

17 февраля 2012 г.

Навес первичного размещения на этой неделе остается ощутимым. По-прежнему основу рынка формирует финансовый сектор. Отметим появление на рынке высокодоходных заемщиков – компания Трансаэро размещает выпуск на 2,5 млрд руб. Наиболее интересными предложениями, на наш взгляд, являются валютные бумаги ВЭБа и рублевые Петрокоммерца.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, еврооблигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW Внешэкономбанк, 01в	Ваа1/BBB/BBB	да	500 млн долл.	17 фев	21 фев	3,50-3,70%	3,3-3,5%	1 / 3	от 3,3%
Татфондбанк БО-04	B2 / - / -	да	3 000	17 фев	21 фев	11,5-12,0% / 11,8-12,33%	11,25-11,5%/11,57-11,8%	1 / 3	от 11,8%
Промсвязьбанк БО-2	Ba2 / - / BB-	да	5 000	20 фев	22 фев	9,0-9,5% / 9,2-9,73%	8,75-9,0% / 8,94-9,20%	1 / 3	от 9,0%
NEW Промсвязьбанк БО-4	- / - / BB-	да	5 000	20 фев	22 фев	8,75-9,0% / 8,94-9,20%	n/a		
NEW ЛК Уралсиб БО-9	- / - / BB-	да	1 500	n/a	21 фев	n/a	n/a	n/a	n/a
NEW Трансаэро БО-01	- / - / -	нет	2 500	21 фев	24 фев	11,5-12,5% / 11,83-12,89%	n/a	1,5 / 3	-
NEW АИЖК 21	Ваа1/BBB/-, госгарантия	да	15 000	22 фев	n/a	8,75-9,25% / 9,04-9,58%	n/a	аморт. / 8, дюр.2,3 года***	n/a
NEW ЕАБР 02	A3 / BBB / BBB	да	5 000	28 фев	1 мар	9,00-9,25 / 9,31-9,58%	n/a	3 / 7	от 9,1%
NEW ЗСД 3		да	5 000				n/a	дюр. 3,71 / оферта 5 / обращ. 20	
NEW ЗСД 4	Ваа3/-/-*, госгарантия	да	5 000	29 фев	2 мар	купон 9,0-9,5%	n/a	дюр. 3,88 / оферта 5 / обращ. 20	от 9,5%
NEW ЗСД 5		да	5 000				n/a	дюр. 4,11 / оферта 5 / обращ. 20	
NEW Петрокоммерц БО-01	Ba3/B+/-	да	3 000	1 мар	6 мар	9,25-9,75% / 9,46-9,99%	n/a	1,5 / 3	от 9,46%
Итоги последних размещений									
Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
ИА АИЖК 2011-2 (вторичн.)	Ваа1/-/-	да	5 936	10 фев	13 фев	ЦЕНА 99,85-100,15, УТМ 8,66-8,35%	n/a	n/a	ожидаемая дюр. 1,1 года при CPR 10%
Мечел БО-04	Ba1 / - / -	да	5 000	10 фев	14 фев	10,25-10,75% / 10,51-11,04%	n/a	10,25% / 10,51%	2 / 3
ЛК Уралсиб БО-6	- / - / BB-	да	3 000	аукцион	14 фев	n/a	n/a	11,5% / 12,01%	- / 3
ОИЖК 02	- / - / BB*	да	1 370**	n/a	14 фев	n/a	n/a	купон - 11%	амортиз. / 5 лет
НОТА-Банк 01	B3 / - / -	да	1 000	аукцион	15 фев	11,0-11,4% / 11,27-11,69%	n/a	11,0% / 11,27%	1 / 2
МСП 01	Ваа2/BBB/-	да	5 000	перенесено на неопределенный срок		8,75-9,25% / 8,94-9,46%	n/a	n/a	2 / 10
Сбербанк (еврооблигации)	Ваа1/BBB/BBB	да	325 CHF	n/a	15 фев	n/a	n/a	3,1%	- / 3,5
ММК, БО-08	Ba3/-/BB+	да	5 000	аукцион	16 фев	8,3% - 8,5% / 8,47% - 8,68%	n/a	8,19% / 8,36%	1,5 / 3
Гидромашсервис 02	- / - / BB- (группа); - / - / B+ (выпуск)	да	3 000	15 фев	17 фев	10,5-11,0% / 10,78-11,3%	n/a	10,75% / 11,04%	- / 3
Башнефть 04	- / - / -	нет	10 000	15 фев	17 фев	8,75-9,00% / 8,94-9,20%	n/a	9,00% / 9,20%	3 / 10
Связь-Банк 04	- / BB / BB	да	5 000	перенесено на март 2012г		9,0-9,25% / 9,2-9,46%	n/a	n/a	1 / 10

* рейтинг эмиссии

** объем эмиссии - 1,5 млрд руб.

*** с учетом принятия решения об оферте

Комментарии к размещениям:

NEW ЕАБР (А3/BBB/BBB)

Предложение интересно уже по нижней границе диапазона. При этом мы не исключаем, что ориентиры по займу могут быть понижены на 20-30 б.п.

NEW Трансаэро (-/-/-)

Новые бумаги авиакомпании в силу ее кредитного профиля, на наш взгляд, могут найти интерес у инвесторов, склонных к риску и готовых в текущих условиях покупать неломбардные бумаги. Для них облигации могут быть привлекательными ближе к верхней границе заявленного индикатива.

NEW Западный Скоростной Диаметр (Ваа3/-/-), госгарантия

Предложение ЗСД на фоне пока еще слабого кредитного профиля эмитента и при наличии госгарантий, скорее всего, может заинтересовать инвесторов, имеющих доступ к долгосрочному фондированию, учитывая 5-летний срок оферты по бумагам

NEW ВЭБ (Ваа1/BBB/BBB)

Бумаги предлагают премию ко вторичному рублевому рынку на уровне 60-80 б.п., что делает их привлекательными уже по нижней границе диапазона. С другой стороны, напомним, что у банка в планах еще 4 займа на 2,5 млрд долл.

NEW Петрокоммерц (Ва3/В+/-)

Выпуск смотрится привлекательным, поскольку предлагает премию ко вторичному рынку на уровне 40-90 б.п. На наш взгляд, участие в займе интересно уже по нижней границе диапазона.

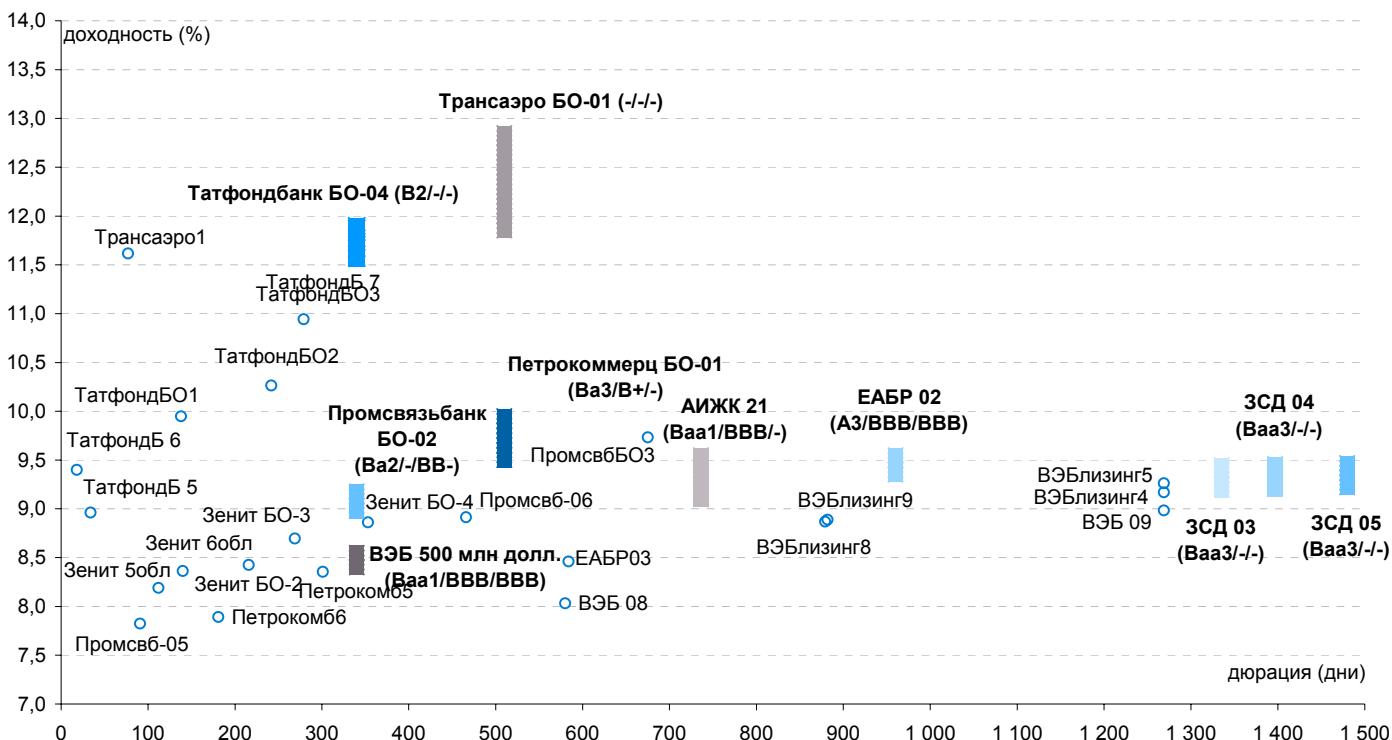
NEW Татфондбанк

Учитывая неясность в акционерной структуре и финансовые показатели банка, участие в займе интересно ближе к верхней границе диапазона. Кроме того, обращаем внимание на существующие альтернативы на рынке.

NEW Промсвязьбанк (Ва2/-/BB-)

В качестве ориентира для новых выпусков Промсвязьбанка мы рассматриваем прошедшее размещение Банка ЗЕНИТ с доходностью 9,0% к годовой оферте. На наш взгляд, бумаги эмитента также будут интересны на этом уровне.

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора



Итоги последних размещений:

На прошедшей неделе прошло размещение 9 выпусков. На уровнях ниже изначально обозначенных или по нижней границе разместились ММК, Мечел, НОТА-Банк. Сбербанку довольно успешно удалось разместить выпуск еврооблигаций в швейцарских франках объемом в 325 млн. Отметим, что еще одна дочерняя компания ВЭБа – МСП Банк перенесла размещение на неопределенный срок. Напомним, что ранее аналогичное решение было принято Связь-Банком. Размещение Башнефти прошло по верхней границе диапазона - 9% годовых, что, как мы считаем, было обусловлено изначально агрессивными уровнями.

Трансаэро (-/-/-)

Событие. Авиакомпания Трансаэро начала сбор заявок на биржевые облигации серии БО-01 объемом 2,5 млрд руб. Закрытие книги намечено на 2 марта 2012 г., а размещение бумаг на ММВБ – на 6 марта. По 3-летнему выпуску объявлена 1,5-годовая оферта. Ориентир ставки 1 купона определен на уровне 11,5-12,5% годовых, что соответствует доходности к оферте в диапазоне 11,83-12,89% годовых. Трансаэро предполагает направить привлеченные средства на «модернизацию и перекомпоновку салонов своих воздушных судов, а также на введение новой услуги широкополосного доступа в Интернет на борту самолетов».

Комментарий. Трансаэро является второй крупнейшей авиакомпанией России – ее доля (по собственным оценкам) в общем пассажирообороте страны за 9 мес. 2011 г. достигла 19,5%. Компания продолжает демонстрировать темп роста бизнеса, превосходящий средний по отрасли: за 2011 г. пассажирооборот компании достиг 33,12 млрд пассажирокилометров, прибавив 26,2% к 2010 г. (для сравнения, по отрасли прирост составил 13%), при этом было перевезено 8,5 млн чел., что на 27% больше, чем годом ранее. Коэффициент занятости пассажирских кресел у Трансаэро находился на уровне порядка 83% против 77% в среднем по стране. Авиакомпания эксплуатирует парк воздушных судов, состоящий из 77 самолетов (за год их количество возросло на 18 шт.), в который в том числе входят дальнемагистральные Боинг-777 (11 шт.) и Боинг-747 (21 шт.).

Отметим, что Трансаэро не новичок на долгом рынке рублевых облигаций. Так, в настоящее время у компании в обращении находится выпуск облигаций серии 01 объемом 3 млрд руб. (оферта 3 мая 2012 г.). Тем не менее, компания не отличается высокой транспарентностью. В частности, последняя консолидированная отчетность по РСФО, представленная на сайте компании, охватывает период за 2007-2008 гг. (аудиторский отчет датирован апрелем 2011 г.). Наиболее актуальной является неконсолидированная отчетность ОАО «Трансаэро» за 9 мес. 2011 г. по РСБУ, согласно которой, на фоне высоких операционных показателей, компания демонстрирует заметную динамику выручки («+40%» до 61,8 млрд руб. к а.п.г.), но при этом прибыльность бизнеса находилась на низком уровне (по нашим оценкам, показатель EBITDA был порядка 4,4 млрд руб., а рентабельность EBITDA - 7,2%), в то время как долг составлял 24,7 млрд руб. (причем, 60,6% - краткосрочная часть).

Учитывая все это, а также отсутствие рейтинга у Трансаэро (выпуск не попадает в Ломбард ЦБ), мы считаем, что при текущей конъюнктуре рынка бумаги компании, скорее всего, могут найти интерес у инвесторов, готовых к риску и желающих повысить доходность своих портфелей.

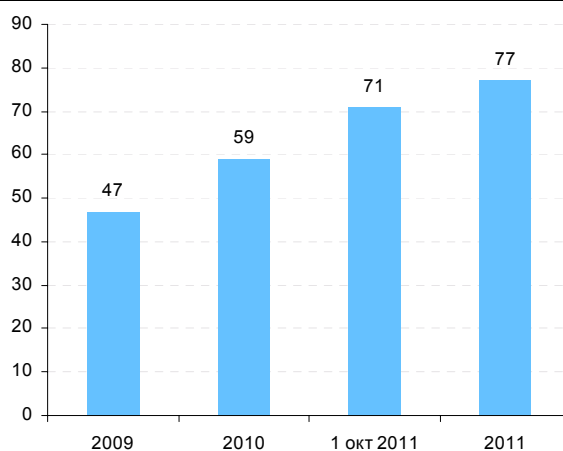
Финансовые показатели ОАО «Трансаэро» по РСБУ

млрд руб.	9 мес. 2011	9 мес. 2010	Изм. %
Выручка	61,8	44,2	39,9
EBITDA	4,4	4,0	11,5
% расходы	1,7	1,3	31,4
Чистая прибыль	0,5	0,4	27,3
Рен-ть EBITDA	7,2%	9,0%	-1,8 п.п.
Рен-ть по чистой прибыли	0,8%	0,9%	-0,1 п.п.
	9 мес. 2011	2010	Изм. %
Активы	65,7	43,3	51,8
Долг	24,7	18,8	31,8
долгосрочный	9,8	7,4	32,8
краткосрочный	15,0	11,4	31,2
Чистый долг*	23,7	17,7	33,6

*без учета краткосрочных финансовых вложений

Динамика операционных показателей Трансаэро, сравнение со среднеотраслевыми значениями

Динамика роста парка воздушных судов Трансаэро, шт.



Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Александр Полухов

ЗСД (Ваа3/-/-)

Событие. ОАО «Западный скоростной диаметр» (ЗСД) планирует открыть 27 февраля 2012 г. книгу заявок на 20-летние облигации серий 03, 04 и 05 объемом по 5 млрд руб. каждый, закрытие которой намечено на 29 февраля, размещение запланировано на 2 марта. Индикатив ставки купона составляет 9,0-9,5% годовых, что соответствует доходности 9,20-9,73% годовых к оферте через 5 лет. Кроме того, по выпускам предусмотрена возможность досрочного погашения по требованию владельцев в следующих случаях: в установленную дату (для серии 03 – 21.07.2016 г./дюрация 3,71 г.; 04 – 20.10.2016 г./дюрация 3,88 г.; 05 – 28.02.2017 г./дюрация 4,11 г.); при делистинге облигаций; при не выплате эмитентом купона (в течение 30 дн.).

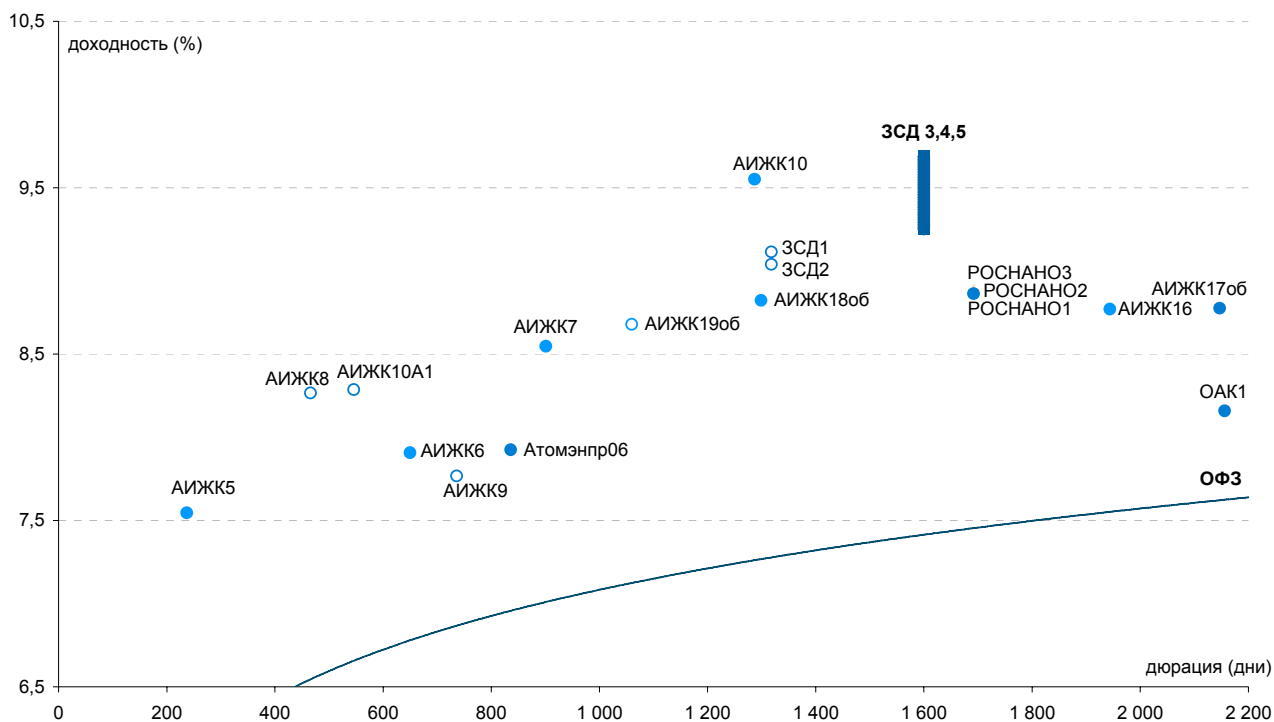
Комментарий. ЗСД по-прежнему можно отнести к проекту, который находится в стадии start up, поскольку ключевые участки (Южный, Центральный и Северный) все еще находятся в стадии строительства, причем наибольшая степень готовности Южного участка. Напомним, в мае 2011 г. был запущен первый платный отрезок автомагистрали, который начал приносить доход компании. Так, согласно отчетности ЗСД по РСБУ за 9 мес. 2011 г., выручка достигла 150 млн руб., но, тем не менее, конечный финансовый результат был отрицательным, составив 278,7 млн руб. В составе финансового долга ЗСД на конец сентября 2011 г. числились только облигации на общую сумму 10 млрд руб. Очевидно, что самостоятельный кредитный профиль компании пока остается слабым. Напомним, что в целях поддержки проекта ЗСД бюджетом Санкт-Петербурга в рамках Долгосрочной целевой программы на 2011-2019 гг. предусмотрено субсидирование недостатка доходов (платы от пользования дорог) на финансирование текущих затрат, включая выплаты по купонам облигационных займов. Так, программа финансирования до 2017 г. включительно (до оферты) составит порядка 37,4 млрд руб.

С момента размещения двух дебютных выпусков облигаций ЗСД (см. наш комментарий: <http://bonds.finam.ru/comments/item227AD/rqdate7DB0603/default.asp>) наиболее важным событием, которое может оказать влияние на кредитный профиль компании, на наш взгляд, является заключение концессионного соглашения с крупными финансовыми игроками (ВТБ, Газпромбанк) и иностранными строительными компаниями (итальянской Astaldi, турецкой Mega Yapı и IC, кипрской GPB Infrastructure). Напомним, что при их участии должно состояться строительство Центрального участка магистрали – наиболее сложного и дорогостоящего (120 млрд руб.). Данный факт добавляет уверенности в своевременном завершении строительства автомагистрали, которая сможет начать полноценное функционирование, приносящее ожидаемый доход за счет платной эксплуатации.

Что касается нового предложения облигаций ЗСД, то по выпускам вновь предусмотрена госгарантия в лице Минфина РФ на номинальный объем. Здесь важно отметить, что при наступлении гарантийного случая государство исполнит взятые обязательства не ранее 1 января 2014 г. Эмиссии облигаций присвоен рейтинг от Moody's на уровне «Ваа3», что подходит под требования Ломбарда ЦБ, но, тем не

менее, обращающиеся облигации серий 01 и 02 все еще не включены в данный список. Вероятно, этот факт, несмотря на наличие госгарантий, в том числе стал причиной столь низкой ликвидности данных бондов. Вместе с тем, их сложившийся за последнее время спрэд к кривой РФЗ составляет 170-180 б.п., к облигациям АИЖК (также с госгарантией) – 30-50 б.п., что, на наш, взгляд, вполне оправдано. Резюмируя, можно сказать, что при отсутствии облигаций ЗСД в Ломбарде ЦБ и весьма низкой ликвидности обращающихся выпусков, скорее всего, интерес к новым бумагам компании могут проявить инвесторы, располагающие долгосрочным фондированием, которым мы рекомендуем принять участие в размещении (исходя из обозначенных выше спрэдов) с доходностью от 9,5% и выше. Хотя не исключено, что ставка может быть определена и ниже, учитывая пул организаторов выпусков.

Распределение доходностей облигаций, обеспеченных госгарантией



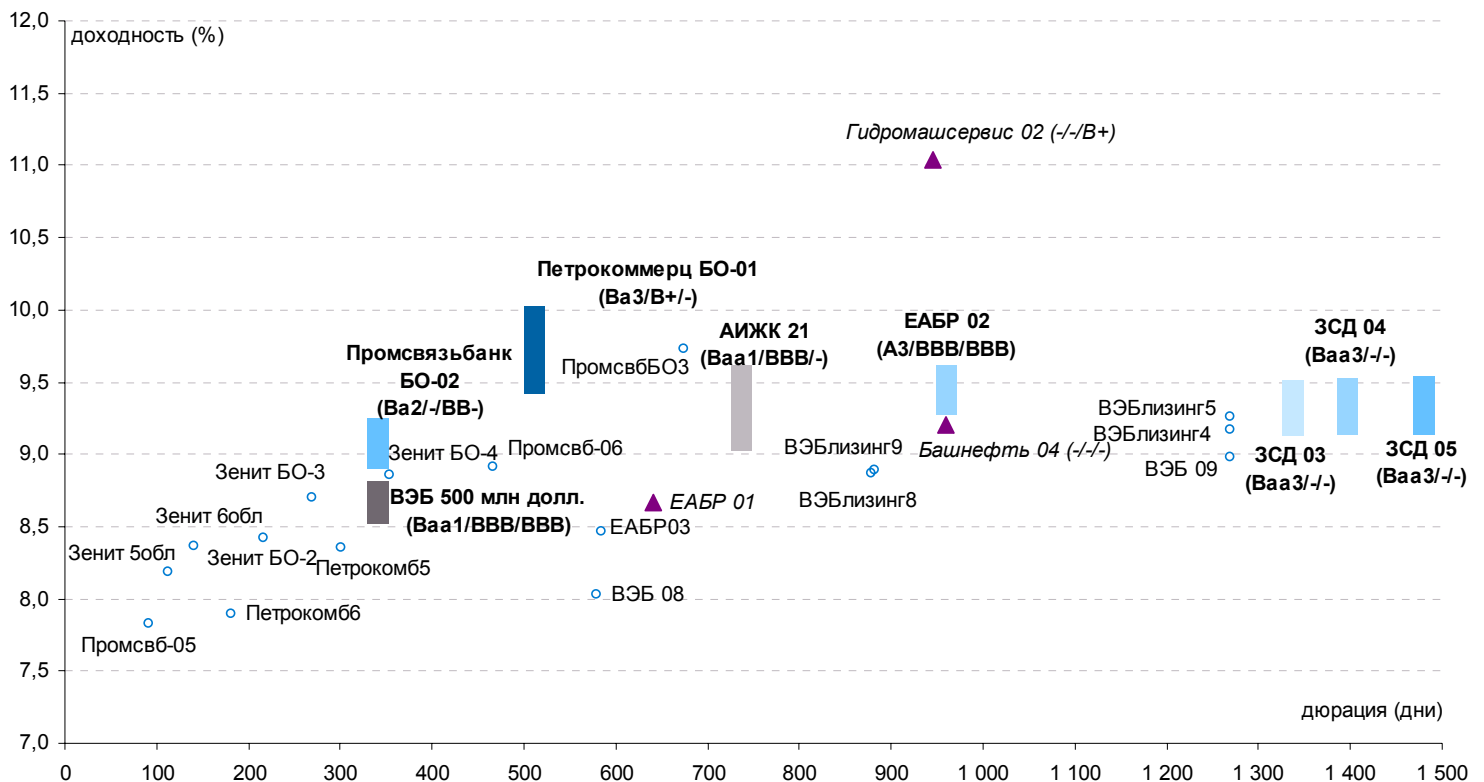
Александр Полютков

ЕАБР (А3/ВВВ/ВВВ)

Событие. ЕАБР до 28 февраля открыл книгу на облигации серии 02 объемом 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона составляет 9,0-9,25%, что соответствует доходности к 3-летней оферте на уровне 9,31-9,58% годовых.

Комментарий. Видимо, оценив повышенный спрос (см. наш комментарий http://www.nomos.ru/upload/iblock/1df/primary_20012012.pdf) на рынке на свои долги, обозначенный при недавнем размещении бондов серии 01 (УТР 8,67%), ЕАБР решил протестировать рынок на предмет 3-летнего долга. Напомним, что, несмотря на имеющийся ажиотаж на рынке, подавляющее большинство предложений сформировано в диапазоне до двух лет. Трехлетние выпуски последними размещали Башнефть (УТР 9,20%) и Гидромашсервис (УТМ 11,04%). На этом фоне новое предложение ЕАБР смотрится привлекательным уже по нижней границе диапазона. При этом мы не исключаем, что, как и при предыдущем выпуске, мы увидим снижение границ обозначенного диапазона, поскольку сейчас, на наш взгляд, в предложении заложена премия ко вторичному рынку порядка 30-80 б.п.

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора



Елена Федоткова

ВЭБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ)

Событие. Внешэкономбанк открыл книгу заявок на валютные облигации серии 01 объемом 500 млн долл. Сбор заявок завершится 17 февраля 2012 года, размещение бондов на ММВБ намечено на 21 февраля. Срок обращения облигаций – 3 года, предусмотрена годовая оферта. Ориентир ставки 1 купона облигаций был изначально установлен в диапазоне 3,50-3,70% годовых, однако в пятницу был понижен до уровня 3,3-3,5%

Комментарий. Учитывая, что годовая ставка NDF сейчас находится на уровне 5,54%, а валютный swap составляет 0,5%, то ориентир доходности по новому займу в пересчете на рубли находится на уровне 8,37-8,57%. С учетом обращающихся в настоящее время рублевых облигаций как самого ВЭБа, так и других госбанков, эмитент предлагает премию ко вторичному рынку рублевых бондов на уровне 60-80 б.п. На наш взгляд, предложение достаточно интересное, чтобы отнестись к нему повнимательней.

Напомним, что недавно ВЭБ за рубежом разместил 5-летние еврооблигации на сумму 750 млн долл. с доходностью 5,375%. То есть при пересчете на рубли доходность составила 10,23% годовых, что соответствовало премии ко вторичному рынку на уровне 150 б.п. Таким образом, ВЭБ продолжает занимать через более дорогие источники фондирования, предпочитая их рублевым, что нам не вполне понятно. Последнее может быть связано как с макроэкономическими факторами, так и потребностями самого ВЭБа, который ведет крупные инвестиционные проекты: среди последних - финансирование строительства Белорусской АЭС (судя по всему, кредитование ведется в долларах).

Возвращаясь к новому займу, предложение интересно уже по нижней границе диапазона. Напомним, что бумаги соответствуют условиям вхождения в Ломбард ЦБ, что также говорит в их пользу. С другой стороны, у банка в планах еще 4 займа на общую сумму 2,5 млрд долл., что может немного охладить активность инвесторов.

Выборочные показатели финансовых организаций (МСФО)

Показатели отчетности, млрд руб.	Сбербанк			ВТБ			ВЭБ			
	2010	1Н 2011	%	2010 (с ТКБ)	1Н 2011 (с ТКБ)	%	2010	1Н 2010	1Н 2011	%
Активы	8 629	9 079	5%	4 291	4 720	10%	2 043	1 976	2 259	10,5%
Кредиты (gross)	6 192	6 707	8%	3 060	3 277	7%	932	1 002	1 052	12,8%
доля в активах	63,6%	66,6%	3,0%	64,9%	63,5%	-1,4%	38,6%	44,1%	39,9%	1,4%
NPL (>90дн.)	7,3%	6,6%	-0,7%	8,6%	7,7%	-0,9%	n/a	n/a	n/a	n/a
уровень резервов	11,3%	9,8%	-1,5%	9,0%	8,6%	-0,4%	15,5%	13,0%	14,2%	-1,2%
Финансовые активы	1 824	1 539	-16%	452	636	41%	574	433	588	2,4%
доля в активах	21,1%	17,0%	-4,2%	10,5%	13,5%	3,0%	28,1%	21,9%	26,0%	-2,1%
Средства клиентов	6 651	6 977	5%	2 213	2 635	19%	290	226	315	8,7%
доля в активах	77,1%	76,8%	-0,2%	51,6%	55,8%	4,2%	14,2%	11,5%	14,0%	-0,2%
ТСАР	16,8%	17,9%	1,1%	16,8%	14,1%	-2,7%	20,1%	n/a	n/a	n/a
Чистые процентные доходы (до вычета рез-в)	496	269	10%	---	95	10%	67	33	31	-4,9%
Прибыль	182	176	174%	---	54	114%	28	14	23	62,9%
Качественные показатели деятельности	2010	1Н 2011	%	2010 (с ТКБ)	1Н 2011 (с ТКБ)	%	2010	1Н 2010	1Н 2011	%
ROE	20,6%	33,2%	17,6%	10,3%	18,1%	8,4%	5,9%	6,4%	9,1%	2,7%
ROA	2,3%	4,0%	2,2%	1,5%	2,4%	1,0%	1,4%	1,5%	2,2%	0,7%
C / I	42,4%	45,6%	5,4%	43,0%	44,0%	2,3%	27,7%	26,4%	31,4%	5,0%
NIM	6,6%	6,4%	-0,4%	5,0%	4,8%	-0,5%	3,8%	3,7%	3,3%	-0,3%

Источники: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

Банк Петрокоммерц (Ba3/-B+)

Событие. Банк Петрокоммерц открыл книгу заявок на облигации серии БО-01 объемом 3 млрд руб. Ориентир купона составляет 9,25-9,75% годовых, что соответствует доходности к 1,5-летней оферте на уровне 9,46-9,99% годовых. Дата закрытия книги заявок – 1 марта, планируемая дата размещения - 6 марта.

Комментарий. Напомним, что по итогам 2011 года эмитент стоит на 25 месте в рейтинге российских банков, сразу за Банком ЗЕНИТ (Ba3/-B+). Помимо схожести по размеру активов и величине рейтингов, банки близки по специфике акционерной структуры: если Банк ЗЕНИТ устойчиво ассоциируется с Татнефтью, то Петрокоммерц – с Лукойлом (с 1998 года Петрокоммерц определен как опорный банк нефтяной компании). Хотя отметим, что до кризиса 2008 года Лукойл пытался снизить степень аффилированности с кредитной организацией: в 2007 году была попытка заключить сделку с казахским финансовым холдингом Seimarg Alliance. Однако она не состоялась, и в 2008 году Петрокоммерц утвердил стратегию развития до 2012 года, которая подразумевала диверсификацию деятельности и наращивание доли розничного портфеля с 10% от общего кредитного портфеля до 15-20%. Видимо, последовавшее за этим обострение экономической ситуации показало, что время перестройки на новую стратегию не наступило: как мы видим (см.финансовые показатели ниже), уровень розничного кредитования по прежнему остается низким – около 10%. Среди минусов в кредитном профиле банка отметим «скромный» объем прибыли (рентабельность активов на уровне 0,05%), достаточно высокий уровень просроченной задолженности (9,4% по РСБУ на начало 2012 года), ниже среднеотраслевых темпы роста бизнеса в 2011 году и падение уровня достаточности капитала (Н1) с 15,73% на начало прошлого года до 12,18% на его конец. Среди плюсов – достаточно консервативный портфель бумаг с фиксированной доходностью (где немногим меньше половины портфеля приходится на госбумаги), обеспечение кредитования клиентскими средствами и наблюдающееся в прошлом году улучшение качества кредитного портфеля.

В целом, с учетом того, что Банк ЗЕНИТ недавно разместил свой выпуск с доходностью 9,1% к годовой оферте, а Промсвязьбанк (Ba2/-BB-) понизил ориентиры УТР до 8,94-9,20% к годовой оферте,

предложение Промсвязьбанка на уровне 9,46-9,99% к 1,5-летней оферте смотрится привлекательным, поскольку в отличие от предыдущих названных двух займов предлагает более щедрую премию ко вторичному рынку – на уровне 40-90 б.п. На наш взгляд, участие в выпуске интересно уже по нижней границе диапазона. Однако отметим, что уже обращающиеся три выпуска банка отличаются довольно слабой ликвидностью, хотя и входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ. Поэтому маловероятно, что доходность по итогам book-building уйдет ниже обозначенных границ, как мы могли это наблюдать в последних размещениях крупных банков.

Финансовые показатели Банка Петрокоммерц по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 апр 11	1 июл 11	1 окт 11	1 ноя 11	1 дек 11	1 янв 12
Активы	175 013	171 298	196 340	212 035	204 044	205 702	195 557
Денежные средства и драгметаллы	6 288	5 534	5 681	5 826	6 228	6 005	6 986
Доля в активах	4%	3%	3%	3%	3%	3%	4%
МБК (размещенные средства)	22 072	22 202	29 350	49 219	43 265	42 732	22 043
МБК в активах	12,6%	13,0%	14,9%	23,2%	21,2%	20,8%	11,3%
Кредитный портфель (gross)	96 664	90 858	100 690	104 692	101 533	104 322	118 678
Уровень просрочки	11,9%	11,5%	10,8%	11,4%	10,4%	10,7%	9,4%
Покрытие просрочки резервами	120,2%	134,8%	129,9%	128,2%	132,1%	127,0%	130,8%
Кредиты физлиц	8,3%	9,1%	9,2%	9,8%	10,5%	10,6%	9,8%
Кредиты/Клиентские средства	95,0%	78,1%	72,6%	65,9%	67,0%	67,9%	92,1%
Доля в активах	47,3%	44,8%	44,1%	42,2%	42,9%	43,8%	53,2%
Операции с ценными бумагами	37 441	38 378	44 140	36 862	35 664	33 350	27 494
Облигации	27 989	27 705	31 192	25 106	23 793	21 753	17 189
Доля в активах	21,4%	22,4%	22,5%	17,4%	17,5%	16,2%	14,1%
Капитал*	24 458	24 541	24 494	23 920	24 177	24 132	24 146
Доля в активах	14,0%	14,3%	12,5%	11,3%	11,8%	11,7%	12,3%
МБК (привлеченные средства)	28 336	13 770	11 431	8 833	8 030	6 884	21 778
Кредиты ЦБ	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%
Средства клиентов	34 958	33 598	36 316	48 811	38 007	38 365	44 017
Депозиты, в т.ч.	66 763	82 805	102 351	110 152	113 547	115 301	84 802
юридических лиц	18 827	35 524	51 954	55 499	61 214	62 515	31 124
физических лиц	47 936	47 281	50 397	54 654	52 333	52 787	53 678
доля депозитов в пассивах	38,1%	48,3%	52,1%	52,0%	55,6%	56,1%	43,4%
Прочие привлеченные средства	4 979	4 547	8 711	7 361	7 100	7 760	6 899
Выпущенные ценные бумаги	13 406	10 516	10 282	10 069	9 957	9 969	10 186
Облигации	9 942	8 256	8 256	8 043	8 043	8 043	8 043
Балансовая прибыль	433	206	465	407	498	652	839

* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

Татфондбанк (B2/-/-)

Событие. Открыта книга заявок на облигации Татфондбанка серии БО-04 объемом 3 млрд руб. Предложенный диапазон по ставке купона составляет 11,5-12,0% годовых, что соответствует доходности 11,8-12,33% к оферте через 1 год. Закрытие книги – 17 февраля, планируемая дата размещения – 21 февраля. В пятницу Банк понизил ориентир уровня доходности до 11,57-11,8%.

Комментарий. С последнего выхода банка на рынок в конце ноября прошлого года, в целом, мало что изменилось. Среди минусов кредитной организации мы по-прежнему отмечаем:

– Неясность с акционерной структурой. Напомним, что остается открытый вопрос по консолидации с Ак Барс Банком (B1/-/BB), потенциальные сроки которой сдвинулись уже до 2013 года и дальше. На текущий момент конечных бенефициаров эмитент не раскрывает, однако, судя по информации к прошлому размещению, порядка 30% принадлежит республике Татарстан. Возглавляет Татфондбанк Председатель Совета Директоров Ак Барс Банка Мусин Р.Р. Таким образом, в структуре капитала и в управлении банка присутствуют и сильные стороны ввиду участия Татарстана и аффилированности с крупнейшим банком

республики, так и слабые: неясность текущей структуры владения и перспектив объединения с Ак Барс Банком. Отметим, что акционеры оказывают ограниченную поддержку кредитной организации – в частности, в декабре 2010 года банку был предоставлен субординированный кредит на сумму 2,1 млрд руб., однако увеличение капитала, по которому решение было принято в мае прошлого года на 2 млрд руб., пока так и не произошло.

Показатели Татфондбанка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 апр 11	1 июл 11	1 окт 11	1 ноя 11	1 дек 11	1 янв 12	1янв12 / 1янв11
Активы	60 703	60 907	66 190	69 443	68 112	70 643	78 343	29%
Денежные средства и драгметаллы	1 621	1 288	1 275	1 431	1 462	1 550	2 314	43%
Доля в активах	3%	2%	2%	2%	2%	2%	3%	---
МБК (размещенные средства)	3 688	3 565	4 110	4 957	4 192	4 685	6 834	85%
МБК в активах	6,1%	5,9%	6,2%	7,1%	6,2%	6,6%	8,7%	---
Кредитный портфель (gross)	41 189	42 772	44 513	46 536	46 246	47 241	51 765	26%
Уровень просрочки	4,3%	4,0%	3,7%	4,3%	4,3%	4,6%	4,2%	---
Покрытие просрочки резервами	219,7%	236,5%	247,0%	216,0%	219,2%	199,2%	211,9%	---
Кредиты физлиц	9,0%	8,9%	10,0%	13,0%	14,5%	16,0%	16,6%	---
Кредиты/Клиентские средства	123,9%	130,1%	128,3%	130,4%	129,6%	130,4%	124,2%	---
Доля в активах	61,4%	63,6%	61,1%	60,8%	61,6%	60,8%	60,2%	---
Операции с ценными бумагами	4 411	3 720	4 080	4 375	4 428	5 082	6 223	41%
Облигации	3 644	2 950	3 317	3 096	3 006	3 662	4 913	35%
Доля в активах	7,3%	6,1%	6,2%	6,3%	6,5%	7,2%	7,9%	---
Капитал*	8 349	8 420	8 616	8 616	8 620	8 620	8 612	3%
Доля в активах	13,8%	13,8%	13,0%	12,4%	12,7%	12,2%	11,0%	---
МБК (привлеченные средства)	1 797	3 689	4 311	6 395	5 556	7 106	7 967	343%
Кредиты ЦБ	116	0	0	0	0	0	3 634	3020%
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	4,6%	---
Средства клиентов	7 761	5 735	7 297	7 946	8 387	8 467	11 101	43%
Депозиты, в т.ч.	25 496	27 133	27 404	27 728	27 288	27 757	30 590	20%
юридических лиц	4 429	4 717	4 650	4 633	4 246	4 220	4 817	9%
физических лиц	21 067	22 416	22 754	23 095	23 042	23 537	25 773	22%
доля депозитов в пассивах	42,0%	44,5%	41,4%	39,9%	40,1%	39,3%	39,0%	---
Выпущенные ценные бумаги	9 357	8 728	11 437	11 022	10 913	10 900	11 747	26%
Облигации	8 157	7 666	8 847	8 959	8 998	8 998	10 175	25%
Балансовая прибыль	299	106	164	17	3	71	288	-4%

* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

– Низкая прибыльность деятельности. В течение 2011 года банк генерировал низкую, близкую к нулю прибыль, закончив год с финансовым результатом 288 млн руб., то есть рентабельность активов составила более чем скромные 0,4%. Напомним, что основным направлением деятельности кредитной организации является кредитование юрлиц. При этом банк активно развивает кредитование физлиц, доля которых в портфеле только за прошедший год увеличилась с 9% до 17%. Кроме того, в середине прошлого года банк заявил о планах по увеличению количества офисов в 2,6 раза в течение 2,5 лет. Вероятно, усиление розничного сегмента впоследствии позволит повысить эффективность операций банка. Напомним, что сейчас около 38% пассивов банка сформировано за счет средств физлиц - наиболее дорогого источника фондирования, что оказывает давление на объем прибыли.

– Долговая нагрузка и привлечение средств ЦБ. Отметим, что конец 2011 - начало 2012 года сложились для банка напряженными. Банку в 4 квартале прошлого – 1 квартале текущего года нужно было исполнить обязательства на сумму порядка 14 млрд руб. (последнее – погашение займа на 2 млрд руб. в марте 2012 года), в том числе 225 млн долл. по еврооблигациям. В связи с этим при выходе банка на рынок в ноябре прошлого года с займом 2 млрд руб. мы говорили о том, что, скорее всего, последует продолжение. Вероятно, это также не последнее размещение в 2012 году: напомним, у банка помимо текущего выпуска зарегистрировано 3 займа на сумму 6 млрд руб. Отчасти нагрузка на денежные потоки, на наш взгляд, была компенсирована привлеченными в декабре средствами ЦБ на сумму 3,6 млрд руб. (на 1 января 2012 года).

Ориентиры по новому займу предлагают премию к рынку на уровне 70-120 б.п. На наш взгляд, учитывая вышеперечисленные факторы, участие в займе интересно ближе к верхней границе. При этом обращаем внимание на альтернативу в розничном сегменте, в частности на бумаги ТКС-Банка и Ренессанс Кредита.

Елена Федоткова

Промсвязьбанк (Ва2/-ВВ-)

Событие. Промсвязьбанк до 20 февраля открыл книгу заявок на облигации серии БО-02 на сумму 5 млрд руб. Размещение – 22 февраля. Ориентир по купону 8,75-9,00%, что соответствует доходности 8,94-9,20% к годовой оферте. В четверг также стало известно, что Эмитент также открыл на обозначенных выше условиях еще один выпуск облигаций серии БО-4 объемом 5 млрд руб. Таким образом, общий объем предложения Банка составляет 10 млрд руб.

Комментарий. Отметим, что Банк «не балует» инвесторов обилием рублевых выпусков. Последнее размещение было год назад: по ставке 8,6% годовых, то есть с доходностью к погашению через 3 года – 8,78% годовых. Всего на рынке обращается 3 облигационных займа Промсвязьбанка, причем один из них, на сумму 4,5 млрд руб., погашается в мае текущего года. Тем не менее, у эмитента зарегистрировано 5 выпусков (кроме размещаемого) на сумму 26 млрд руб. С учетом того, что банку в мае предстоит погасить еще два выпуска еврооблигаций в объеме 245 млн долл., возможно, весной мы вновь увидим Промсвязьбанк на первичном рынке.

Показатели Промсвязьбанка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 апр 11	1 июл 11	1 окт 11	1 ноя 11	1 дек 11	1 янв 12	1январь11 / 1январь10
Активы	469 832	464 493	477 301	518 474	512 014	526 853	561 692	20%
Денежные средства и драгметаллы	12 642	11 185	12 127	11 430	13 170	12 678	18 127	---
Доля в активах	3%	2%	3%	2%	3%	2%	3%	---
МБК (размещенные средства)	52 578	51 433	64 485	60 727	48 319	58 341	66 479	26%
МБК в активах	11,2%	11,1%	13,5%	11,7%	9,4%	11,1%	11,8%	---
Кредитный портфель (gross)	303 826	307 033	310 055	346 629	352 531	359 127	368 776	21%
Уровень просрочки	9,1%	9,1%	8,4%	7,4%	7,1%	5,7%	5,7%	---
Покрытие просрочки резервами	110,7%	111,3%	114,8%	115,3%	114,0%	124,3%	116,3%	---
Кредиты физлиц	14,2%	14,0%	14,7%	14,8%	14,6%	14,0%	14,5%	---
Кредиты/Клиентские средства	107,2%	108,5%	109,1%	117,4%	121,9%	122,5%	112,9%	---
Доля в активах	58,2%	59,4%	58,7%	61,2%	63,3%	63,3%	61,3%	---
Операции с ценными бумагами	66 532	60 938	54 506	56 011	54 347	47 041	54 284	-18%
Облигации	48 185	41 659	38 861	39 163	38 894	31 726	39 383	-18%
Доля в активах	14,2%	13,1%	11,4%	10,8%	10,6%	8,9%	9,7%	---
Капитал*	37 023	37 631	37 212	37 059	36 890	36 837	40 848	10%
Доля в активах	7,9%	8,1%	7,8%	7,1%	7,2%	7,0%	7,3%	---
МБК (привлеченные средства)	74 964	67 389	64 785	76 382	80 601	96 412	87 904	17%
Кредиты ЦБ	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%	---
Средства клиентов	93 343	94 526	95 550	88 850	91 243	94 437	97 124	4%
Депозиты, в т.ч.	189 958	188 485	188 738	206 387	197 932	198 814	229 504	21%
юридических лиц	102 373	108 409	103 941	119 473	111 338	109 509	126 755	24%
физических лиц	87 585	80 076	84 796	86 915	86 594	89 305	102 749	17%
доля депозитов в пассивах	40,4%	40,6%	39,5%	39,8%	38,7%	37,7%	40,9%	---
Прочие привлеченные средства	37 145	36 822	48 195	56 714	51 712	49 065	49 939	34%
Выпущенные ценные бумаги	23 190	30 661	31 930	38 325	37 411	34 296	38 359	65%
Облигации	2 768	10 832	14 073	14 498	14 498	14 498	14 500	0%
Балансовая прибыль	476	439	1 500	1 765	3 330	3 749	5 120	976%

* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Что касается финансовых показателей, то в течение 2011 года их можно назвать ровными. Так, кредитный портфель банка рос темпами ниже среднеотраслевых – «+21%». При этом прошлый год можно отметить как период качественных улучшений (более подробно см. наш комментарий к МСФО за 9 месяцев 2011 года http://nomos.ru/upload/iblock/77c/NOMOS_daily_debt_markets_09_12_2011.pdf). Это отразилось как в снижении просроченной задолженности с 9,1% до 5,7% (по РСБУ), так и в росте прибыли с 0,5 млрд руб. за 2010 год до 5,1 млрд руб. по итогам 2011 года. Впрочем, отчасти данные факторы взаимосвязаны,

поскольку рост доходов обусловлен в том числе активным восстановлением резервов в конце года. Насколько оправданна такая тактика – мы, скорее всего, увидим уже в первой половине текущего года. Также потребуют внимания со стороны инвесторов разворачивающиеся события вокруг капитала банка. Напомним, немецкий Commerzbank (см. наш комментарий <http://bonds.finam.ru/comments/item24678/rqdate7DC0118/default.asp>) намерен продать свою долю в российском Промсвязьбанке (принадлежит 14,4%). Таким образом, вопрос о дальнейшем пополнении собственных средств кредитной организации ляжет в основном на ее основных владельцев – братьев Ананьевых. Тем не менее, отчасти в конце прошлого года выровняли ситуацию допэмиссия акций, уже без участия Commerzbank, на сумму 4 млрд руб. и привлечение субординированного кредита на сумму 3,5 млрд руб. от ЕБРР. Однако уровень достаточности капитала (Н1) банка все еще остается низким – 11,01% (11,6% на начало прошлого года).

Среди интересных моментов в отчетности также отметим, что эмитент не привлекал осенью прошлого года кредиты Минфина или ЦБ, чем заметно выделяется на фоне многих других крупных банков. В качестве ориентира для нового займа эмитента можно рассматривать последнее размещение Банка ЗЕНИТ, которое прошло с доходностью 9,1% к годовой оферте. На наш взгляд, бумаги Промсвязьбанка также будут интересны на этом уровне.

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 Полютков
Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова
Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.