

16 апреля 2012 г.

Уходящая неделя ознаменовалась выходом на первичный рынок большого числа эмитентов из самых разных секторов экономики: Теле2-Санкт-Петербург, Ленэнерго, УОМЗ, Трансмашхолдинг (вторичное размещение). В финансовом секторе также сохраняется активность: предложения поступили от Связь-Банка, Азиатско-Тихоокеанского Банка и Банка Кольцо Урала. Все больше эмитентов для привлечения средств обращают свой взор на западные рынки: о road-show объявили НОМОС-БАНК, Промсвязьбанк и Evraz. Среди интересных выпусков мы отмечаем займы Банка Центр-Инвест, ТКС-Банка и Азиатско-Тихоокеанского Банка.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW РОСНАНО, 04	-/BB+/-	да	10 000	16 апр	18 апр	купон 8,1% - 9,1%	n/a	- / 7	от 9,1% (купон)
NEW РОСНАНО, 05			10 000				n/a		
NEW Связь-Банк, 04	-/BB/BB	да	5 000	23 апр	25 апр	8,75-9,0% / 8,94-9,2%	n/a	1 / 10	от 9,1%
NEW Связь-Банк, 05			5 000	17 апр	19 апр	9,5% / 9,73%	n/a	3 / 10	
Центр-инвест БО-02	Ba3/-/-	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%
Каркаде, 02	-/B+	да	1 500	18 апр	20 апр	12-13% / 12,55-13,66%	n/a	аморт/1,47-1,48	от 13,5%
NEW Ютэйр, БО-06	-/-	нет	1 500	20 апр	25 апр	9,8-10,0% / 10,17-10,38%	n/a	1 / 3	-
NEW Ютэйр, БО-07			1 500						-
NEW Ленэнерго, 04	Ba2/-/-	да	3 000	20 апр	24 апр	9,0-9,5% / 9,2-9,73%	n/a	3 / 5	от 9,7%
NEW ПО "УОМЗ", 04	-/B/-	да	1 500	20 апр	24 апр	10,5-11,0% / 10,78-11,30%	n/a	1,5 / 3	от 11,3%
NEW Трансмашхолдинг, БО-01 (вторичн.)	-/-	нет	3 000	23 апр	25 апр	цена 95,22-94,50 / УТМ 9,75-10,25%	n/a	- / 1,7	от 10,0%
NEW Азиатско-Тихоокеанский Банк, 01	B2/-/-	да	1 500	25 апр	27 апр	10,65-11,15% / 10,93-11,46%	n/a	1 / 3	от 11,2%
NEW КБ "Кольцо Урала"	-/B/-	да	1 000	25 апр	27 апр	11,25-11,75% / 11,56-12,09%	n/a	1 / 3	от 12,0%
Еврооблигации, аукционы, book building									
NEW НОМОС-БАНК	Ba3/-/BB	да	n/a	Road show с 16 апреля		n/a	n/a	n/a	-
NEW Промсвязьбанк	Ba2/-/BB-	да	более \$500 млн	изначально road show планировалось с 9 по 11 апреля		n/a	n/a	n/a	-
NEW Evraz (в долл.США)	Ba3/B+/BB-	да	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	-
Распадская	B1-/B+	да	\$300-500 млн	Road show 12-19 апреля		n/a	n/a	n/a	-
Итоги последних размещений									
Выпуск	Рейтинг, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, аукционы, book building									
Банк Интеза 03	Baa3/-/-	да	5 000	6 апр	10 апр	9,25-9,75% / 9,46-9,99%	9-9,50%/9,20-9,73%	9,0% / 9,2%	1,5 / 3
Татфондбанк БО-05	B2/-/-	да	2 000	6 апр	10 апр	11-11,25% / 11,3-11,57%	n/a	11,0% / 11,3%	1 / 3
Россельхозбанк-16	Baa1-/BBB	да	10 000	11 апр	16 апр	8,40-8,60%/8,58-8,78%	n/a	8,55% / 8,72%	3/10
МЕТКОМБАНК 01 (ГК Ренова)	B3/-/-	да	2 000	10 апр	12 апр	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	n/a	10,75% / 11,04%	1 / 3
КБ ДельтаКредит БО-05	Baa2/-/-	да	5 000	<i>перенесено</i>		9-9,50%/9,20-9,73%	n/a	<i>перенесено</i>	-/3
Банк ЗЕНИТ БО-07	Ba3/-/B+	да	5 000	-	12 апр	9,25-9,50% / 9,46-9,73%	n/a	9,2% / 9,4%	2 / 3
Теле2-Санкт-Петербург, 07	-/BB+*	да	6 000	13 апр	17 апр	9,25-9,5% / 9,46-9,73%	9,15-9,35% / 9,36-9,57%	9,1% / 9,3%	3 / 10

* рейтинг присвоен выпуску

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

Комментарии к размещениям:**NEW РОСНАНО (-/BB+/-)**

Новые облигации РОСНАНО, учитывая наличие госгарантии РФ и «ломбардный статус», при их продолжительной срочности и привязке купона к инфляции, скорее всего, найдут интерес у игроков, распоряжающихся пенсионными средствами. Мы рекомендуем принять участие в размещении бумаг ближе верхней границе индикатива.

NEW Связь-Банк (-/BB/BB)

Учитывая уровни последних размещений и текущие предложения, а также существующие риски в кредитном профиле банка, мы рекомендуем участвовать в займе серии 04 ближе к верхней границе диапазона.

NEW Ленэнерго (Ba2/-/-)

Предложение Ленэнерго несет премию к исторической спреду к ФСК, однако наличие более доходных альтернатив на первичном рынке делает участие в размещении интересным ближе к верхней границе.

NEW УОМЗ (B/-/-)

Размещение облигаций УОМЗ серии 04 проходит одновременно с досрочным выкупом выпуска серии 03 тем же объемом и на условиях участия в новом выпуске. Специфика сделки может несколько ограничить интерес «новых» инвесторов, кроме того, на рынке имеются альтернативы по уровню доходности.

NEW Трансмашхолдинг (-/-/-)

Выпуск ТМХ может быть интересен по нижней границе. Вместе с тем, инвесторы должны понимать, что низкая ликвидность сектора может отразиться на ТМХ, и это потребует, по нашему мнению, премии не менее 20 б.п.

NEW Азиатско-Тихоокеанский Банк (B2/-/-)

На фоне обращающихся займов доходность от 11,2% смотрится уже привлекательной.

NEW Банк Кольцо Урала (-/B/-)

Предложение свердловского банка, аффилированного с УГМК, на наш взгляд, может быть интересно ближе к 12% годовых.

Каркаде (-/-/В+)

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

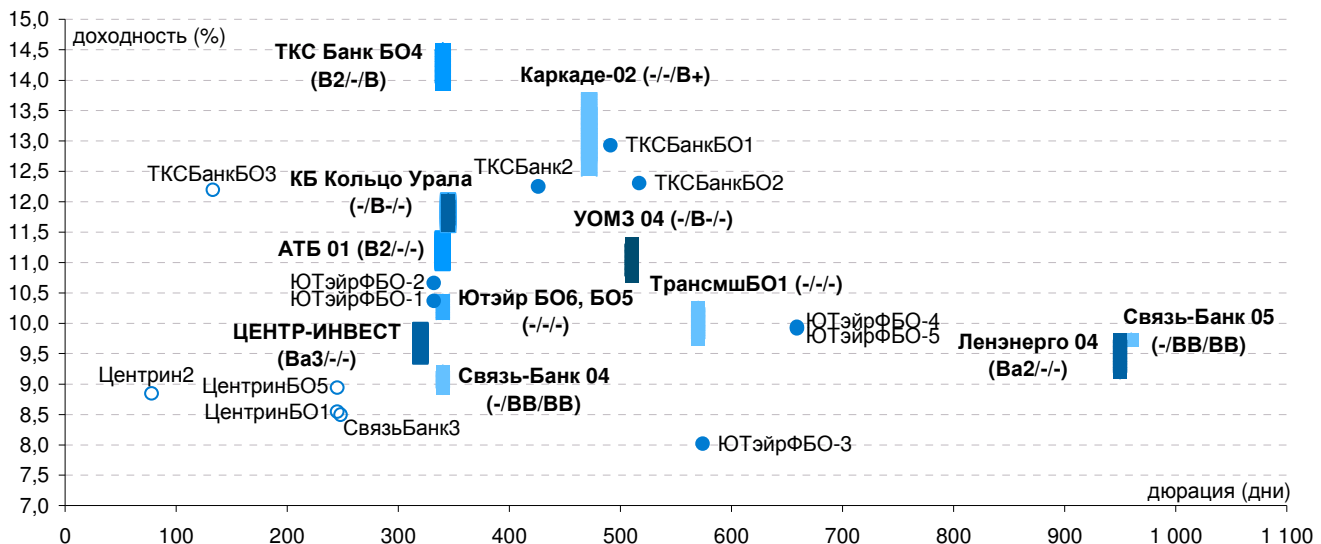
Центр-инвест (Ba3/-/-)

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.

ТКС Банк (B2/-/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.

Распределение доходностей бумаг эмитентов



Итоги последних размещений:

Из размещений текущей недели мы отмечаем успешное, с понижением диапазона, размещение Банка Интеза с займом серии 03. По нижней границе были размещены Татфондбанк БО-05, дебютный заем МЕТКОМБАНКа серии 01, а также Банк ЗЕНИТ БО-07. Банк ДельтаКредит, предлагавший в общем-то привлекательные уровни доходности по выпуску БО-05 предпочел перенести размещение.

После размещений большинство бумаг сохраняют уровни номинала:

Выпуск	Стоимость форвард/вторичный рынок
Банк Русский Стандарт БО-2	100,0-100,1
ВымпелКом 01, 04	99,9-100,0
Металлоинвест 01, 05	99,9-99,95
МСП Банк 01	100,2-100,3

NEW РОСНАНО (-/ВВ+/-)

Событие. РОСНАНО 12 апреля откроет книгу заявок на облигации серий 04 и 05 объемом по 10 млрд руб. каждый. Предварительная дата закрытия – 16 апреля 2012 г., дата размещения – 17 апреля.

Отметим, что облигации имеют плавающий купон, который будет рассчитываться как сумма годового значения ИПЦ за второй календарный месяц, предшествующий месяцу, в котором начинается купонный период, плюс премия. Данная премия будет определена по итогам book-building.

Срок обращения бумаг – 7 лет, оферта не предусмотрена. Ориентир по ставке купона – 8,1-9,1% годовых (ИПЦ 2011г.+200-300 б.п.). Номинал облигаций обеспечен госгарантией РФ при погашении бумаг.

Комментарий. Оценивать кредитное качество РОСНАНО, как и при дебютном размещении облигаций компании в декабре 2010 г., вряд ли имеет смысл, поскольку ее бизнес-модель в настоящее время все еще не вышла на самоокупаемость – компания пока только осуществляет инвестиции и не реализовала ни одного «выхода» из проектов (первые из них ожидаются в 2012 г.). Об этом говорят цифры последней отчетности РОСНАНО за 2011 г. по РСБУ: выручка составила 2,7 млрд руб. (в виде процентных поступлений), в то время как управленческие расходы составили 3,7 млрд руб., а процентные расходы – 3,9 млрд руб. В результате, за минувший год был получен чистый убыток в размере чуть менее 3 млрд руб. В то же время финансовые вложения РОСНАНО в капитал проектных компаний и выданные им займы превысили 91 млрд руб. по итогам 2011 г, а размер долга достиг 68 млрд руб., причем короткая часть составляла всего 0,4 млрд руб., которая полностью покрывалась денежными средствами на счетах на сумму 2,8 млрд руб. (на конец 2011 г.). Кроме того, финансовую устойчивость компании обеспечивают средства, размещенные в банковские депозиты на сумму около 57 млрд руб.

Очевидно, что основной инвестиционной идеей новых облигаций РОСНАНО при их довольно продолжительной срочности (7 лет) по-прежнему остается наличие госгарантии РФ на номинал бумаги при ее погашении, а также их «ломбардный статус». Учитывая привязку купонов облигаций к годовому ИПЦ, скорее всего, интерес к бумагам проявят игроки, распоряжающиеся пенсионными средствами и

желающими защитить их от инфляционных изменений.

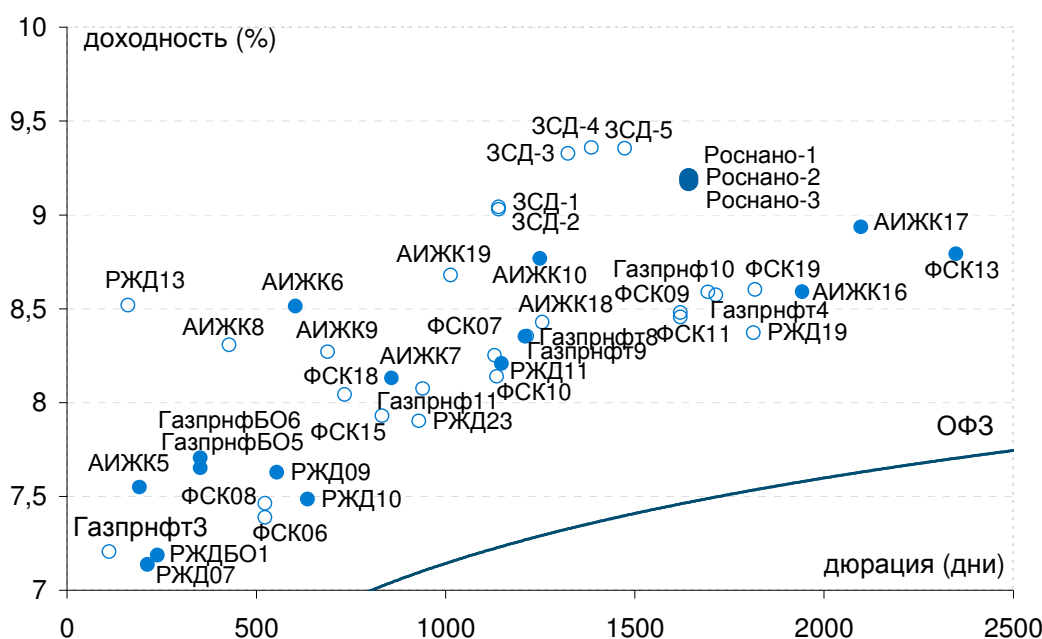
Обращающиеся облигации РОСНАНО серий 01, 02 и 03 с момента размещения не отличались высокой ликвидностью, однако в последнее время в этих бумагах появилась торговая активность: их текущий спрэд к кривой ОФЗ составляет порядка 180-200 б.п. Кроме того, в обращении находятся выпуски эмитентов, принадлежащих государству, как АИЖК, Западный скоростной диаметр (на 100% принадлежит С.-Петербургу), ОАК, ОБОРОНПРОМ, чьи бумаги также обеспечены госгарантиями РФ. Причем, относительная ликвидность наблюдается только в выпусках ЗСД (Ваа3/-/-), главным образом это касается недавно размещенных (2 марта 2012 г.) облигаций серий 03 (УТР 9,3%/1225 дн.), 04 (УТР 9,31%/1348 дн.) и 05 (УТР 9,33%/1470 дн.) – премия бумаг к кривой ОФЗ составляет порядка 190-200 б.п. Принимая во внимание выше обозначенные спрэды, а также наши ожидания годовой инфляции на уровне 6,5%, мы считаем интересным принять участие в выпусках РОСНАНО ближе к верхней границе индикатива с премией порядка 270-300 б.п. Альтернативу бондам компании на этом отрезке дюрации могут составить облигации эмитентов инвестиционного уровня рейтингов как ФСК (Ваа2/BBB/-/-), РЖД (Ваа1/BBB/BBB), Газпром нефть (Ваа3/BBB/-/-), но уровень их доходности несколько ниже, а ликвидность бумаг ограничена.

Финансовые показатели РОСНАНО (РСБУ)

млн руб.	2010	2011	Изм., %
Выручка	-	2,716	-
Валовая прибыль	-	2,700	-
Убыток от продаж	-	988	-
% расходы	-	3,864	-
Чистый убыток	-	2,989	-
Активы	-	175,123	-
Основные средства	-	4,258	-
Дебиторская задолженность	-	9,194	-
Финансовые вложения	-	91,294	-
Денежные средства и их эквиваленты	-	2,814	-
Капитал и резервы	-	59,515	-
Долг, в т.ч.:	-	67,983	-
<i>краткосрочный</i>	-	0,383	-
<i>долгосрочный</i>	-	67,600	-
Кредиторская задолженность	-	47,420	-

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

График доходности облигаций



Александр Полютков

NEW Связь-Банк (-/BB/BB)

Событие. Связь-Банк открыл книгу заявок на облигации серии 04 объемом 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 8,75-9,00% годовых, по доходности – 8,94-9,20% к годовой оферте. Дата закрытия книги – 23 апреля, предварительная дата размещения – 24 апреля.

Комментарий. С этим займом Связь-Банк пытался выйти на рынок в феврале текущего года, однако впоследствии дата размещения была перенесена на март, а впоследствии, видимо, и на апрель. Отметим, что при февральском book-building выпуск маркировался с доходностью на 20 б.п. выше текущего предложения – 9,2-9,46% годовых.

Более подробно мы рассматривали финансовые показатели Связь-Банка в феврале текущего года (см. наш обзор http://www.nomos.ru/upload/iblock/ef4/NOMOS_daily_debt_markets_07_02_2012.pdf). Напомним, после санации банка ВЭБу принадлежит 99,4666% акционерного капитала эмитента. Таким образом, риски кредитной организации можно назвать квазисуверенными. Н1 на 1 марта 2012 года был на высоком уровне 17,23%. Тем не менее, около трети активов банка приходится на ценные бумаги, что ставит его в зависимость от рыночных рисков. На 1 марта у Связь-Банка сохранялась задолженность перед ЦБ и Минфином – 8,3 млрд руб. и 4,3 млрд руб. соответственно. Скорее всего, часть ее сохраняется и на 1 апреля. В целом, привлечение нового займа позитивно повлияло бы на структуру пассивов, «удлиняя» ее.

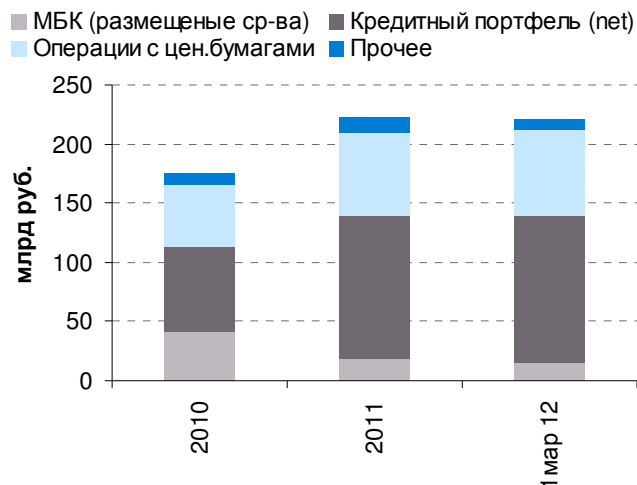
В целом, ориентируясь на рейтинг, предложенные ориентиры с премией от 100 б.п. к кривой госбанков, смотрятся неплохо и по нижней границе. Тем не менее, учитывая предложения Банка ЗЕНИТ, размещение МСП-Банка и Интезы, заем уже не смотрится столь привлекательным. Кроме того, наиболее ликвидный выпуск Глобэксбанка (-/BB/BB) серии БО-02 торгуется с доходностью, близкой к 9,5% годовых при немного более длинной дюреции (443 дня) при тех же рейтингах. Таким образом, мы видим участие в займе интересным все же ближе к верхней границе диапазона.

Финансовые показатели Связь-Банка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 янв 12	1 мар 12	1мар12 / 1мар11	1янв12 / 1янв11
Активы	175 423	221 936	221 160	42%	27%
Денежные средства и драгметаллы	4 609	6 296	2 892	20%	37%
Доля в активах	3%	3%	1%	---	---
МБК (размещенные средства)	42 174	19 459	15 285	-52%	-54%
Кредитный портфель (gross)	79 396	125 320	129 011	56%	58%
Уровень просрочки	8,7%	4,0%	3,8%	---	---
Покрытие просрочки резервами	116,5%	117,1%	118,7%	---	---
Кредиты физлиц	7,9%	12,5%	12,6%	---	---
Кредиты/Клиентские средства	82,6%	87,7%	90,2%	---	---
Доля в активах	40,7%	53,8%	55,7%	---	---
Операции с ценными бумагами	52 322	70 402	73 390	79%	35%
Облигации	47 954	64 984	68 472	83%	36%
Доля в активах	29,8%	31,7%	33,2%	---	---
Капитал*	13 264	15 037	16 549	27%	13%
Доля в активах	7,6%	6,8%	7,5%	---	---
МБК (привлеченные средства)	53 461	40 103	42 498	38%	-25%
Средства клиентов	72 432	66 514	52 662	-18%	-8%
Депозиты	23 667	76 360	90 306	148%	223%
Выпущенные ценные бумаги	3 523	17 104	13 354	591%	386%
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	2,0%	7,7%	6,0%	---	---
Балансовая прибыль	6 032	3 727	53	-93%	-38%

* первый раздел 101 формы

Структура активов Связь-Банка



Структура привлеченных средств клиентов

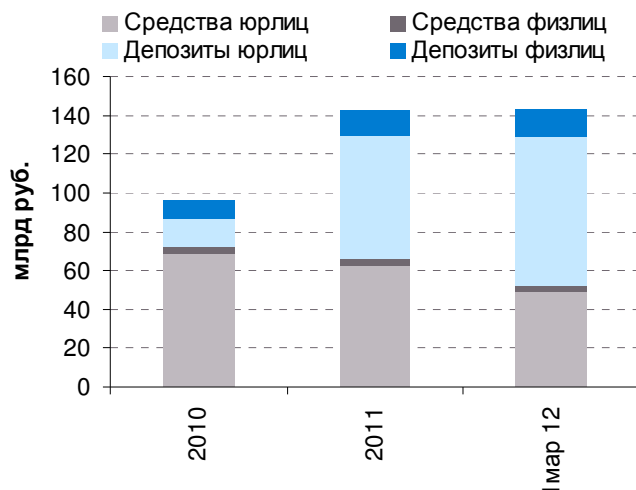
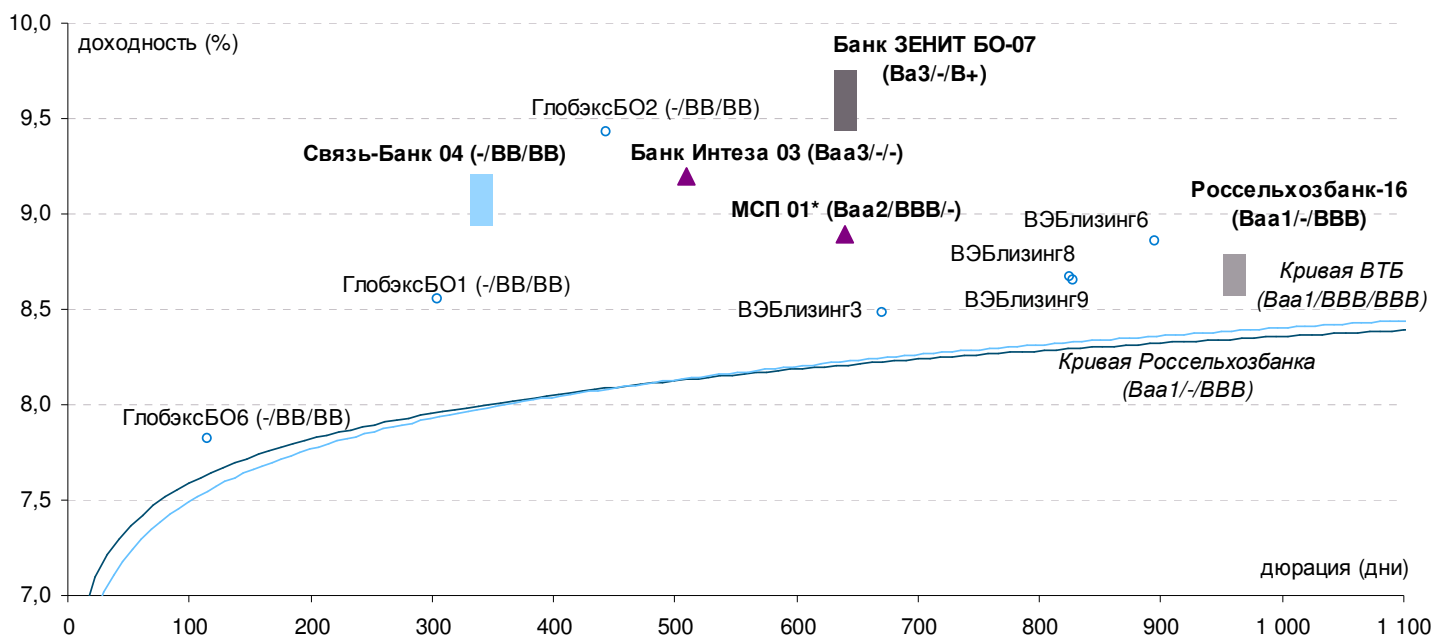


График доходности облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

NEW Ленэнерго (Ва2/-/-)

Событие. ОАО «Ленэнерго» планирует 20 апреля открыть книгу заявок на облигации серии 04 объемом 3 млрд руб., сроком обращения 5 лет и офертой через 3 года. Диапазон купона составляет 9-9,50% годовых, что формирует доходность 9,20-9,73%. Рейтинг эмитента от Moody's на уровне «Ва2» позволяет бумагам быть включенным в Ломбард ЦБ.

Комментарий. Ленэнерго – одна из ведущих электросетевых компаний, осуществляющая свою деятельность на территории С.-Петербурга и Ленинградской области. Основным акционером является МРСК Холдинг, доля которого в капитале сетевой компании составляет 50,3%, комитету госимущества С.-Петербурга принадлежит 25,16%, еще 8,87% акций находится в свободном обращении. Выручка Ленэнерго формируется преимущественно (71% за пол. 2011 г.) за счет передачи электроэнергии на территории С.-Петербурга и Ленинградской области, а также платы за техническое присоединение (23%).

Энергетики, за исключением ФСК, достаточно давно не размещали свои бумаги на локальном долговом рынке. Последнее, возможно, обусловлено практически отсутствующей ликвидностью всех бумаг, за исключением ФСК. Вместе с тем, за последнее время в российском сетевом комплексе все не совсем

гладко. Ранее, сетевые компании были одними из флагманов энергетического сектора и многие надежды возлагались на переход к RAB регулированию, которое было запущено в 2008 году, а в прошедшем году планировался полный переход на систему долгосрочного регулирования. Однако последнее совпало с началом программы по сдерживанию цен на электроэнергию.

Для Ленэнерго это отразилось ограничением роста по котловому тарифу в год на 11%. Отметим, что уже в 2011 году тарифы в С.-Петербурге были снижены на 2,3%, а в Ленинградской области – на 4,4%. На этот год в первом полугодии рост не запланирован, во втором полугодии ожидается прирост, с учетом наложенных ограничений регулятором, на 11%. При этом для реализации намеченной инвестиционной программы без ущерба для потоков, по нашим подсчетам, рост тарифа должен находиться на уровне 23%. Данный факт формирует риск того, что при недостаточной корректировке инвестиционной программы компания будет вынуждена привлекать дополнительные внешние заимствования. По нашим подсчетам, метрика Net Debt/EBITDA (РСБУ) была одной из самых высоких среди остальных дочерних компаний Холдинга МРСК. Надеяться на весомую поддержку со стороны акционеров вряд ли возможно. Так, в 2012-2013 гг. Ленэнерго может получить от Холдинга МРСК 5 млрд руб., тогда как до 2015 года капитальные расходы составляют 80 млрд руб. Вложения в капитал от муниципальных властей предполагают передачу объектов электросетевого комплекса города. Остается рассчитывать на снижение объема капитальных расходов, субсидирование из бюджета и более весомый рост тарифов. Два последних момента все же приобретают большую вероятность в «послевыборный» период. В части инвестиционной программы отметим, что на 2011 год, по данным компании, инвестиционная программа была снижена на 3,7%, а на нынешний год более существенно - на 36% до 13,3 млрд руб. Отметим, что, согласно ожиданиям компании, убыток по передаче э/э за 2012 г. планируется в размере 5,1 млрд руб.

Менеджмент компании на состоявшейся встрече в рамках размещения облигационного займа был довольно оптимистичен в части роста долговой нагрузки и не планирует превышать значения 2011 года. По данным компании, согласно МСФО (сама отчетность пока не доступна), метрика Net Debt/EBITDA, с учетом отрицательной переоценки основных средств, составила 3,5х (без учета 2,03х). За период со 2 квартала 2012 года до 2016 года Ленэнерго планирует привлечь 36,5 млрд руб., большая часть (34,9 млрд руб.) из которых пойдет на рефинансирование обязательств, то есть на увеличение долгового портфеля останется лишь 1,6 млрд руб. Последнее при объеме капитальных затрат в 80 млрд руб. и снижении заранее запланированных темпов роста тарифов вызывает некоторое сомнение.

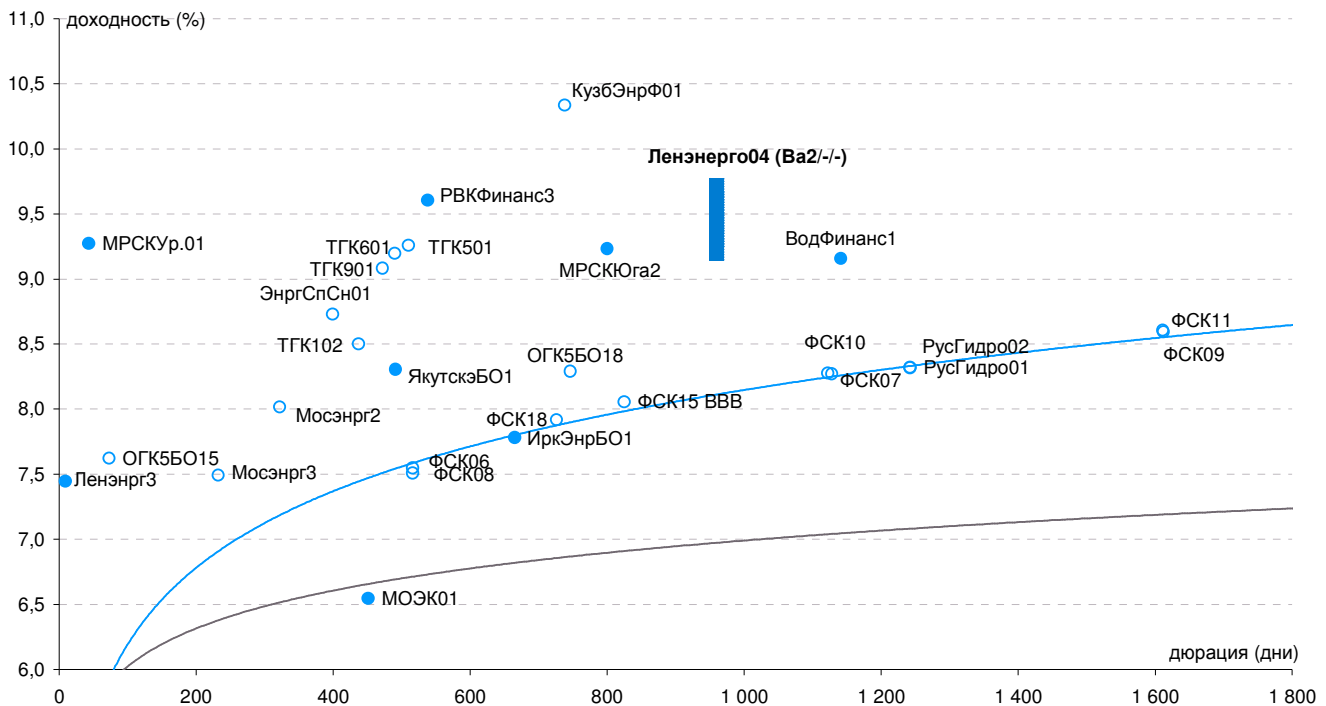
Возвращаясь к бумагам компании, отметим, что, по нашим подсчетам, исторически спрэд бумаг Ленэнерго к кривой ФСК был на уровне 150-170 б.п. Исходя из этого, предложенный диапазон (премия к кривой ФСК около 200 б.п.) уже на нижней отметке дает премию к исторически сложившемуся спрэду порядка 50-70 б.п., что может выглядеть довольно интересно. Вместе с тем, некоторым ограничивающим фактором могут выступить риски ухудшения кредитного качества компании, а также низкая ликвидность выпуска, по аналогии с другими бумагами. Также довольно неплохую альтернативу первичному предложению Ленэнерго может составить выпуск Теле2, который с такой же дюрацией и рейтингом на ступень выше (Fitch «BB+») предлагает доходность выше - 9,36-9,57%. Учитывая отмеченное выше, для инвесторов, предпочитающих энергетику, мы рекомендуем участвовать все же ближе к верхней границе обозначенного индикатива.

Финансовые результаты Ленэнерго, 2010-2011 гг., РСБУ.

руб. млн	Ленэнерго		
	2010	2011	Изм. %
Выручка	34 200	37 009	8,2
Прибыль от продаж	6 442	5 252	-18,5
Операционный денежный поток	6 640	7 893	18,9
ЕБИТДА	10 577	10 353	-2,1
Чистая прибыль	3 535	1 417	-59,9
% расходы	938	1 167	24,4
Активы	88 632	107 778	21,6
Денежные средства и их эквиваленты	329	6 796	>100
Финансовый долг, в т.ч.:	14 733	26 993	83,2
долгосрочный	13 562	20 800	53,4
краткосрочный	1 172	6 193	>100
Чистый долг	14 405	20 197	40,2
Рентабельность ЕБИТДА	30,9%	28,0%	-3,0 б.п.
Рентабельность по чистой прибыли	10,3%	3,8%	-6,5 б.п.
Фин.долг/ЕБИТДА	1,39	2,61	1,21
Чистый долг/ЕБИТДА	1,36	1,95	0,59
ЕБИТДА/% расходы	11,27	8,87	-2,40
Фин. долг/Активы	0,17	0,25	0,08

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНК

График доходности облигаций энергетического сектора



Игорь Голубев

NEW УОМЗ (В-/-/-)

Событие. УОМЗ (г. Екатеринбург) 18 апреля откроет книгу заявок на облигации серии 04 объемом 1,5 млрд руб. Предварительная дата закрытия – 20 апреля 2012 г., дата размещения – 24 апреля. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 10,50-11,00% годовых, что соответствует доходности 10,78-11,30% годовых к оферте через 1,5 года. Бумаги соответствуют требованиям Ломбарда ЦБ.

Отметим, что одновременно с размещением облигаций серии 04 УОМЗ намерен в рамках досрочной оферты провести (в те же сроки) выкуп облигаций серии 03 объемом 1,5 млрд руб. по номиналу, но на условиях участия в новом выпуске (серии 04).

Напомним, что облигации серии 03 были размещены по закрытой подписке среди квалифицированных инвесторов чуть более года назад, в феврале 2011 г., с доходностью 10,78% годовых к оферте через 1,5 года.

Комментарий. Напомним, что УОМЗ – ведущее предприятие российского ОПК по производству оптоэлектронных приборов военного и гражданского назначения, которое входит в состав стратегически важных предприятий РФ. Компания является единственным в стране разработчиком и производителем опто-локационных станций для российских боевых самолетов и вертолетов, а также оптического оборудования для морских и сухопутных носителей. Крупнейшими потребителями продукции УОМЗ являются предприятия российского ОПК: Иркут, Прогресс, Камов, КНААПО, Сухой, Роствертол и др. В сфере гражданского приборостроения УОМЗ занимается производством систем оптического наблюдения, медицинской техники, светотехники, геодезического оборудования и др. Отметим, что УОМЗ помимо экспорта продукции через ФГУП «Рособоронэкспорт» с 2003 г. обладает правом и на самостоятельную внешнеэкономическую деятельность: география продаж охватывает более 75 стран мира, в том числе Индию и Китай.

Единственным собственником ОАО «ПО «УОМЗ» является государство в лице госкорпорации «Ростехнологии», которое оказывает предприятию, в том числе, финансовую поддержку в виде субсидий из федерального бюджета на покрытие части процентных платежей, софинансирования НИОКР и технического перевооружения производства. Причем, вливания осуществляются через увеличение уставного капитала. Так, в январе 2012 г. по закрытой подписке состоялось размещение допэмиссии акций УОМЗ на сумму 349 млн руб., а уже в марте в пользу государства началось размещение допвыпуска акций на 737 млн руб.

Что касается кредитного качества УОМЗ, то его можно охарактеризовать как среднее. Выручка предприятия по итогам 9 мес. 2011 г., согласно отчетности по РСБУ, составила 2,8 млрд руб. («+18,4%» к а.п.п.г.), показатель EBITDA, по нашим оценкам, – 547 млн руб. («-12,6%»), а чистая прибыль – около 5 млн руб. («-18,2%»). При этом рентабельность EBITDA снизилась за год до 19,5% («-6,9 п.п.» к 9 мес. 2010 г.). Долговая нагрузка УОМЗ на конец сентября 2011 г. была весьма высокой: соотношение

Долг/ЕБИТДА составляло порядка 7,6х, а Чистый долг/ЕБИТДА – 6,4х. Размер долга был равен 5,6 млрд руб., из которых на краткосрочную часть приходилось 10,3% или 576 млн руб. Очевидно, что последняя цифра не учитывает оферту по облигациям серии 03 объемом 1,5 млрд руб., которая должна состояться в августе 2012 г. Если предположить, что УОМЗ рефинансирует данный выпуск новым займом, то риски погашения короткого долга у предприятия будут невысокими, поскольку он полностью перекрывался запасом денежных средств (925 млн руб.). Тем не менее, мы считаем, что стабильность текущего кредитного профиля УОМЗ во многом зависит от государственной поддержки как напрямую через пополнение капитала, так и косвенно – посредством размещения заказов на предприятиях ОПК.

Финансовые показатели УОМЗ (РСБУ)

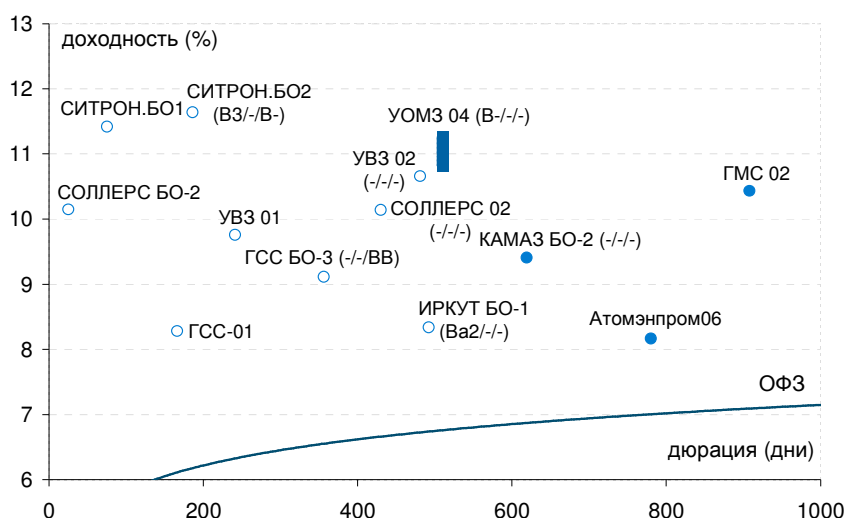
млн руб.	2010	9 мес. 2011	9 мес. 2010	Изм., %
Выручка	3,159	2,812	2,374	18,4
Валовая прибыль	1,329	960	1,057	-9,2
Прибыль от продаж	676	324	516	-37,2
ЕБИТДА	815	547	626	-12,6
<i>ЕБИТДА margin</i>	25,8%	19,5%	26,4%	-6,9 п.п.
Чистая прибыль	35	5	6	-18,2
<i>margin</i>		0,2%	0,3%	-0,1 п.п.
% расходы	446	350	484	-27,7
Активы	11,717	12,944	-	10,5
Основные средства	3,732	3,606	-	-3,3
Дебиторская задолженность	1,395	1,830	-	31,2
Денежные средства и их эквиваленты	1,001	925	-	-7,6
Капитал и резервы	3,527	3,748	-	6,3
Долг, в т.ч.:	4,952	5,609	-	13,3
<i>краткосрочный</i>	2,030	576	-	-71,6
<i>долгосрочный</i>	2,922	5,033	-	72,2
Чистый долг	3,951	4,684	-	18,6
Кредиторская задолженность	3,113	3,546	-	13,9
Долг/ЕБИТДА	6,1	7,6	-	
Чистый долг/ЕБИТДА	4,9	6,4	-	

Источники: данные компании, СПАРК-Интерфакс, Информационный меморандум, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Учитывая характер предстоящей сделки (по сути обмена одного выпуска на другой) у владельцев облигаций серии 03 есть неплохая возможность повысить «плату» за риски кредитного профиля УОМЗ, поскольку обозначенный индикатив купона 10,50-11,00% по новым бондам серии 04 предлагает премию до 50 б.п. к действующей ставке 10,5% годовых облигаций серии 03. Кроме того, привлекательность бондов УОМЗ серии 04 может возрасти в случае их включения в Ломбард ЦБ.

Что касается интереса «новых» инвесторов к первичному предложению, то оно может быть ограниченным в силу специфики сделки и небольшого объема выпуска, ликвидность которого на вторичном рынке может быть весьма сдержанной. Поэтому инвесторов, готовым принять вышеперечисленные риски, мы рекомендуем участие ближе к верхней границе.

График доходности облигаций



Отметим, что в настоящее время на рынке присутствуют довольно интересные альтернативы УОМЗ по уровню доходности при схожем уровне кредитных метрик и кредитного рейтинга, если придерживаться стратегии покупки бумаг до погашения. Например, облигации СИТРОНИКСА (ВЗ/-/В-) серии БО2 (УТР 11,64%/186 дн.), которые при более короткой дюрации дают неплохую премию.

Александр Полютков

NEW Трансмашхолдинг (-/-/-)

Событие. Трансмашхолдинг предлагает инвесторам вторичное размещение бумаг серии БО-1 объемом 3 млрд руб. Доходность к погашению составляет 9,75-10,25%, то есть бумаги будут предлагаться по цене 95,22-94,50% от номинала. Открытие книги заявок состоялось 10 апреля, закрытие намечено на 23 апреля.

Комментарий. Вкратце напомним, что Трансмашхолдинг (ТМХ) является управляющей компанией ведущих предприятия железнодорожного машиностроения, в том числе Тверского Вагоностроительного Завода, Метровагонмаша, Брянского машиностроительного завода. Компания занимается выпуском локомотивов, железнодорожных и метровагонов. Основными акционерами являются конечные бенефициары холдинга УГМК – контролируется структурами Искандера Махмудова и Андрея Бокарева. Напомним, что одним из ключевых событий прошедшего года стало вхождение в капитал французской компании Alstom, которая на сегодняшний день владеет 25% капитала компании, еще 25% принадлежит РЖД, которые являются одними из ключевых заказчиков ТМХ. Отметим, что одним из основных минусов ТМХ является довольно низкая транспарентность бизнеса. К моменту размещения была доступна лишь отчетность за 2011 года по РСБУ, которая не дает полноценную картину состояния бизнеса на сегодняшний день. Вместе с тем, если опираться лишь на российские стандарты отчетности, то получаются довольно неплохие цифры. Совокупные продажи за год составили 65,8 млрд руб., увеличившись на треть по сравнению с 2010 годом. Рентабельность продаж также показывала положительную динамику – 5,8% '11 vs 4,6% '10. Чистая прибыль за год составила 3,8 млрд руб., что было на 30% ниже результатов 2010 года. Однако важно учитывать, что у ТМХ на итоговый результат оказывала давление переоценка акций, добавившая в чистую прибыль предыдущего отчетного периода 3,98 млрд руб. Долг компании составил по итогам декабря 14,5 млрд руб., по нашим подсчетам, метрика Debt/EBITDA могла составить порядка 3,5-3,7х. При этом, как мы понимаем, отчетность не носит консолидированный характер и, вероятно, не включает обязательства дочерних предприятий, что может означать риски роста долга по группе.

Финансовые результаты ТМХ, РСБУ

млн руб.	Трансмашхолдинг (РСБУ)		
	2010	2011	Изм. %
Выручка	50 677	65 775	29,8
Операционный денежный поток	2 252	n/a	-
Свободный денежный поток	-3 891	n/a	-
ЕБИТДА	2 336	3 829	64
Чистая прибыль	5 729	3 807	-33,6
% расходы	-1 117	-946	-
Активы	46 782	48 371	3,4
Денежные средства и их эквиваленты	103	41	-60,3
Финансовый долг, в т.ч.:	16 006	14 481	-9,5
долгосрочный	0	8 000	-
краткосрочный	16 006	6 481	-59,5
Чистый долг	15 903	14 440	-9,2
Рентабельность ЕБИТДА	24,5%	20,1%	-4,4 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	11,3%	5,8%	-5,5 п.п.
Фин.долг/ЕБИТДА	6,8	3,7	-3,1
Чистый долг/ЕБИТДА	6,8	3,7	-3,1
ЕБИТДА/% расходы	2,09	4,04	1,95
Фин. долг/Активы	0,34	0,30	-0,04

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

На сегодняшний день в машиностроительном сегменте довольно сложно найти ликвидный выпуск - отметим лишь Гидромаш2 и Соллерс2. Последний выпуск, по нашему мнению, может быть ориентиром для бумаг ТМХ. Последние сделки с бумагами Соллерса, который на полгода короче бумаг серии БО-1,

проходили на уровне 9,99%. В «плюс» к Соллерсу можно записать большую транспарентность, однако многие проекты еще находятся в стадии развития. Учитывая это, мы считаем, что выпуск ТМХ может быть интересен по нижней границе. Вместе с тем, инвесторы должны понимать, что низкая ликвидность сектора может отразиться на ТМХ, и это потребует, по нашему мнению, премии не менее 20 б.п. Отметим, что на рынке сейчас размещается еще один актив господина Махмудова – Банк Кольцо Урала, предлагающий доходность 11,56%-12,02% с более короткой дюрацией – 1 год. Для инвесторов, обращающих внимание преимущественно на акционеров, выпуск банка может выступить альтернативой, особенно принимая во внимание вероятность ломбарда для бумаг банка, в отличие от ТМХ.

Игорь Голубев

NEW Азиатско-Тихоокеанский Банк (B2/-/-)

Событие. 23 апреля откроется книга на дебютные облигации Азиатско-Тихоокеанского Банка серии 01 объемом 1,5 млрд руб. Ориентир по ставке купона 10,65-11,15% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 10,93-11,46% годовых. Закрытие книги – 25 апреля, предварительная дата размещения – 27 апреля.

Комментарий. Наиболее интересным эмитентом для сравнения выступает Банк Восточный Экспресс. Во-первых, по географическому принципу – оба наиболее хорошо представлены на Дальнем Востоке и зарегистрированы в Благовещенске. Правда, КБ Восточный с сетью более 1300 отделений уже претендует на федеральный уровень, в то время как АТБ с сетью в 6 раз меньше все же остается больше региональным банком. Во-вторых – вхождение иностранных акционеров в капитал: у КБ Восточный – IFC (13,86%), у АТБ – East Capital (17,91%) и IFC (6,99%). В-третьих – оба банка розничные, соответственно, риски у них во многом схожи. Однако Восточный более чем в 2 раза больше по активам, и его рейтинг на ступень выше.

Что касается непосредственно Азиатско-Тихоокеанского Банка, то среди основных моментов мы отмечаем:

- **высокие темпы развития** – по итогам 2011 года рост активов банка составил 42% и кредитного портфеля – 75%. В настоящее время эмитент занимает 75 строчку в рэнкинге российских банков (82 место на конец 2010 года). Физическим лицам предоставляются потребительские кредиты и в небольшом количестве – ипотека. По юрлицам подробной расшифровки нет, но кредитная организация позиционирует себя как одного из лидеров по обслуживанию внешнеторговых операций на Дальнем Востоке.

- **основной источник фондирования – средства населения**, на него приходится более половины пассивов.

- **уровень достаточности капитала** на 1 марта 2012 года (Н1) по РСБУ – 11,39% (Восточный Экспресс – 11,69%), таким образом эмитент для сохранения высоких темпов развития, вероятно, скоро задумается о пополнении капитала.

- **акционерная структура** - материнской компанией эмитента является ООО «ППФИН РЕГИОН» (Российская Федерация). По состоянию на 31 марта 2011 года сторонами, обладающими конечным контролем над Банком, является преимущественно топ-менеджмент: Вдовин Андрей (16,8975%), Якубовский Кирилл (16,8975%), Аксенов Евгений (5,21%), а также Масловский Павел (16,8975%), Хамбро Петер (16,8975%). А также, как было отмечено выше, нерезиденты - East Capital Explorer Financial Institution Fund (Швеция) (17,91%), Международная Финансовая Корпорация (6,99% владения).

- **доля операций с ценными бумагами в активах банка превышает 20%** - на наш взгляд, можно уже говорить о наличии некоторой зависимости от конъюнктуры на рынке ценных бумаг. Треть из них – векселя, остальное – облигации, причем в облигациях четверть представляет собой госдолг, поэтому отчасти их можно рассматривать как подушку ликвидности.

Поскольку отчетность по МСФО на конец 2011 года не доступна, то в основном мы ориентировались на РСБУ. При первом приближении, по нашему мнению, при размещении банку придется предоставить премию за дебют, за «первичку» (тем более, что облигации не биржевые) и за разницу в рейтингах к Восточному Экспрессу, что в целом составит около 80-100 б.п., то есть доходность на уровне от 11,2% годовых смотрится уже привлекательно.

Финансовые показатели Азиатско-Тихоокеанского Банка по РСБУ

млн руб.	КБ Восточный на 1 марта 2012	Азиатско-Тихоокеанский Банк					
		1 янв 10	1 янв 11	1 янв 12	1 мар 12	1мар12 / 1мар11	1янв12 / 1янв11
Активы	137 561	19 862	41 462	57 464	62 294	42%	39%
Денежные средства и драгметаллы	3 648	842	1 122	2 442	1 794	77%	118%
Доля в активах	3%	4%	3%	4%	3%	---	---

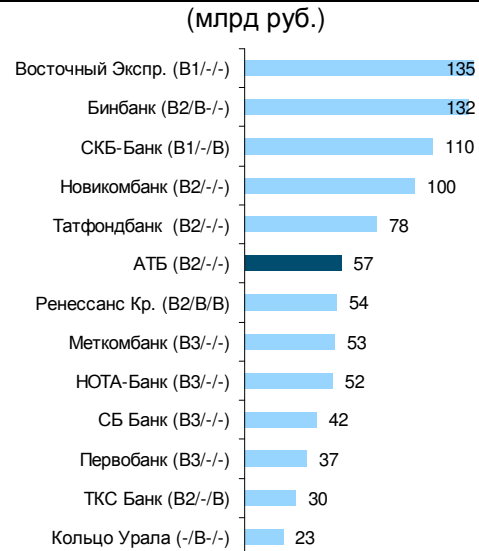
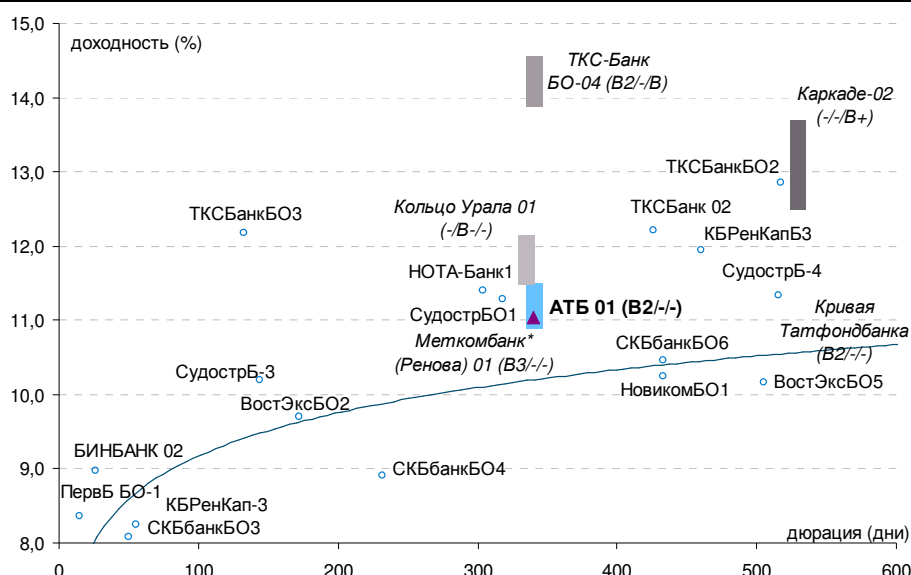
МБК (размещенные средства)	8 310	3 327	9 073	3 051	2 882	-68%	-66%
Кредитный портфель (gross)	110 795	11 710	22 726	40 078	42 036	75%	76%
Уровень просрочки	3,2%	11,3%	5,2%	3,2%	3,3%	---	---
Покрытие просрочки резервами	231,7%	190,2%	218,2%	205,3%	211,2%	---	---
Кредиты физлиц	97,1%	65,6%	62,0%	68,2%	69,4%	---	---
Кредиты/Клиентские средства	102,8%	73,5%	72,1%	90,5%	92,6%	---	---
Доля в активах	74,6%	46,3%	48,6%	65,1%	62,8%	---	---
Операции с ценными бумагами	9 373	3 752	7 507	9 782	13 722	50%	30%
Облигации	9 367	1 312	3 411	5 007	9 421	92%	47%
Доля в активах	6,8%	18,9%	18,1%	17,0%	22,0%	---	---
Капитал*	11 727	2 717	4 069	5 718	6 280	54%	41%
Доля в активах	8,5%	13,7%	9,8%	10,0%	10,1%	---	---
МБК (привлеченные средства)	7 169	231	1 071	2 583	5 251	387%	141%
Кредиты ЦБ	0	0	0	0	0	---	---
Средства клиентов	7 502	4 757	8 162	10 477	9 948	14%	28%
Депозиты	100 309	11 166	23 350	33 824	35 437	41%	45%
Балансовая прибыль	880	115	1 876	1 942	437	352%	4%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей в финансовом секторе

Активы** банков со схожими рейтингами



* данные по последнему размещению

** на 1 января 2012 г., РСБУ

Елена Федоткова

NEW Банк Кольцо Урала (-/В/-)

Предложение свердловского банка, аффилированного с УГМК, на наш взгляд, может быть интересно ближе к 12% годовых.

Событие. 18 апреля будет открыта книга на дебютный выпуск свердловского Банка «Кольцо Урала» серии 01 объемом 1 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 11,25-11,75%, что соответствует доходности 11,56-12,09% к годовой оферте. Дата закрытия книги – 25 апреля, планируемая дата размещения – 27 апреля.

Комментарий. Отметим, что в последнее время все больше финансовых организаций с рейтингами спекулятивного уровня выходит на первичный рынок. В настоящее время открыта книга по ТКС-Банку (B2/-/В). На днях закрыл книгу по дебютному выпуску Меткомбанк (B3/-/-), аффилированный с Группой Ренова. На наш взгляд, при определении справедливого уровня доходности вполне можно ориентироваться на эти два займа.

Что касается ТКС-Банка, то заемщик довольно хорошо известен на рынке, имеет прозрачный бизнес и акционерную структуру. При этом его рейтинги на ступень выше.

С точки зрения Меткомбанка, акционер (Ренова), как и в случае с Банком Кольцо Урала, информационно достаточно закрыт, хотя конечный бенефициар – В.Вексельберг все же более публичная персона, на

наш взгляд, по сравнению с Искандером Махмудовым, совладельцем Группы УГМК. Кроме того, Меткомбанк в 2,3 раза больше. Что еще отличает эти два банка, так это зависимость от аффилированных структур – если в случае Меткомбанка связь очень тесная, то Банк Кольцо Урала в своей презентации ясно дает понять, что «характерная черта бизнеса – отсутствие зависимости от связанных сторон как по активам, так и пассивам». Судя по отчетности по МСФО за 2010 год (последняя доступная), так и есть, но стоит оговориться, что в качестве связанной стороны банк подразумевает только своего непосредственного акционера - ООО «Медногорский медно-серный комбинат» (95%), входящего в Группу УГМК. В своем последнем отчете (июль 2011 года) S&P пишет о том, что «положительное влияние на деятельность банка оказывает его связь с группой УГМК, поскольку банк обслуживает 70 тыс. ее сотрудников и постоянно получает субординированные депозиты, позволяющие банку выполнять требования к размеру регулятивного капитала». Также не стоит забывать о текущей благоприятной конъюнктуре на рынке меди, что можно рассматривать как позитивный фактор для эмитента. В 2010 году, согласно отчетности МСФО, консолидированная выручка от продаж по Группе УГМК составила 5 133 млн долл. (в 2009 году – 3 552 млн долл.), чистая прибыль – 742 млн долл. (в 2009 году – 78 млн долл.). Таким образом, хотя эмитент и старается быть независимым, однако не пользоваться тем потенциалом, который дает аффилированность с крупным холдингом, было бы довольно странно. По нашему мнению, именно его наличие позволило банку демонстрировать столь высокие темпы роста в последние годы (в 2011 г. активы кредитной организации увеличились в 1,3 раза, кредитный портфель – в 1,4 раза).

С точки зрения кредитного портфеля, отметим, что порядка 40% приходится на кредиты физлиц. Среди юрлиц акцент по сегментам экономики сделан на оптовую торговлю и обрабатывающие производства. Кредитное качество портфеля смотрится комфортным – просрочка по РСБУ 3%, однако во многом влияние на показатель оказывали демонстрируемые ранее темпы роста. Пассивы на 60% сформированы средствами физлиц, так что наблюдаемое увеличение доли розничных кредитов в кредитном портфеле выглядит вполне логичным и позволяет поддерживать маржинальность бизнеса (рентабельность активов по итогам прошлого года – 1%). Филиальная сеть банка насчитывает 64 отделения и интенсивно растет. Достаточность капитала на 1 марта (Н1) – 15,77%.

Предложенные ориентиры по новому замку, на наш взгляд, могут быть достаточно интересны для инвесторов, готовых идти в облигации повышенного риска, однако мы все же рекомендовали бы ориентироваться на уровни ближе к 12% годовых. Интересной альтернативой, по нашему мнению, могут выступить размещающиеся бумаги ТКС-Банка.

Показатели Банка Кольцо Урала по РСБУ

млн руб.	1 янв 09	1 янв 10	1 янв 11	1 янв 12	1 мар 12	1мар12 / 1мар11	1янв12 / 1янв11
Активы	7 783	10 072	17 446	22 713	23 496	28%	30%
Денежные средства и драгметаллы	368	696	1 031	1 591	1 149	35%	54%
Доля в активах	5%	7%	6%	7%	5%	---	---
МБК (размещенные средства)	709	672	2 606	3 754	2 599	29%	44%
Кредитный портфель (gross)	5 285	5 782	10 856	15 102	15 343	24%	39%
Уровень просрочки	1,9%	2,3%	1,2%	1,9%	3,0%	---	---
Покрытие просрочки резервами	385,8%	441,4%	619,2%	430,5%	294,6%	---	---
Кредиты физлиц	20,1%	16,8%	34,5%	41,3%	42,2%	---	---
Кредиты/Клиентские средства	97,9%	81,4%	74,2%	81,8%	80,3%	---	---
Доля в активах	63,0%	51,5%	57,7%	61,0%	59,6%	---	---
Операции с ценными бумагами	1 224	2 588	2 727	2 340	4 473	58%	-14%
Облигации	565	1 463	1 789	1 458	2 463	37%	-19%
Доля в активах	15,7%	25,7%	15,6%	10,3%	19,0%	---	---
Капитал*	1 062	1 288	1 417	2 354	2 461	70%	66%
Доля в активах	13,7%	12,8%	8,1%	10,4%	10,5%	---	---
МБК (привлеченные средства)	379	26	45	46	180	-25%	4%
Кредиты ЦБ	335	0	0	0	0	---	---
Средства клиентов, в т.ч.	1 693	1 851	3 137	4 149	4 077	-8%	32%
Депозиты	3 703	5 253	11 499	14 308	15 035	38%	24%
Выпущенные ценные бумаги	597	1 314	392	461	365	-1%	18%
Облигации	0	0	0	0	0	---	---

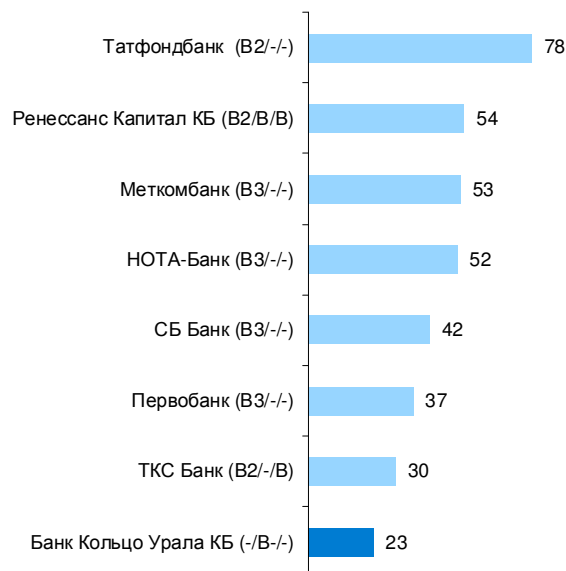
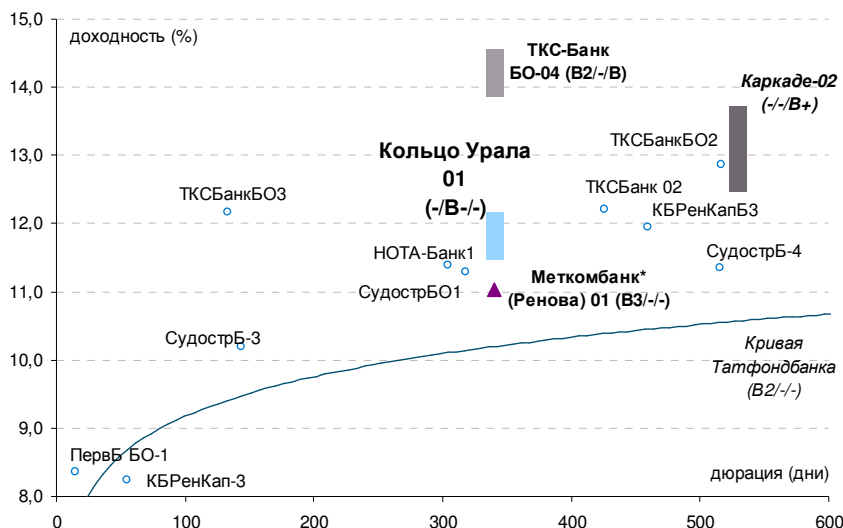
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	7,7%	13,0%	2,2%	2,0%	1,6%	---	---
Балансовая прибыль	117	88	118	203	52	72%	72%

* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

График доходности облигаций финансового сектора

Банки схожего рейтинга и их активы**



* данные по итогам последнего размещения

** активы в млрд руб. на 01.01.2012 г.

Елена Федоткова

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.

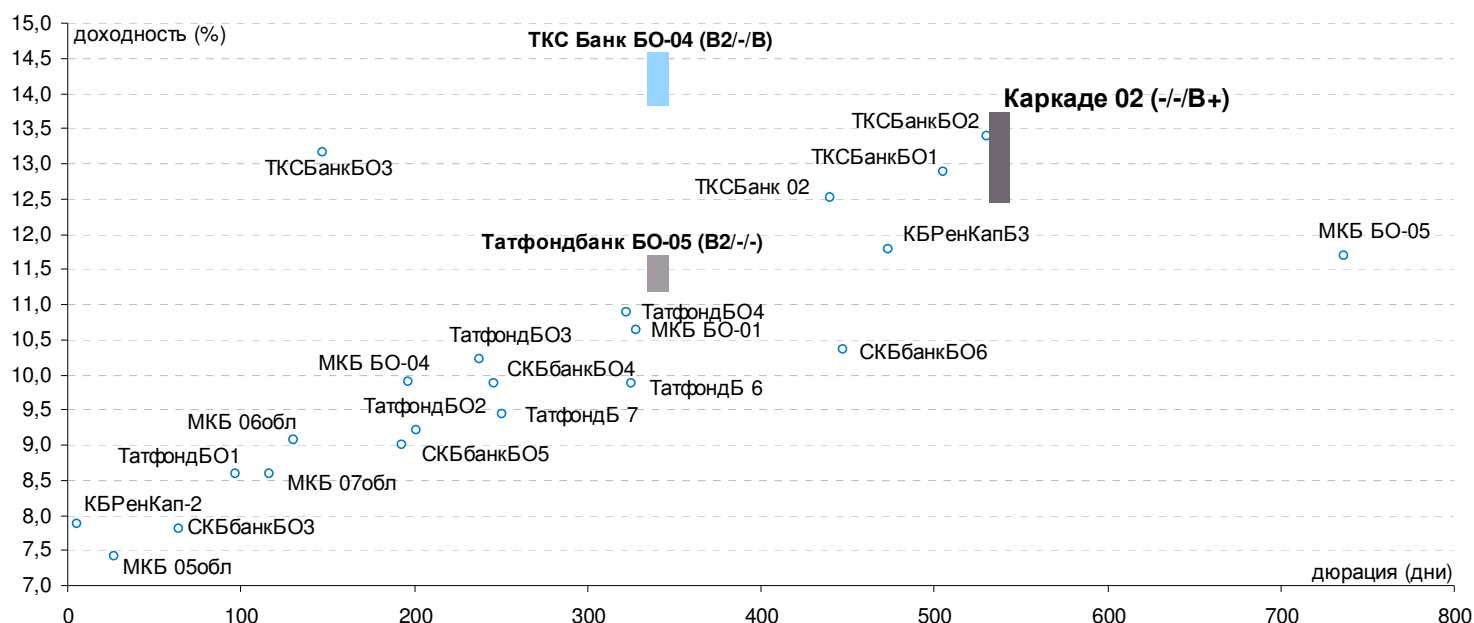
Комментарий. С данным займом компания пыталась выйти на рынок в декабре прошлого года, но затем отложила размещение. Правда, тогда структура займа была несколько иной: ориентир по купону: 12,5% - 13,5%, что соответствовало доходности к годовой оферте на уровне 13,1% - 14,2%. То есть выпуск был не амортизируемый, 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 долговом 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.

Доходности бумаг эмитентов финансового сектора



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%
Показатели долговой нагрузки					
Финансовый долг	2 420	2 486	4 373	7 603	206%
Краткосрочн.	n/a	2 201	2 798	4 794	118%
Долгосрочн.	n/a	286	1 575	2 810	883%
Финансовый долг / Активы	65%	64%	69%	72%	8%
Финансовый долг / Чистый финансовый доход	2,9	4,0	6,0	8,3	4,3

	Показатели эффективности				
ROAA	3,9%	5,6%	4,1%	4,6%	-1%
ROAE	23,8%	23,4%	17,9%	23,5%	0%
NIM	23,4%	23,8%	19,6%	16,9%	-7%
Cost / Income	74,5%	73,2%	73,5%	64,6%	-9%

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

КБ Центр-инвест (ВаЗ/-/-)

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 рейтинге 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/BBB»), 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)

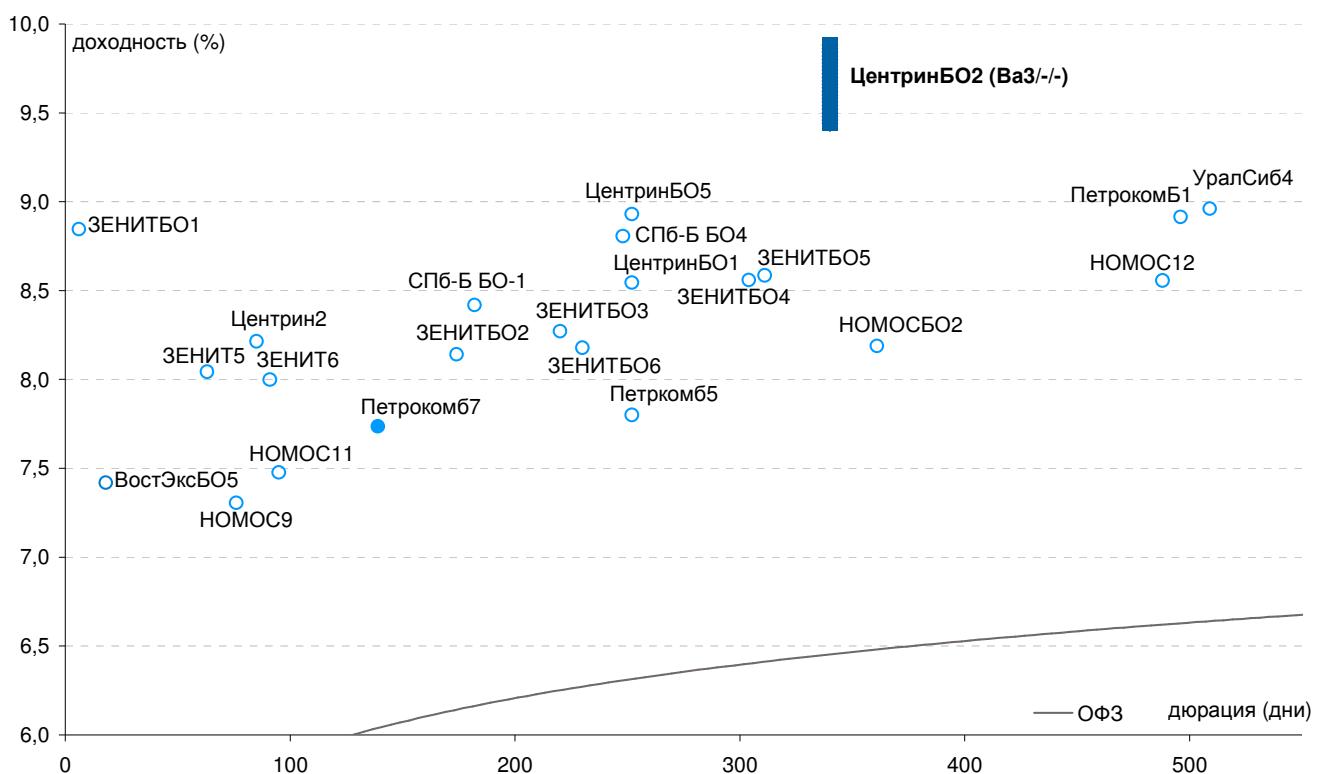
млн руб.	Рейтинги и ранкинги		
Место в ранкинге по размеру активов на 1 января 2012 года	79		
Рейтинг (M/S&P/F)	Ba3 / - / -		
Балансовые показатели, млн руб.	2010	2011	Изменение, %
ASSETS	48,279	54,537	13,0
Cash and cash equivalents	5,946	4,651	-21,8
% assets	12,3%	8,5%	---
Loans	30,143	42,011	39,4
Loans (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 «Ва3»: 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 Полюттов

ТКС Банк (В2/-/В)

Событие. ТКС банк 9 апреля 2012 года открыл 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).

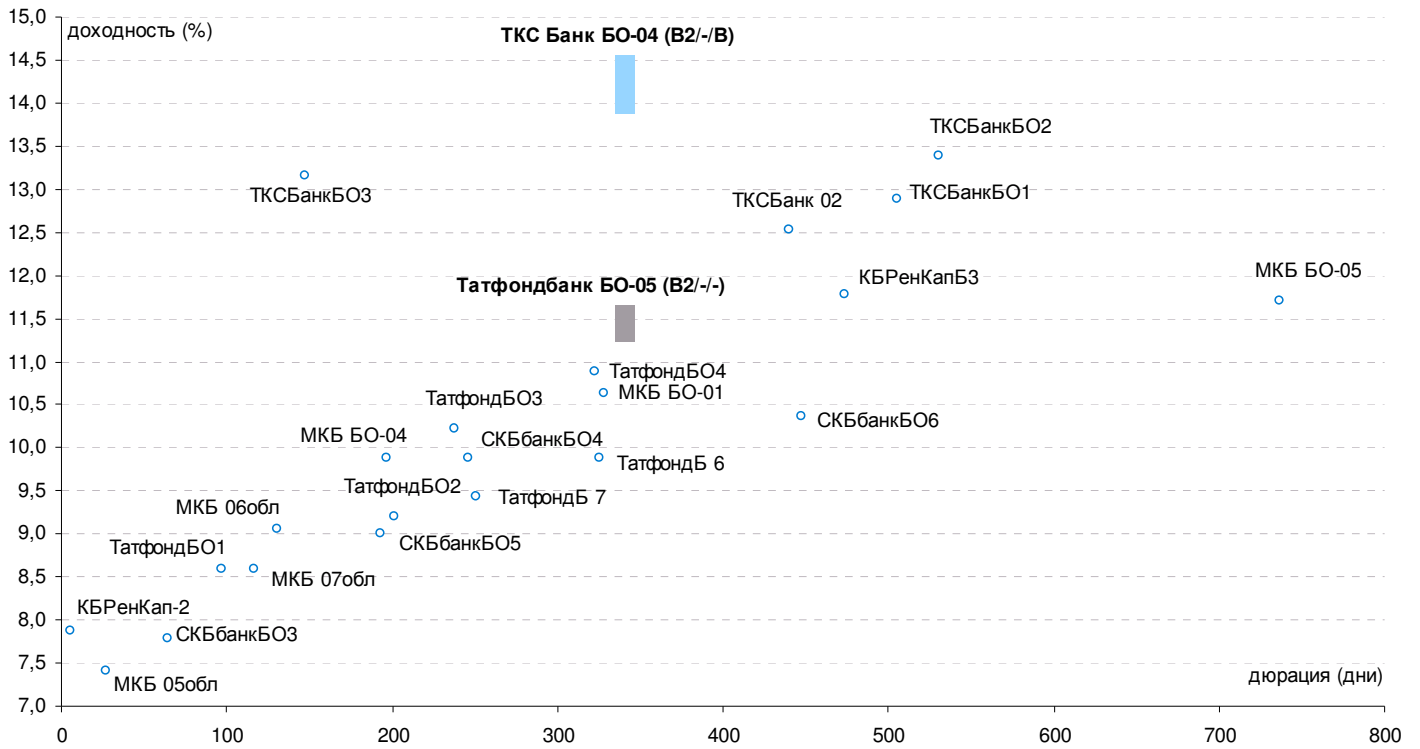
Среди наиболее ликвидных выпусков банка стоит обратить внимание на заем серии БО-03, который последнюю неделю торговался на уровне 13,2% годовых к оферте в августе 2012 года. Относительно него новое предложение смотрится интересным уже по нижней границе диапазона. При этом в целом текущие доходности 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

Доходности бумаг финансового сектора



Елена Федоткова

Аналитический департамент

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

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

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

Макроэкономика

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

Телекоммуникации/

Потребсектор
Евгений Голосной
Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров
Egorov_AVi@nomos.ru

Александр 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.