|   | на 1 ноября | на 1 октября | на 1 сентября | на 1 августа | на 1 июля | на 1 апреля | на 1 января |
| Активы  | 97 628      | 100 596      | 97 929        | 96 606       | 95 921    | 85 560      | 88 778      |
| Кредитный портфель (gross)                    | 20 645      | 20 404       | 20 126        | 19 775       | 19 704    | 17 105      | 14 139      |
| Уровень резервов                              | 8,6%        | 8,7%         | 8,6%          | 8,1%         | 8,4%      | 8,6%        | 10,1%       |
| Уровень просрочки                             | 3,70%       | 3,71%        | 3,72%         | 3,75%        | 3,87%     | 4,81%       | 5,18%       |
| Покрытие просрочки резервами                  | 233,1%      | 235,7%       | 230,5%        | 217,1%       | 216,5%    | 178,1%      | 194,4%      |
| Кредиты физлиц                                | 0,0%        | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%      | 0,0%        | 0,0%        |
| Кредиты/Депозиты                              | -           | -            | -             | -            | -         | -           | -           |
| Доля в активах                                | 19,3%       | 18,5%        | 18,8%         | 18,8%        | 18,8%     | 18,3%       | 14,3%       |
| Операции с ценными бумагами                   | 5 565       | 6 495        | 7 356         | 6 313        | 5 691     | 4 075       | 11 501      |
| Доля в активах                                | 5,7%        | 6,5%         | 7,5%          | 6,5%         | 5,9%      | 4,8%        | 13,0%       |
| Капитал*                                      | 18 348      | 18 349       | 18 352        | 18 352       | 18 354    | 17 783      | 17 781      |
| Доля в активах                                | 18,8%       | 18,2%        | 18,7%         | 19,0%        | 19,1%     | 20,8%       | 20,0%       |
| МБК (привлеченные кредиты и депозиты), в т.ч. | 69 786      | 75 227       | 72 043        | 70 903       | 74 207    | 65 520      | 69 327      |
| Кредиты ЦБ                                    | 0           | 680          | 0             | 750          | 750       | 1 250       | 500         |
| Кредиты ЦБ в Пассивах                         | 0,0%        | 0,7%         | 0,0%          | 0,8%         | 0,8%      | 1,5%        | 0,6%        |
| Средства клиентов, в т.ч.                     | 531         | 494          | 418           | 386          | 424       | 512         | 288         |
| госсредства                                   | 0,0%        | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%      | 0,0%        | 0,0%        |
| юридических лиц                               | 530,6       | 493,5        | 417,7         | 386,4        | 424,4     | 512,1       | 288,2       |
| физических лиц                                | 0,0%        | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%      | 0,0%        | 0,0%        |
| доля средств в пассивах                       | 0,5%        | 0,5%         | 0,4%          | 0,4%         | 0,4%      | 0,6%        | 0,3%        |
| Депозиты, в т.ч.                              | 0,0%        | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%      | 0,0%        | 0,0%        |
| юридических лиц                               | 0,0%        | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%      | 0,0%        | 0,0%        |
| физических лиц                                | 0           | 0            | 0             | 0            | 0         | 0           | 0           |
| доля депозитов в пассивах                     | 0,0%        | 0,0%         | 0,0%          | 0,0%         | 0,0%      | 0,0%        | 0,0%        |
| Выпущенные ценные бумаги                      | 7 267       | 5 232        | 5 219         | 5 205        | 1 794     | 7           | 7           |
| доля выпущенных ценных бумаг в пассивах       | 7,4%        | 5,2%         | 5,3%          | 5,4%         | 1,9%      | 0,0%        | 0,0%        |
| Балансовая прибыль                            | 534         | 217          | 599           | 437          | 180       | 80          | 570         |

\* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

*Игорь Голубев*

## Республика Коми (Ba2/ - /BB+)

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](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 ступень («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.



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   | - / - / B+        | 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-       | 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  | - / 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* / - / B+     | 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 | Ba1 / - / BB+     | 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       | Ba2 / - / BB+     | 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 Полотов**

**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.