Мониторинг первичного рынка

НОМОС БАНК
ХАНТЫ-МАНСИЙСКИЙ БАНК

21 сентября 2012 г.

Пользуясь временной оттепелью на мировых площадках, эмитенты активно занимают на глобальных и на локальных рынках. Так, по состоянию на конец текущей недели в списке размещений значится 7 выпусков облигаций на общую сумму в 28,5 млрд руб., что весомее прошлой недели – 6 выпусков и 23 млрд руб. По большинству выпусков мы считаем участие уже по нижней границе довольно интересным. Из выпусков мы выделяем, прежде всего, бумаги РЕСО, особенно на фоне слухов о возможном принятии Правительством постановления об ограничении уровня заимствования. Новые банковские займы предлагают довольно интересный рейндж от Альфа-Банка инвестиционный категории до УБРиР, предлагающего привлекательную доходность. Все три новых выпуска, в том числе бонд Новикомбанка мы считаем интересными к участию. В свою очередь, мы довольно настороженно относимся к размещению X5 вследствие череды сложностей и не самой лучшей отчетности ритейлера в последнее время и рекомендуем участие ближе к верхней границе обозначенного диапазона.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Планируемая дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
МКБ БО-02	B1/B+/BB-	Да	3 000	21 сен	25 сен	9,5-10,0% / 9,73-10,25%	-	1 / 3	от 10%
NEW РЕСО-Гарантия 02	-/BB+/-	Да	5 000	-	25 сен	8,7-8,9%/8,89-9,20%	8,7% / 8,89%	1/10	от 9%
NEW Альфа-Банк, БО-3	Ba1/BB/BBB-	Да	10 000	26 сен	28 сен	8,25-8,50%/8,42-8,68%	-	1/3	от 8,45%
NEW Марий Эл 34006	-/-/BB	Да	1 500	1 окт	1 окт	8,98-9,21%/9,10-9,35%	-	аморт/1,99	от 9,3%
NEW УБРиР, БО-1	-/B/-	Да	2 000	28 сен	2 окт	12,25-12,75%/12,63-13,16%	-	1/3	от 12,63%
NEW НОВИКОМБАНК БО-4	B2/-/-	Да	2 000	2 окт	9 окт	10-10,5%/10,25-10,78%	-	1/3	от 10,25%
NEW ИКС 5 Финанс, БО-1	-/B+/-	Да	5 000	n/a	1-я декада октября	9,50-9,90%/9,73-10,15%	-	-/3	от 10%
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
NEW ЕАБР	A3/BBB/BBB	-	начало road show с 26 сентября, выпуск в рублях размещается по Reg S.						

Прошедшие размещения

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, аукционы, book building									
ЛСР 03	B2/-/B	да	3 000	-	14 сен	11,75-12,25% / 12,11-12,64%	-	11,5%/11,83%	1,5/5
Магнит БО-07	-/-/BB-	да	5 000	18 сен	24 сен	9,0-9,25% / 9,2-9,46%	-	8,9%/9,1%	-/3
Тульская обл.	-/-/BB-	да	5 000	19 сен	25 сен	8,80–9,20% / 9,09–9,52%	-	8,88%/8,90%	аморт/дюр. 1,9
МОЭСК БО-01	Ba2/BB-/-	да	5 000	19 сен	21 сен	9,0-9,50% / 9,20-9,73%	-	8,8%/9%	-/3
Первобанк БО-03	B3/-/-	да	2 000	20 сен	25 сен	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	-	11%/11,3%	1/3
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
Gazprombank 2015	Ba3/BBB-/BBB-	-	15 млрд руб.	18 сен	18 сен	8,75-9%	8,625%	-	3
NLMK 2019	Baa3/BBB-/BBB-	-	500 млн	19 сен	19 сен	5,375%	-	4,95%	7
Alfa-Bank 2019	Ba1/BB/BBB-	-	750 млн долл.	18 сен	24 сен	7,75-8%	-	7,5%	7
Severstal conv.	Ba1/BB+/BB-	-	475 млн долл.	19 сен	19 сен	n/a	-	1%/2%	-

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

Комментарии к размещениям

NEW РЕСО-Гарантия (-/BB+/-)

Выпуск эмитента на фоне итогов дебютного размещения в начале сентября представляет интерес ближе к нижней границе индикатива с доходностью порядка 9% годовых.

NEW Альфа-Банк (Ba1/BB/BBB-)

На наш взгляд, участие в выпуске интересно уже по нижней границе. При этом премия к кривой ВТБ будет составлять 40 б.п., что компенсирует разницу в рейтингах, кредитном качестве и акционерной структуре.

NEW Республика Марий Эл (-/-/BB)

Основываясь на результатах последних размещений субъектов РФ и учитывая умеренный кредитный профиль республики, мы рекомендуем бумаги к покупке лишь ближе к верхней границе индикатива – от 9,3% годовых.

NEW УБРиР (-/B/-)

По нашему мнению, кредитное качество эмитента, его акционерная структура и международные рейтинги делают интересным текущее предложение уже по нижней границе обозначенного диапазона доходности, то есть от 12,6% годовых.

NEW Новикомбанк (B2/-/-)

Предложение Новикомбанка, на наш взгляд, смотрится интересным уже по нижней границе диапазона, благодаря вхождению ГК «Ростехнологии» в акционерную структуру, клиентской базе и кредитному качеству эмитента.

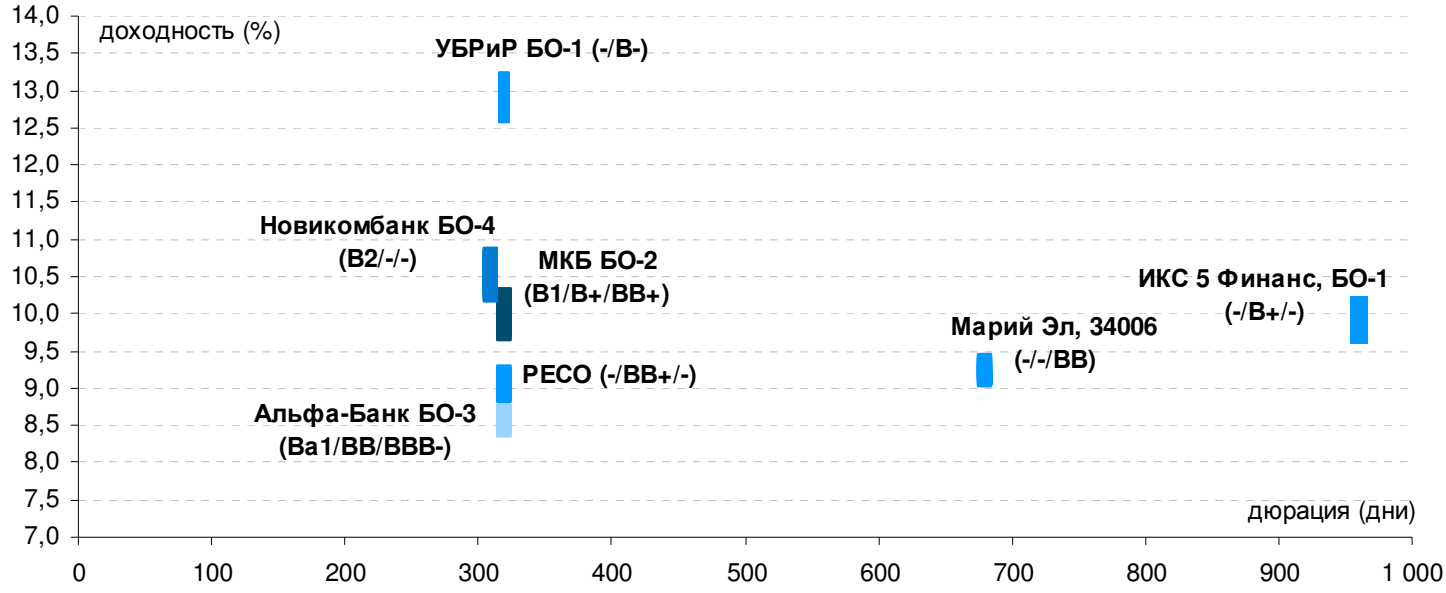
NEW X5 (B2/B+/-)

Участие в размещение выпуска X5, на наш взгляд, представляет интерес с доходностью от 10% годовых, что дает достойную премию к новым бумагам Магнита и выглядит вполне справедливо на фоне бондов эмитентов рейтинговой группы «B+/BB-».

МКБ (B1/B+/BB-)

Доходность по нижней границе выглядит вполне справедливо, однако учитывая, что последние размещенные бонды торгуются ниже номинала, мы рекомендуем участие от середины предложенного диапазона доходности – от 10%. Вместе с тем, рекомендуем обратить внимание на более длинный бонд БО-5.

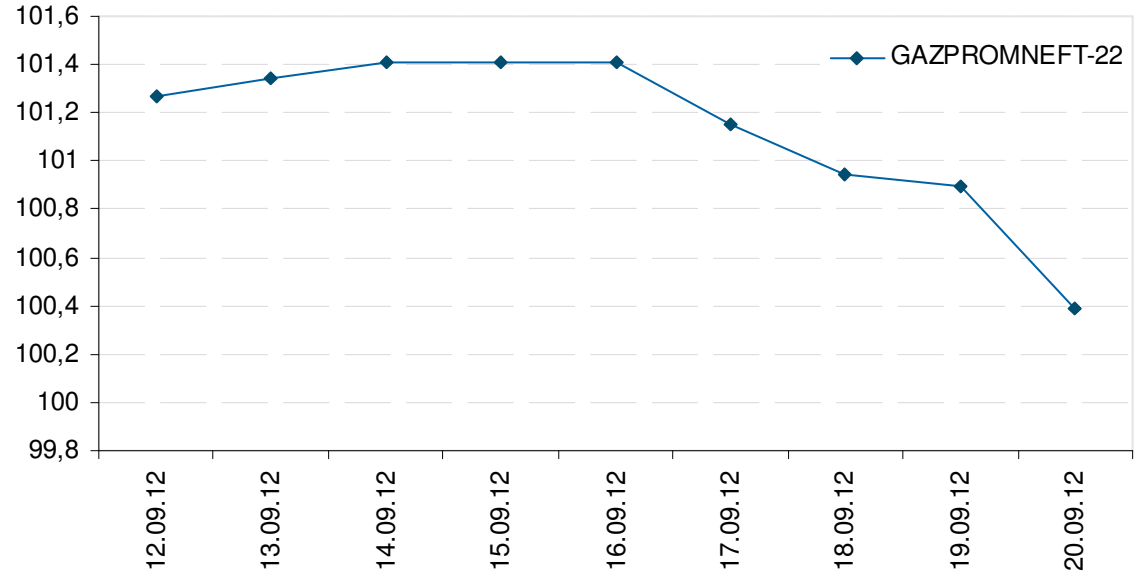
Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг



Итоги последних размещений:

Концентрация внимания инвесторов на этой неделе, в силу больших объемов размещений, конечно, была на рынке евробондов. На неделе завершили road-show Газпромбанк с рублевым выпуском, НЛМК и Альфа-Банк с долларовыми заимствованиями, а также Северсталь конвертируемыми бондами. Эмитенты «жадничали» премией ко вторичному рынку, что было обусловлено весомым спросом со стороны инвесторов. Так, на дебют НЛМК в совокупности было набрано заявок объем в 1,5 млрд долл. при размещении 500 млн долл. В части новых бумаг мы рекомендуем пока воздержаться с покупками на вторичном рынке. Очевидным должен быть пример агрессивного размещения Газпром нефти. Так, в первые дни торгов бонд достигал отметки в 102% от номинала, а сейчас вплотную приблизился - вчера они были в диапазоне 100,325-100,5% (YTM 4,33-4,31%) против почти 101,0% (YTM 4,25%) накануне.

Котировки еврооблигаций Газпром нефти



На локальном рынке можно отметить успешное размещение ЛСР, которое прошло даже ниже обозначенного диапазона доходности, что отчасти может говорить о готовности инвесторов к качественному третьему эшелону.

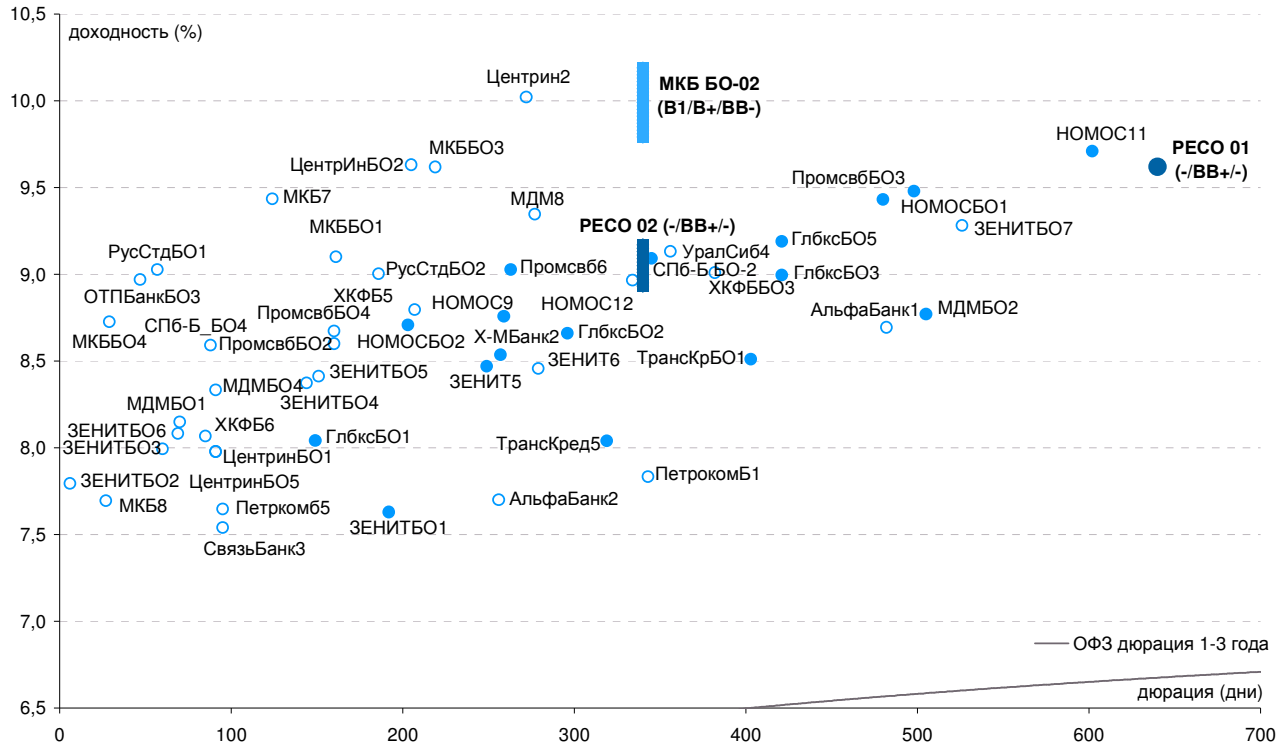
Комментарии:

NEW РЕСО-Гарантия (-/BB+/-)

Событие. Страховая компания РЕСО-Гарантия 21 сентября 2012 г. начала сбор заявок на 10-летние облигации серии 02 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 8,7-9,0% годовых, что соответствует доходности 8,89-9,20% годовых к оферте через 1 год. Размещение бондов на ММВБ предварительно назначено на 25 сентября.

Комментарий. Напомним, что в начале сентября 2012 г. РЕСО-Гарантия уже разместила выпуск облигаций серии 01 объемом 5 млрд руб. с доходностью 9,62% годовых к оферте через 2 года (по нижней границе индикатива YTP 9,62-10,04% годовых). По данным организатора займа, спрос на бумаги превысил предложение в 2,2 раза и составил более 11 млрд руб.
Принимая во внимание итоги этого размещения, новые бонды РЕСО-Гарантия, на наш взгляд, с учетом более короткой дюрации могут представлять интерес ближе к нижней границе индикатива с доходностью около 9,0% годовых.
Кроме того, предложение РЕСО-Гарантия смотрится вполне конкурентным на первичном рынке среди бумаг эмитентов финансового сектора рейтинговой категории «BB-/BB+», например, биржевых облигаций МКБ серии БО-02 (B1/B+/BB-) с индикативом YTP 9,73-10,25% годовых к оферте через 1 год.
С нашим комментарием к дебютному выходу компании на долговой рынок можно ознакомиться в специальном обзоре: «РЕСО-Гарантия – итоги встречи с инвесторами в преддверии размещения облигаций». http://www.nomos.ru/upload/iblock/f5f/credit_special_RESO_22082012.pdf

Доходности бумаг финансового сектора (20.09.2012 г.)



Александр Полютов

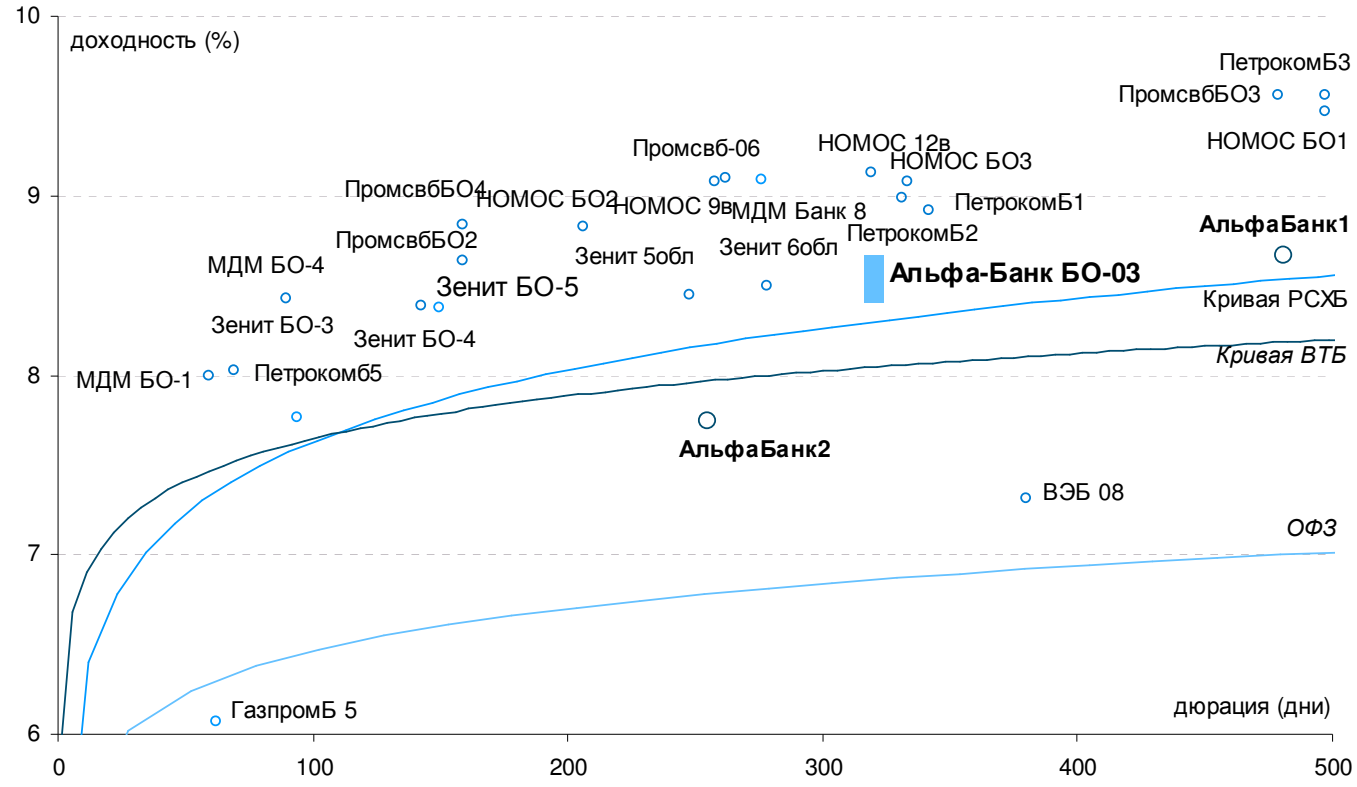
NEW Альфа-Банк (Ba1/BB/BBB-)

Событие. Альфа-Банк открыл книгу заявок на облигации серии БО-03 объемом 10 млрд руб. Закрытие книги – 26 сентября, планируемая дата размещения – 28 сентября. Ориентир по ставке купона – 8,25-8,5%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 8,42-8,68%.

Комментарий. На днях Альфа-Банк разместил еврооблигации на сумму 750 млн долл. под 7,5% годовых на 3 года. На рублевом рынке банк решил привлечь краткосрочные ресурсы, выставив годовую оферту. Активность банка на долговом рынке сопровождается положительным новостным фоном: недавно эмитент позитивно отчитался по МСФО за 1 полугодие 2012 года, получив прибыль в размере 544 млн долл., кроме того агентство Fitch не так давно подняло рейтинг банка до инвестиционного уровня «BBB-», что стало важным моментом для кредитной организации (остальные: Moody's – «Ba1», Fitch – «BB»). В результате еврооблигации были размещены ниже первоначального ориентира 7,75-8,0%.

Предложенный ориентир по рублевым бондам предлагает премию около 15-41 б.п. к кривой РСХБ и 40-66 б.п. к кривой ВТБ. На наш взгляд, обозначенный спрэд достаточен для покрытия разницы в кредитном качестве эмитентов. Так, Банк ЗЕНИТ (Ba3/-/B+) сейчас торгуется с премией к ВТБ около 60 б.п. По нашему мнению, облигации Альфа-Банка интересны уже по нижней границе обозначенного эмитентом диапазона.

Доходности облигаций финансового сектора (20.09.2012)



Финансовые показатели Альфа-Банка по МСФО

Показатели отчетности, млн долл.	2010	2011	1Н 2011	1Н 2012	1Н 2012 / 2011
Активы	28 478	31 365	31 490	33 858	8%
Кредиты (net)	16 795	21 804	19 991	22 932	5%
Кредиты (gross)	18 175	23 172	21 429	24 112	4%
доля в активах	59,0%	69,5%	63,5%	67,7%	-3%
NPL (>90дн.)	4,7%	1,4%	n/a	n/a	---
Кредиты / Средства клиентов	1,0	1,2	1,1	1,2	---
уровень резервов	7,6%	5,9%	6,7%	4,9%	---
Вложения в финансовые активы	4 922	3 731	5 530	4 466	20%
доля в активах	17,3%	11,9%	17,6%	13,2%	---
Средства клиентов	16 812	18 254	18 761	19 234	5%
доля в активах	59,0%	58,2%	59,6%	56,8%	---
Коэффициент достаточности общего капитала (Н1)	13,8%	11,5%	12,7%	11,4%	---
Показатели отчетности, млн долл.	2010	2011	1Н 2011	1Н 2012	1Н 2012 / 1Н 2011
Чистые процентные доходы (до резервов)	1 307	1 414	698	767	10%
Прибыль	553	641	275	544	98%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	1Н 2011	1Н 2012	Изменение, %
RoAE	19,1%	19,7%	16,8%	29,8%	13,0%
RoAA	2,2%	2,1%	1,8%	3,3%	1,5%
NIM	6,0%	5,4%	5,3%	5,3%	0,0%
C / I	44,0%	51,8%	54,2%	47,7%	-6,5%

Источники: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

NEW Республика Марий Эл (-/-/BB).

Событие. Министерство финансов Республики Марий Эл планирует 27 сентября - 1 октября 2012 г. провести сбор заявок на 3-летние облигации серии 34006 объемом 1,5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 8,98-9,21% годовых, что формирует доходность – 9,1-9,35% годовых при дюрации около 1,99 года. Выпуск имеет амортизационную структуру погашения: 20% через 1 год; 40% - 2

года; 40% - 3 года. Размещение выпуска на ММВБ предварительно запланировано на 4 октября.

Комментарий.

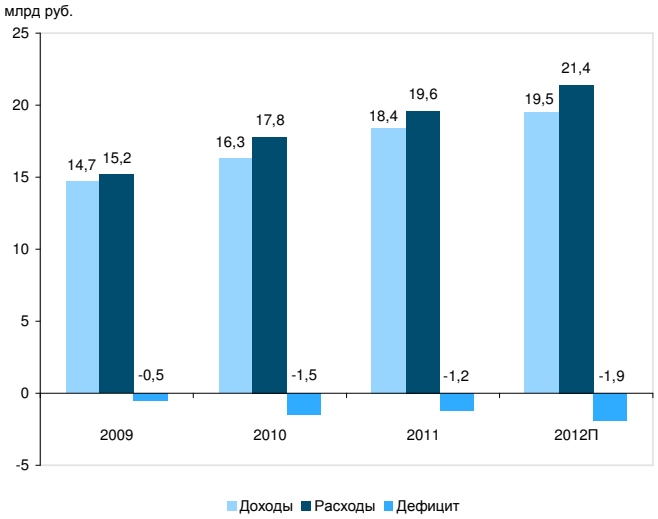
В настоящее время у Республики Марий Эл в обращении нет облигаций, а последний выпуск был погашен в мае 2009 г., поэтому напомним наиболее значимые особенности кредитного профиля региона, который мы оцениваем как умеренный:

- Республика Марий Эл входит в состав Приволжского федерального округа, занимая территорию 23,4 тыс. кв. м., на которой проживает более 692 тыс. чел. (на 1 января 2012 г.).
- По размеру ВРП республика в 2010 г. занимала 71 место из 83 субъектов РФ с 82,4 млрд руб., в 2011 г. его размер увеличился на 14,7% до 94,5 млрд руб.
- Экономика республики основывается на обрабатывающем производстве (28,6% ВРП), сельском и лесном хозяйстве (15,9%). По темпам роста регион обгоняла общестрановую динамику макропоказателей: индекс промышленного производства в 2011 г. составил 107,8% (по России – 104,7%), индекс обрабатывающего производства – 108,9% (против 106,5%), индекс с/х производства – 125,3% (против 122,1%).
- Основными направлениями промышленного производства республики являются: нефтепереработка, машиностроение и металлообработка, деревообработка и целлюлозно-бумажная промышленность, пищевая промышленность и др. Отметим, что в республике нет производств федерального масштаба, а присутствуют в основном средние и малые предприятия, поэтому нет высокой концентрация в доходах бюджета крупных налогоплательщиков.
- По размеру бюджета республики является относительно небольшим (в 2012 г. планируется 19,5 млрд руб.), при этом стоит отметить высокую финансовую зависимость региона от вышестоящего бюджета (на безвозмездные перечисления приходится практически 50% всех доходов по итогам 7 мес. 2012 г.), что, вероятно, обусловлено небольшим масштабом его экономики. Вместе с тем, в 2012 г. рост поступлений бюджета республики (на 6% к 2011 г.) запланирован в основном за счет собственных доходов, которые должны прибавить за год на 24% до 10,6 млрд руб., что снизит зависимость бюджета от федерального центра в сравнении с 2011 г. (с 54% до 46% в общих доходах). По итогам исполнения соб.доходов региона за 7 мес. 2012 г. (на 53% от плана) обозначенная динамика, на наш взгляд, выглядит несколько оптимистично.
- Отметим, что в кризисные 2008-2009 гг. падение собственных доходов республики было не столь критичным (порядка 8-9%), в сравнении с регионами, где в доходах преобладают цикличные отрасли как металлургия.
- Долговая нагрузка Марий Эл является довольно высокой по меркам российских регионов: доля госдолга в соб.доходах на 1 августа 2012 г., по нашим оценкам, составляет около 63%. Причем, в основном в структуре долга 6,02 млрд руб. преобладают бюджетные и банковские кредиты, на гарантии приходится только 6%. По итогам 2012 г. бюджетом республики госдолг запланирован в размере до 6,6 млрд руб., то есть существенно не измениться, но останется высоким: соотношение госдолг/соб.доходы может составить 62-68%. Привлекаемые в рамках размещения облигаций денежные средства должны пойти на удлинение долга (на 1 сентября 2012 г. до конца года предстоит погасить 921 млн руб.), а также на финансирование дефицита бюджета (ожидается в 2012 г. в размере 1,9 млрд руб.).

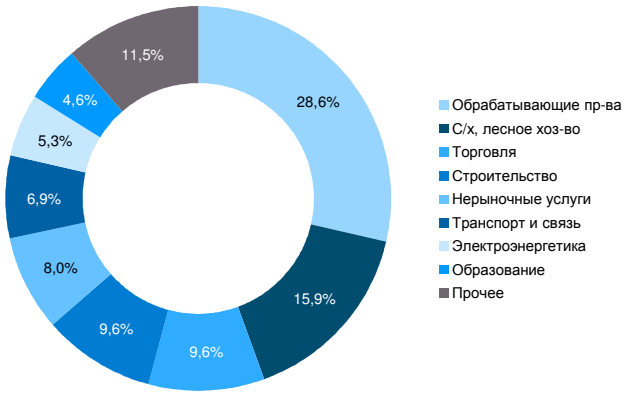
Для позиционирования новых бумаг Республики Марий Эл в качествен ориентира, на наш взгляд, наиболее показательно взять проходящее сейчас размещение облигаций Тульской области (-/-/BB-) серии 34002 со схожей дюрацией 1,9 лет, книга заявок на которые закрылась с доходностью 8,88% годовых. В свою очередь, мы считаем, что облигации республики должны нести заметную премию к бумагам области, учитывая значительные различия в кредитных профилях регионов: больший размер бюджета области, более значительную долю собственных доходов, меньший уровень долговой нагрузки (см. таблицу ниже). Хотя кредитные рейтинги говорят об обратном: у Тульской области от Fitch «BB-»/Ст. против «BB»/Ст. у Марий Эл также от Fitch. Вероятно, это связано с актуализацией рейтинга у Тульской области, которая состоялся еще в 2010 г., а у Марий Эл – в марте 2012 г. По размерам бюджета Марий Эл больше близка к Хакасии (-/-/BB-), которая хоть и уступает в рейтинге на 1 ступень, но превосходит по доле собственных доходов и уровню долговой нагрузке. Напомним, что Хакасия в августе разместила выпуск серии 34002 с доходностью 9,52% годовых при дюрации 2,08 года, сейчас бумаги торгуются на уровне YTM 9,45% годовых/1,98 года.

Учитывая все выше перечисленное, а также принимая во внимание уровни доходности бумаг сравниваемых регионов рейтинговой категории «BB-/BB», мы считаем возможным участие в бондах Марий Эл ближе к верхней границе индикатива с доходностью от 9,3% годовых при дюрации 1,99 года.

Финансовые показатели региона



Структура ВРП по итогам 2011 г.



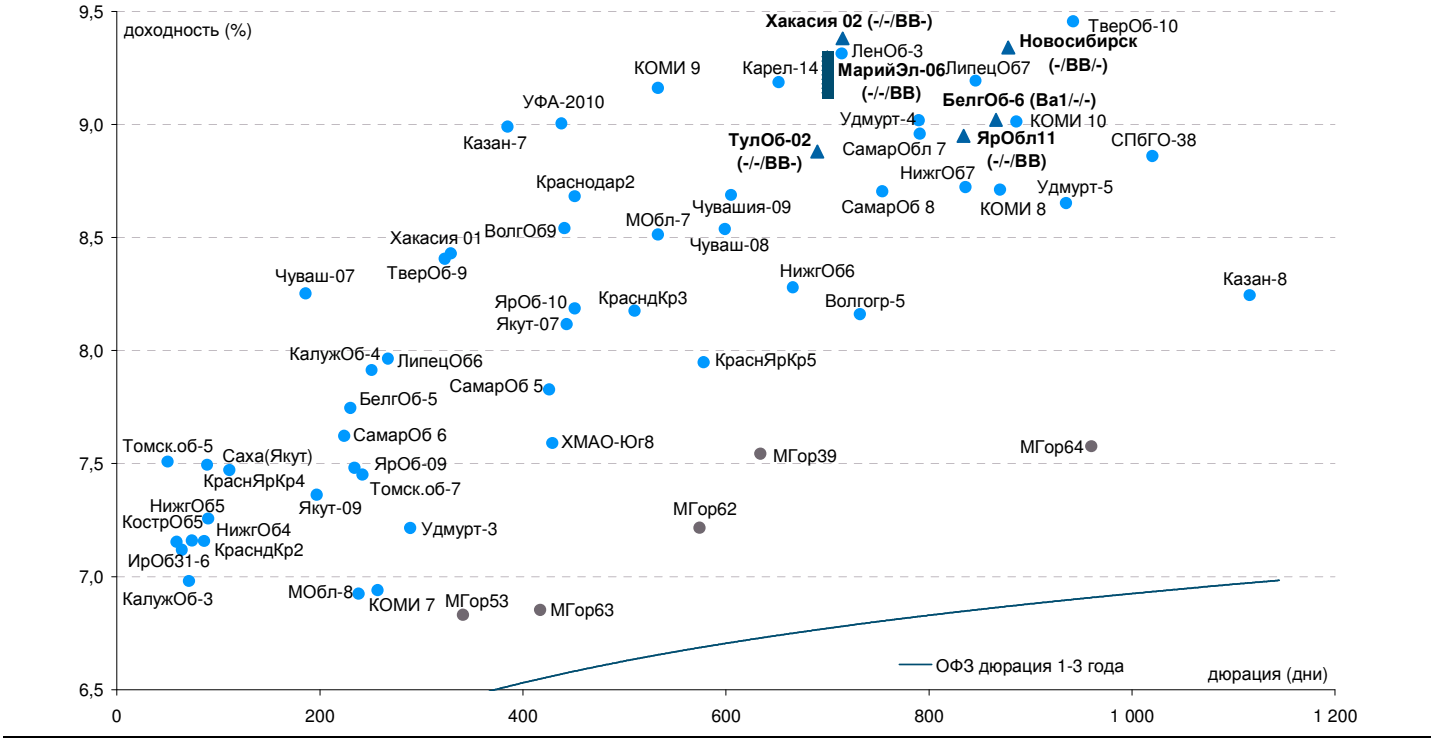
Источник: Министерство финансов и Министерство экономического развития и торговли Республики Марий Эл

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

Регионы	Рейтинг	Доходы		Соб. Доходы		Доля соб.дох-в в дох-х		Расходы		Дефицит		Госдолг	Госдолг/ Соб.дохо-ды
		'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	7М'12**	7М'12*
Республика Марий Эл	**-/-/BB**	**19,5**	**11,2**	**10,6**	**5,6**	**54,4%**	**50,0%**	**21,4**	**11,5**	**-1,9**	**-0,3**	**6,02**	**62,7%**
Тульская область	-/-/BB-	43,5	25,1	33,3	18,6	76,6%	74,1%	50,1	23,0	-6,6	2,1	5,8	18,2%
Липецкая область	-/BB/-	32,7	19,5	27,2	14,9	83,0%	76,1%	36,7	20,3	-4,0	-0,8	8,6	33,8%
Хакасия	-/-/BB-	16,5	10,2	13,8	7,5	83,8%	73,7%	19,8	10,0	-3,4	0,2	3,3	25,7%
Белгородская область	Ba1/-/-	66,8	36,7	49,4	24,1	73,9%	65,8%	70,8	33,9	-4,0	2,8	26,3	63,5%
Нижегородская область	Ba2/-/BB-	98,3	59,0	80,2	46,8	81,6%	79,3%	114,5	63,9	-16,2	-4,9	28,1	35,0%
Ярославская область	-/-/BB	43,5	26,7	35,8	21,9	82,3%	82,2%	50,4	26,7	-6,9	0,0	13,9	37,0%

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа
*собственные доходы приведены к году
** за исключением Тульской области данные по остальным регионам по состоянию на 1 июля 2012 года

Доходности бумаг субъектов РФ и муниципальных образований (20.09.2012 г.)



Александр Полютов

NEW УБРиР (-/B/-)

Событие. 24-28 сентября 2012 года будет открыта книга заявок на биржевые облигации ОАО «УБРиР» серии БО-01 объемом 2 млрд руб. Размещение займа на ФБ ММВБ запланировано на 2 октября 2012 года. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 12,25-12,75%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 12,63-13,16% годовых. Размещение запланировано вне списка, в дальнейшем планируется включение в листинг «Б».

Комментарий. Среди ключевых моментов кредитного профиля банка мы отмечаем:

- **Акционерная структура.** Напомним, на 85,3% банк контролируется И.Алтушкиным, владельцем 80% Русской Медной Компанией. Третий по величине производитель меди в России отличается информационной закрытостью. В мае 2011 года компания оценивалась примерно в 3,6-4,8 млрд долл. Сейчас ввиду высоких цен на медь конъюнктура благоприятствует финансовому состоянию компании. Однако напомним, что с одним из проектов И.Алтушкина – ЕПК («Енисейская промышленная компания», бывший актив С.Пугачева) стоимостью 3 млрд долл. не все в порядке: Р.Байсаров, совладелец РМК, вышел из проекта, заявив, что есть риск утраты актива. Сейчас проект не продвигается, и лицензия может быть утрачена. Это может оказать негативное влияние на возможность поддержки банка со стоны акционера. Напомним, в 2011-2012 годах за счет средств И.Алтушкина капитал банка был увеличен на 3,85 млрд руб. В ближайшее время дополнительных пополнений не предвидится, и увеличение собственных средств будет производиться за счет капитализации прибыли, размер которой, впрочем, невелик. При этом достаточность капитала банка по РСБУ (Н1) на 1 сентября 2012 года была на низком уровне – 10,5%.
- **Маржинальность и рентабельность бизнеса.** Структура пассивов банка оказывает давление на маржинальность его деятельности, что негативно отражается на прибыли кредитной организации. Напомним, что 70% пассивов эмитента – это средства клиентов, причем в подавляющем большинстве это депозиты физических лиц – 50 млрд руб. или 50% пассивов на 1 января текущего года. В кредитном портфеле пока все еще превалируют операции с юрлицами, несмотря на активное развитие розницы, в частности – потребкредитования. В результате, NIM в 2011-2012 годах держится на уровне 3,6-4,0%. Рентабельность активов не поднимается выше 0,6%.
  В планах банка стать более розничным (52% от кредитного портфеля в 2014 году), при этом также несколько «разбавить» пассивы за счет облигационных займов (на настоящее время зарегистрировано 4 выпуска на 10 млрд руб.) и кредитных линий от банков, что в целом должно положительно сказаться на доходности бизнеса. Отметим, что по итогам текущего года банк планирует достичь прибыли 1,8 млрд руб. и RoAA порядка 1,7% при 241 млн руб. и RoAA 0,4% соответственно за 1 полугодие 2012 года. «Рывок» планируется сделать за счет сети отделений, которая быстро развивается в текущем году (с 211 шт. на 1 января до 314 шт. на 1 сентября 2012 года). Напомним, ключевым регионом присутствия для банка выступает Уральский регион, в частности – Екатеринбург. На наш взгляд, планы несколько амбициозные и во многом будут определяться способностью банка генерировать и капитализировать прибыль в необходимом объеме. В противном случае нормативные показатели «затормозят» развитие банка, не позволяя ему добиваться необходимого «эффекта от масштаба».
- **Портфель ценных бумаг и инвестиционная собственность.** Отметим, что по итогам 2011 года у банка в балансе появляется строка «Инвестиционная недвижимость» на 6 млрд руб., еще 2,7 млрд руб. – авансы девелоперским компаниям (в совокупности – 8,7% активов банка). Авансы девелоперским компаниям представляют собой инвестиции Группы в соответствии с инвестиционными контрактами в целях строительства жилых комплексов, офисных центров и прочей недвижимости в Москве, Екатеринбурге и Сочи. Инвестиционная недвижимость – участие в ЗПИФН, причем в большинстве случаев банк является единственным собственником паев фондов недвижимости. Таким образом, хотя в кредитном портфеле после физлиц превалируют металлургия (21%) и торговля (12%), риски строительной отрасли концентрируются в других операциях банка.
  Портфель ценных бумаг составляет почти 32 млрд руб. на 1 сентября 2012 года. При этом, на наш взгляд, отличается довольно высоким качеством – около 74%, по данным УБРиР, приходится на бумаги с рейтингом «BBB», еще 18% - «BB». По нашему мнению, это формирует комфортную «подушку ликвидности» для кредитной организации.
- **Качество кредитного портфеля.** Отметим, что качество кредитного портфеля у банка сохраняется, по нашему мнению, довольно слабым. В презентации банк приводит данные по кредитам, «не работающим» более 360 дней, - 5,3% на конец 1 полугодия 2012 года. При этом только по розничным кредитам – 9,2%.

Предложенные банком уровни размещения лежат между двумя розничными банками: КБ Ренессанс Капитал (B2/B/B) и ТКС-Банк (B2/-/B). При этом УБРиР в 2-2,5 раза больше упомянутых кредитных организаций (45 место, 72 место и 92 место по активам соответственно). По нашему мнению, кредитное

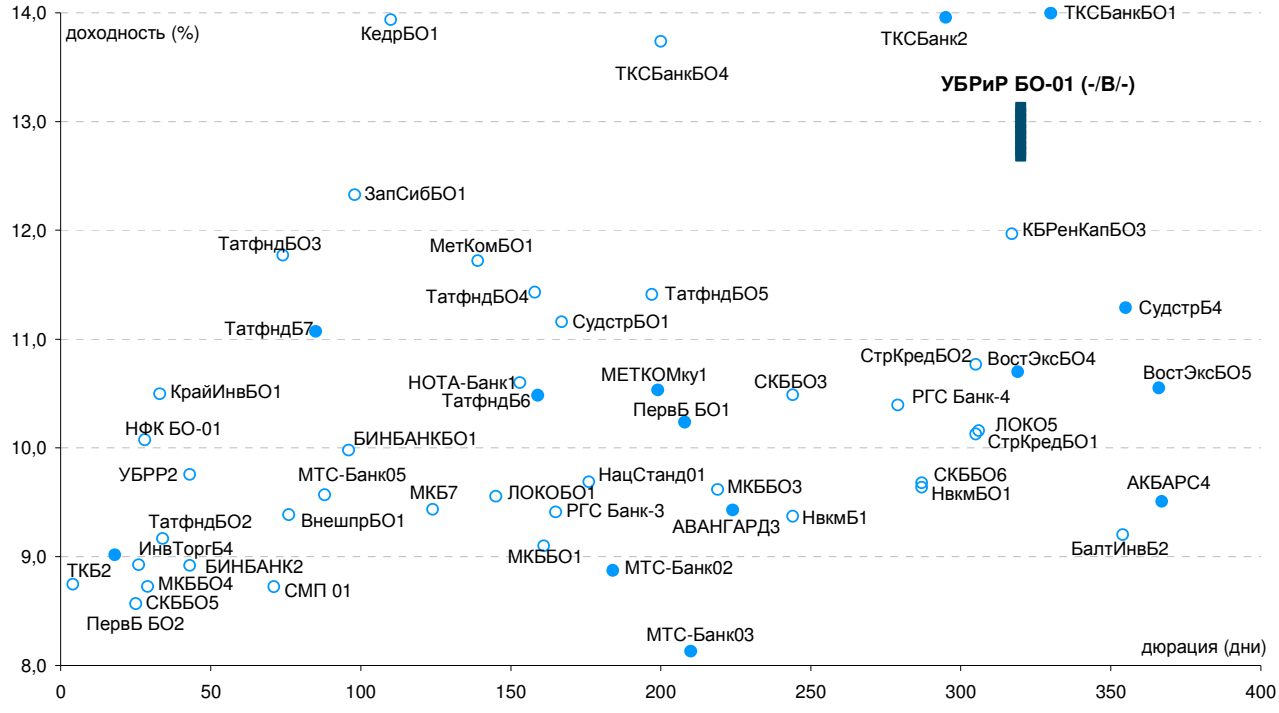
качество эмитента, его акционерная структура и международные рейтинги делают интересным текущее предложение уже по нижней границе обозначенного диапазона доходности, то есть от 12,6% годовых.

Финансовые показатели УБРиР по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	1Н 2012	1Н 2012 / 2011	2012F
Активы	75 940	99 995	118 264	18%	112 176
Денежные средства и их эквиваленты	8 435	12 372	14 537	17%	-
доля в активах	11%	12%	12%	-	-
Кредиты	33 469	44 962	53 888	20%	-
Кредиты (gross)	36 788	47 633	57 281	20%	68 561
доля в активах	44%	45%	46%	-	-
NPL (360+)	9,7%	4,2%	5,3%	-	-
резервы	9,0%	5,6%	5,9%	-	-
Кредиты / Средства клиентов	0,6	0,6	0,7	-	-
Резервы / NPL	0,9	1,3	1,1	-	-
Финансовые вложения	21 641	24 281	31 966	32%	-
доля в активах	28%	24%	27%	-	-
Средства клиентов	54 473	69 503	74 637	7%	78 490
доля в активах	72%	70%	63%	-	70%
Капитал	4 722	7 053	8 988	27%	10 309
доля в активах	6%	7%	8%	-	9%
Total Capital Adequacy Ratio	9,2%	9,5%	-	-	-
Показатели прибыльности, млрд руб.	**2010**	**2011**	**1Н 2012**	**1Н 2012 / 1Н 2011**	**2012F**
Чистые процентные доходы (net)	2 336,5	4 750,5	2 689,6	41%	-
Комиссионные доходы (net)	622,1	923,4	716,8	110%	-
Резервы начисленные	-364,4	-1 492,0	-727,4	-16%	-
Операционные доходы*	3 731,8	5 521,2	3 052,1	18%	-
Операционные расходы	-2 693,7	-3 400,9	-2 148,6	35%	-
Прибыль	578,3	504,8	241,3	132%	1 757
Качественные показатели деятельности	**2010**	**2011**	**1Н 2012**	**1Н 2012 / 2011**	**2012F**
RoAA	0,8%	0,6%	0,4%	-0,1 п.п.	1,7%
RoAE	14,5%	8,6%	6,0%	-2,6 п.п.	20,2%
NIM	2,5%	4,0%	3,6%	-0,4 п.п.	-
Cost / Income	72%	62%	70%	+8,8 п.п.	-

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций финансового сектора (20.09.2012)



Елена Федоткова

NEW Новикомбанк (B2/-/-)

Событие. Новикомбанк откроет 27 сентября книгу заявок на облигации серии БО-04 объемом 2 млрд руб. Закрытие книги – 2 октября, планируемая дата размещения – 9 октября 2012 года. Ориентир ставки 1-2 купонов составляет 10-10,5% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 10,25-10,78% годовых.

Комментарий. В настоящее время у Новикомбанка обращается 2 облигационных займа, размещенных с интервалом в год (оба с офертой середине 2013 года). Спустя еще год банк снова выходит на долговой рынок, не особо балуя инвесторов своими выпусками, тем более, что с момента своего дебюта на долговом рынке эмитент вырос более чем в 2 раза. В настоящее время Новикомбанк занимает 48 строчку в рэнкинге российских банков по величине активов (101,5 млрд руб. по РСБУ).

Отметим, что банк не составляет полугодовую отчетность по СФО, однако к размещению были подготовлены баланс и ОПУ, но без расшифровок. Соответственно, в своем комментарии нам приходилось опираться также на данные на конец 2011 года и итоги по РСБУ. Среди основных моментов кредитного качества эмитента мы выделяем:

- **Аффилированность с ГК «Ростехнологии».**

Напомним, что банк аффилирован с ГК «Ростехнологии»: ей принадлежит 20% капитала банка, а во главе Совета Директоров эмитента стоит С.В.Чемезов, генеральный директор ГК «Ростехнологии». Последнее заметно сказывается на клиентской базе банка – более половины кредитного портфеля банка приходится на оборонно-промышленный комплекс и машиностроение (по итогам 2011 года, по 1 полугодию 2012 года банк такой информации не предоставил). Крупнейшими клиентами банка являются, помимо самой ГК «Ростехнологии», Концерн ПВО «Алмаз Антей», Концерн «Радиоэлектронные технологии», ОАК, ОАО «Корпорация Тактическое Ракетное Вооружение», ОАО «Вертолеты России», Объединенная Двигателестроительная Корпорация и другие.

Конечным контролем над эмитентом по состоянию на 31 декабря 2011 года обладает Президент Банка И.Н. Губин, который контролирует 80% акций банка.

- **Высокое качество активов.**

На наш взгляд, довольно низкий уровень NPL (90+) – на уровне 2,5% кредитного портфеля на конец 2011 года определяется, в первую очередь, клиентской базой, обозначенной выше. При этом уровень покрытия резервами довольно высок – 1,5х. В качестве негативного момента отметим достаточно высокую концентрацию портфеля банка по клиентам - на 10 крупнейших клиентов (или групп взаимосвязанных заемщиков) приходится 58% портфеля. На долю связанных сторон и заемщиков, связанных с государством, на начало текущего года приходилось 40% портфеля. Напомним, что кредитование физлиц в банке почти не развито – всего 2% от остатка задолженности на конец 2011 года.

Также отметим качество сформированного портфеля ценных бумаг. Доля вложений в финансовые инструменты в активах банка на 1 июля 2012 года составила 20%. И хотя банк не дает расшифровок по МСФО, судя по РСБУ, около 40% портфеля – обязательства Российской Федерации.

- **Низкая рентабельность деятельности.**

Показатели RoAE и RoAA у банка довольно низкие: 2,5% и 0,2% соответственно по итогам 1 полугодия 2012 года. По нашему мнению, этому есть две причины.

Первая - умеренная маржинальность деятельности кредитной организации – NIM 4,3% по итогам 2011 года и 4,0% по результатам 1 полугодия текущего года, по нашим подсчетам, является оборотной стороной медали аффилированности с ГК «Ростехнологии» и сформировавшейся клиентской базы. Для сравнения: НОМОС-БАНК, Промсвязьбанк, Банк ЗЕНИТ и Петрокоммерц – 5,5%, 5,5%, 4,1%, 4,2% соответственно.

Еще одним моментом, оказывающим негативное влияние, выступают высокие административные расходы: показатель Cost / Income по итогам 2011 года ставил 94,3%, 1 полугодия 2012 года – 63,5%. Причем на вознаграждение сотрудникам приходится немногим более половины затрат.

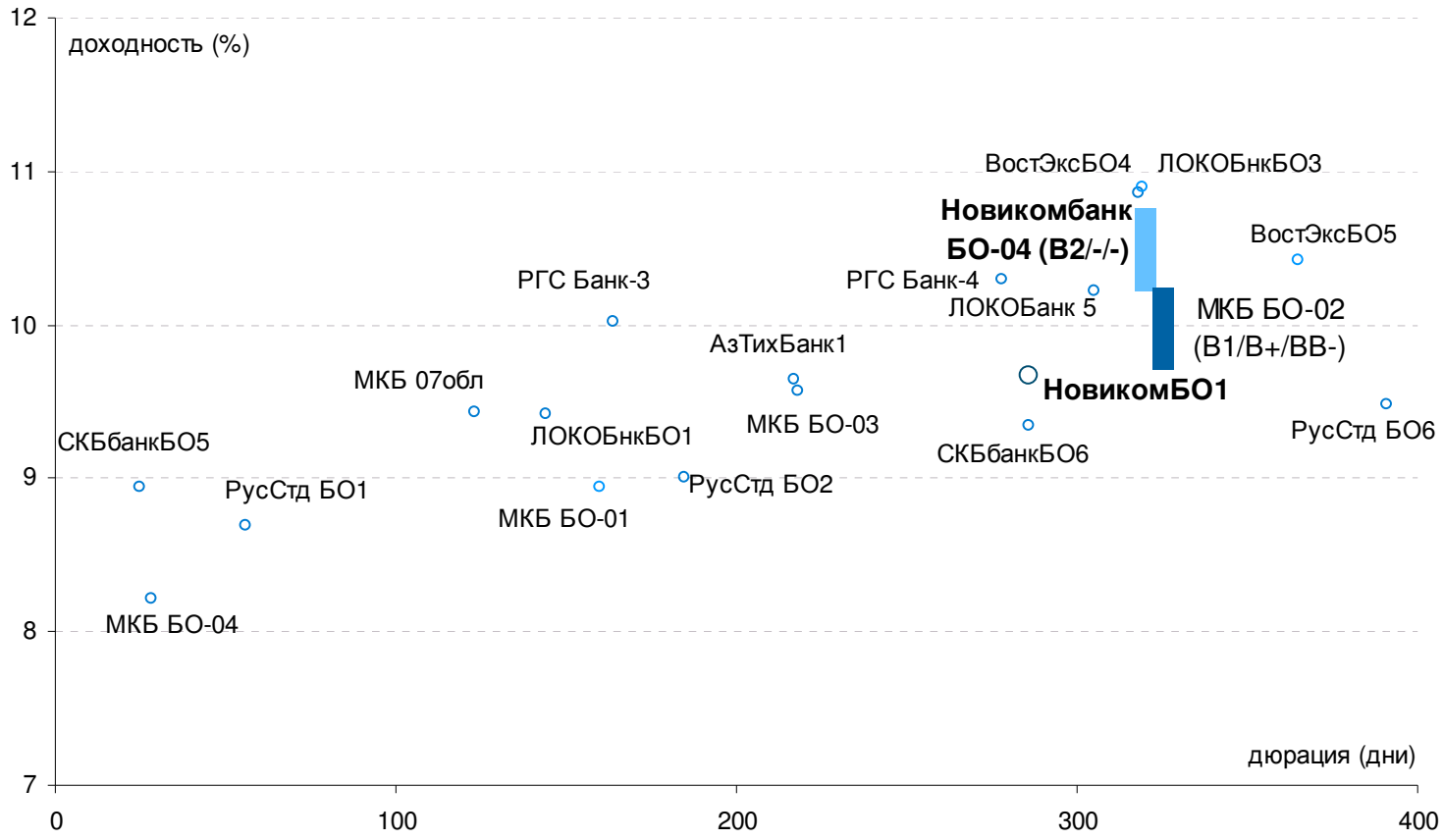
- **Аффилированность в структуре фондирования и высокая ликвидность активов.**

На долю связанных сторон и предприятий, связанных с государством, на начало текущего года приходилось около 39% обязательств банка. Наличие стабильного источника фондирования способствует высоким темпам развития банка, которые мы наблюдали в течение последних лет. В качестве негативного момента отметим, что соотношение Кредиты / Средства клиентов у эмитента не поднимается выше 0,8х. Таким образом, часть средств направляется на формирование «подушки ликвидности» (денежные средства, ценные бумаги и размещение на счетах банков), доля которой в активах достигает высоких 45%.

Конкуренцию текущему займу Новикомбанка на первичном рынке может составить разве что выпуск МКБ (B1/B+/BB-), по которому сегодня закрывается книга. При оферте также 1 год он предлагает YTP 9,73-10,25%, то есть немного ниже, чем Новикомбанк, что в целом оправдано, учитывая разницу в рейтингах. Однако в отличие от МКБ, Новикомбанк не балует, как мы отмечали выше, инвесторов своими

выпусками. Кроме того, отчасти риски банка можно назвать «суверенными», благодаря акционерной структуре и клиентской базе. Также учитывая перечисленные выше факторы облигации банка, на наш взгляд, смотрятся интересно уже по нижней границе размещаемого диапазона.

Доходности облигаций финансового сектора (средневзв.)



Финансовые показатели НОВИКОМБАНКа

Показатели отчетности, млрд руб.	2010	2011	1Н '11	1Н '12*	1Н '12 / '11
Активы	62 715	98 582	n/a	101 951	3%
Денежные средства	7 941	17 055	n/a	8 622	-49%
доля в активах	12,7%	17,3%	n/a	8,5%	---
Кредиты (net)	26 558	45 648	n/a	51 654	13%
Кредиты (gross)	30 164	47 498	n/a	n/a	n/a
доля в активах	42,3%	46,3%	n/a	50,7%	---
NPL (>90дн.)	4,5%	2,5%	n/a	n/a	n/a
уровень резервов	12,0%	3,9%	n/a	n/a	n/a
Резервы / NPL	2,7	1,5	n/a	n/a	n/a
Кредиты / Средства клиентов	0,6	0,8	n/a	0,8	---
Вложения в финансовые активы	21 806	16 171	n/a	20 056	24%
доля в активах	34,8%	16,4%	n/a	19,7%	---
Средства клиентов	40 973	57 649	n/a	67 975	18%
доля в активах	65,3%	58,5%	n/a	66,7%	---
TCAR	13,7%	10,0%	n/a	n/a	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	2 594	2 725	1 294	1 609	24%
Прибыль	632	290	212	89	-58%
Качественные показатели деятельности	**2010**	**2011**	**1Н '11**	**1Н '12**	**1Н '12 / '11**
RoAE	10,9%	4,7%	n/a	2,5%	-2,2%
PoAA	1,2%	0,4%	n/a	0,2%	-0,2%
C / I	36,3%	94,3%	n/a	63,5%	-30,8%
NIM	4,8%	4,3%	n/a	4,0%	-0,3%

* предварительные данные

Источники: данные регионов, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

NEW X5 (B2/B+/-)

Событие. Продуктовая сеть X5 планирует 28 сентября 2012 г. начать book building 3-летних биржевых облигаций ООО ИКС 5 Финанс серии БО-01 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 9,5-9,9% годовых, ему соответствует доходность к погашению на уровне 9,73-10,15% годовых. Размещение бумаг на ММВБ намечено на 1 декаду октября.

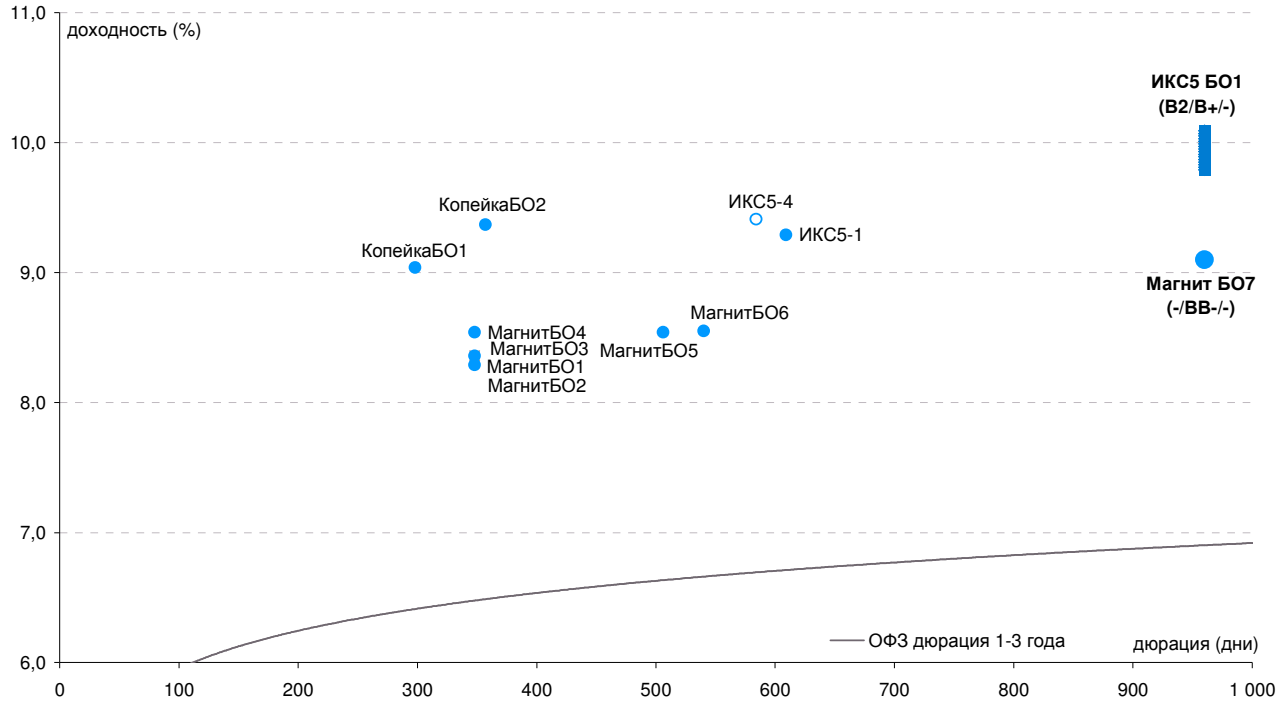
Комментарий. Напомним, что на этой неделе закрылась книга заявок на биржевые облигации главного конкурента X5 – сети Магнит (-/BB-/-) серии БО-07 объемом 5 млрд руб. Бумаги нашли повышенный интерес у инвесторов: по данным организаторов займа, спрос превысил предложение в 2,5 раза, составив 12,3 млрд руб. Важно отметить, что книга была закрыта с доходностью 9,1% годовых, то есть ниже обозначенного индикатива 9,2-9,46% годовых, причем, инвесторы отдали предпочтение более длинной срочности, выбрав вместо 2-летней оферты 3 года до погашения.

Поскольку обращающиеся выпуски X5 неликвидные, размещение Магнита, безусловно, выступает отличным ориентиром для новых бондов сети. Так, при той же срочности X5 предлагает премию к бумагам Магнита порядка 60-100 б.п., что, впрочем, выглядит вполне справедливо на фоне ее слабых финансовых результатов за 1 пол. 2012 г., заметно контрастирующих с сильными показателями Магнита за тот же период. X5 пока не удалось преломить негативный тренд замедления LFL-продаж после интеграции с Копейкой, при этом долговая нагрузка ритейлера остается высокой: соотношение Чистый долг/EBITDA – 3,4x против 1,1x у Магнита по итогам 1 пол. 2012 г. Полный комментарий к отчетности X5: http://www.nomos.ru/upload/iblock/98e/NOMOS_daily_debt_markets_22_08_2012.pdf

Вместе с тем, на рынке также присутствует два выпуска биржевых облигаций Копейки, причем, относительно ликвидным является заем серии БО-02, средневзвешенная доходность которого составляет порядка 9,3-9,4% годовых к погашению через 1 год, что формирует премию до 100 б.п. к бумагам Магнита серий БО-1,2,3 и 4 со схожей дюрацией. При этом важно отметим, что данный выпуск Копейки не входит в Ломбард ЦБ.

Таким образом, учитывая все выше обозначенное, мы считаем интересным участие в размещении биржевых облигаций ИКС 5 Финанс серии БО-01 с доходностью от 10% годовых, что выглядит вполне справедливо, в том числе на фоне торгующихся бумаг эмитентов рейтинговой категории «B+/BB-» как: ВК-Инвест 06 и 07 /Ba3/BB/-/ (YTM 9,6-9,8%/973 дн.), Сибметинвест 01 и 02 /B1/B+/B/ (YTP 9,3-9,4%/654 дн.), ЕвразХолдинг-Финанс 02 и 04 /-/B+/-/ (YTP 10,2-10,3%/964 дн.) и др.

Доходности облигаций компаний продуктовой розницы (средневзвеш.)



Финансовые результаты X5 и Магнита по МСФО

млн долл.	X5			Магнит		
	1 пол.2012	1 пол.2011	Изм. %	1 пол.2012	1 пол.2011	Изм. %
Выручка	7 859	7 867	-0,1	6 776	5 471	24
Чистый операционный денежный поток	-8	9	-	403	266	52
EBITDA	554	566	-2,1	671	359	87
EBITDA margin	*7,1%*	*7,2%*	*-0,1 п.п.*	*9,9%*	*6,6%*	*3,3 п.п.*
Чистая прибыль	135	170	-20,6	340	140	142
margin	*1,7%*	*2,2%*	*-0,5 п.п.*	*5,0%*	*2,6%*	*2,4 п.п.*
	1 пол.2012	2011	Изм. %	1 пол.2012	2011	Изм. %
Активы	8 556	8 810	-2,9	5 487	5 447	1
Дебиторская задолженность	340	362	-6,1	17	16	2
Денежные средства и их эквиваленты	166	385	-56,9	128	534	-76
Финансовый долг, в т.ч.:	3 691	3 610	2,3	1 499	1 617	-7
долгосрочный	2 521	2 697	-6,5	1 392	1 424	-2
краткосрочный	1 170	913	28,1	107	192	-44
Чистый долг	3 525	3 225	9,3	1 371	1 082	27
Кредиторская задолженность	1 691	1 906	-11,3	937	1 043	-10
Фин.долг/EBITDA	3,6	3,2	-	1,2	1,7	-
Чистый долг/EBITDA	3,4	3,1	-	1,1	1,2	-
Фин. долг/Активы	0,4	0,4	-	0,3	0,3	-

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Александр Полютов

Московский кредитный банк (B1/B+/BB-)

Событие. Московский кредитный банк начал пре-маркетинг выпуска серии БО-2 объемом 3 млрд руб. Выпуск предлагается инвесторам с диапазоном купона 9,5% -10%, что соответствует доходности 9,73%-10,25%. Книга планируется к закрытию 21 сентября.

Комментарий. Банк достаточно активен на локальном рынке, и сейчас в обращении у МКБ находится 6 выпусков облигаций. Однако строить кривую банка довольно сложно, учитывая довольно весомый разброс в доходностях бондов, отражающий их весьма неоднородную ликвидность. Мы рекомендуем инвесторам ориентироваться на бонд серии БО-3 - именно он является самым близким по дюрации (оферта май 2013 года) к новому выпуску, а также лидером по оборотам среди других бумаг. Последние сделки по бумаге проходили с доходностью 9,5%, а средневзвешенный показатель с начала сентября составил 9,62%. Таким образом, первичное предложение банка дает премию порядка 15-20 б.п. к вторичному рынку, что выглядит довольно справедливо. Однако стоит вспомнить, что последние бонды торгуются ниже номинала. Учитывая это, мы рекомендуем инвесторам прибавлять как минимум 30-40 б.п. к бонду БО-3 и участвовать в середине предложенного диапазона, то есть от 10% годовых. Вместе с тем, неплохой альтернативой может выступить менее ликвидный бонд БО-5, который при дюрации всего на год больше БО-3 предлагает доходность в 10,6%, то есть премия за год более 100 б.п.
Наш комментарий к последней отчетности МКБ http://www.nomos.ru/upload/iblock/ef9/NOMOS_daily_debt_markets_21_08_2012.pdf

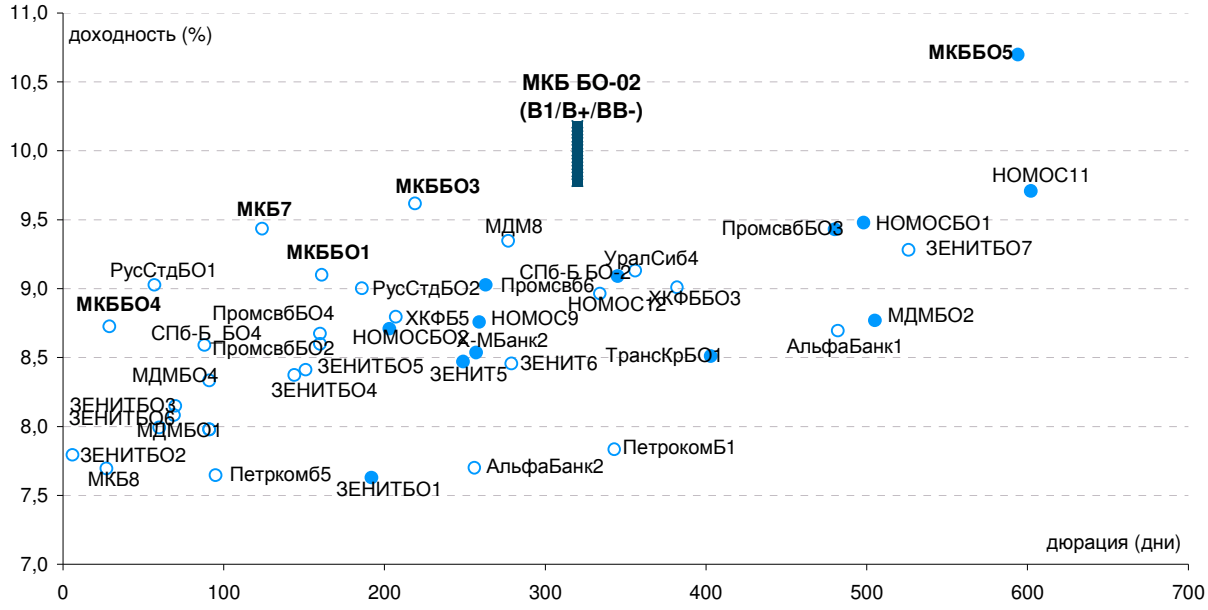
Финансовые показатели МКБ по МСФО

	Рейтинги и рэнкинги				
Место в рэнкинге по размеру активов на 1 июля 2012 года	21				
Рейтинг (M/S&P/F)	B1 / B+ / BB-				
Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	1пол 2011	1пол 2012	Изменение за 1пол 2012,%
ASSETS	165	232	204	263	13,3
Cash and cash equivalents	23	34	21	34	-2,0
% assets	14,1%	14,8%	10,5%	12,8%	---
Loans	104	159	147	185	16,1
Loans (gross)	107	163	151	189	16,1
% assets	63,0%	68,5%	72,3%	71,8%	---
NPL (≥90дн.)	1,5%	1,1%	0,9%	1,2%	---
Customer accounts	95	147	121	163	11,1
% assets	57,5%	63,1%	59,2%	61,9%	---
Debt securities issued	27	31	36	36	17,4
% assets	%	13,4%	17,7%	13,9%	---
EQUITY	14	26	24	29	14,2
% assets	8,3%	11,0%	11,6%	11,1%	---
Total Capital Adequacy Ratio	13,6%	14,4%	15,2%	13,9%	---

Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	1 пол 2011	1 пол 2012	Изменение за 1пол 2012,%
Net interest income	6	9	4	5	42,5
Fee and commission income (net)	2	3	1	2	53,0
Provisions charge for loan impairment	2	1	1	1	25,7
Profit for the year	3	4	2	2	15,8
Качественные показатели деятельности	**2010**	**2011**	**1 пол 2011**	**1 пол 2012**	**Изменение за 1 пол 2012,%**
RoAA	2,4%	2,0%	2,0%	1,7%	---
RoAE	24,4%	19,7%	19,9%	15,7%	---
Cost / Income	38,9%	39,8%	35,9%	43,1%	---
NIM	5,4%	5,0%	4,8%	5,0%	---

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций финансового сектора (20.09.2012)



Игорь Голубев

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

Банки
Андрей Михайлов, FCCA
Mikhajlov_AS@nomos.ru

Долговой рынок
Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Алексей Егоров
Egorov_AVi@nomos.ru

Кредитный анализ
Игорь Голубев
IGolubev@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 абсолютные 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.