

23 декабря 2011 г.

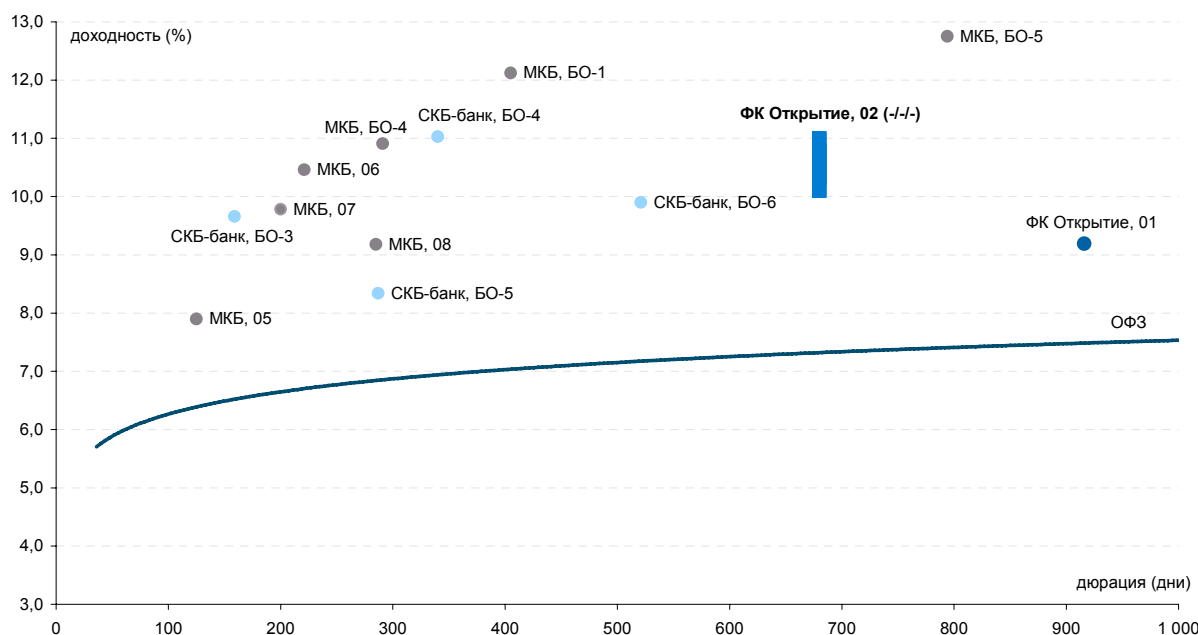
Приближение конца финансового года дает о себе знать и на первичном рынке рублевых облигаций. По сравнению с первой половиной декабря количество предложений новых бумаг со стороны эмитентов заметно сократилось. Тем не менее, свои потребности в денежных средствах за счет размещения облигаций в уходящем году попытаются «закрыть» два эмитента из финансового сектора (Ипотечный агент Возрождение 1 и ФК Открытие) и один корпоративный заемщик (ТГК-1).

Учитывая сложившуюся конъюнктуру на финансовых рынках к концу года, заявленные параметры выпусков и предложенные уровни доходности, мы считаем данные первичные предложения малопривлекательными.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Заккрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности, %	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность%
ТГК-1, 03	- / - / -	нет	2 000	-	27 дек	n/a	n/a	- / 10	-
Ипотечный агент Возрождение 1, класс А	- / - / -	нет	2 932	-	27 дек	n/a	n/a	- / авг.2044	-
ФК Открытие, 02	- / - / -	нет	5 000	27 дек	29 дек	9,75-10,75 / 9,99-11,04	n/a	2 / 5	от 11,04
Итоги размещений и закрытия книг на прошлой неделе									
Выпуск	Рейтинг, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Заккрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности, %	Пересмотренный ориентир купона / доходности, %	Установленная ставка купона / доходность, %	PUT / MATURITY, лет
ВТБ, БО-06	Baa1 / BBB / BBB	да	10 000	21 дек	23 дек	8,0-8,5 / 8,24-8,77	n/a	8,5 / 8,77	1 / 3
Каркаде, 02	- / - / B+	да	1 500	Размещение перенесено		12,5-13,5 / 13,1-14,2	Не определены		1 / 3
Связь-Банк, 03	- / BB / BB	да	5 000	20 дек	22 дек	8,5 - 8,75 / 8,68 - 8,94	n/a	8,5 / 8,68	1 / 3

Карта первичного рынка



Источники: данные организаторов, ММВБ

Комментарии к размещениям:**NEW ФК Открытие**

ФК Открытие предлагает УТР 9,99-11,04% к оферте через 2 года по новому займу. На наш взгляд, бумаги неинтересны – на рынке в данном диапазоне обращаются бумаги МКБ и СКБ с меньшей дюрацией.

Итоги последних размещений:

На этой неделе активность на первичном рынке размещений была невысокой, что особенно контрастировало с напряженной второй декадой декабря. Претендентов для выхода на рынок было три (ВТБ, Связь-Банк и лизинговая компания Каркаде), причем все из финансового сектора, но разной «весовой категории». В итоге, найти спрос на бумаги удалось не всем.

Так, ВТБ закрыл книгу на биржевые облигации только по одному выпуску серии БО-6, установив ставку купона по верхней границе заявленного ориентира – 8,5% годовых, что соответствует доходности 8,77% к оферте через 1 год. Отметим, что, предложив инвесторам довольно интересный, на наш взгляд, диапазон доходности, банк все-таки не смог обеспечить спрос на весь пул биржевых облигаций (серий БО-3, БО-4, БО-6 и БО-7 общим объемом 30 млрд руб.), заявленных к размещению, ограничившись только одним выпуском.

В то же время на аналогичных с ВТБ уровнях по доходности неожиданно прошло размещение облигаций теперь уже государственного (после санации) Связь-Банка серии 03: купон был определен на уровне 8,5% годовых, доходность составила 8,68% годовых к оферте через 1 год. Связь-Банк разместил свои бумаги по нижней границе заявленного диапазона, тем самым, на наш взгляд, в текущих условиях лишив их возможности для апсайда на вторичном рынке.

Что касается дебюта лизинговой компании Каркаде на рублевом рынке облигаций, то он перенесен на неопределенный срок. Вероятно, эмитенту не удалось найти достаточного спроса на свои бумаги, даже несмотря на высокий купон. Впрочем, данный факт не вызывает особого удивления, учитывая нестабильную ситуацию на финансовых рынках, требующую от инвесторов консервативного подхода к оценке рисков.

ФК Открытие (-/-/-)

Событие. ФК Открытие начала сбор заявок по новому займу серии 02 объемом 5 млрд руб. Ориентир ставки купона: 9,75-10,75%, что соответствует доходности 9,99-11,04% к оферте через 2 года. Закрытие книги – 27 декабря.

Комментарий. Отметим, что это не первый заем компании, при этом обращающийся выпуск сложно назвать рыночным по причине ограниченной ликвидности. Вероятно, размещаемый заем ждет та же участь – у эмитента нет международного рейтинга, как, впрочем, и у обращающегося займа, поэтому попасть в Ломбардный список, а, следовательно – и в перечень РЕПО, заем не сможет. С учетом текущей конъюнктуры, ждать активного спроса, скорее, не стоит. Это подтверждают и итоги последних размещений.

Интерес инвесторов снижает также новостной фон вокруг компании и несколько слабая, на наш взгляд, информационная прозрачность. Под первым мы подразумеваем идущие судебные процессы в Лондоне по выводу активов из компании. Под вторым – доступность консолидированной отчетности эмитента по МСФО только за 2010 год: с учетом обилия событий, происходящих как вне, так и внутри компании за последнее время, ощущается некоторый дефицит данных.

Однако основные моменты все же можно выделить. Ключевым активом (более 75% баланса на конец 2010 года) в структуре эмитента является достаточно крупный универсальный Банк Открытие – на 1 октября текущего года в ранкинге российских банков он занимал 28 место с активами 168 млрд руб., стоя между ИНГ Банком (Евразия) и Глобэксбанком. Кредитная организация в текущем виде, по сути, сформировалась в 2010 году путем объединения КБ Открытие, инвестбанка Открытие и банка «Петровский». В 2011 году был присоединен также банк «Губернский». Недолгая история существования объединенного банка является одним из самых «слабых мест» банка (на слуху не очень удачный проект УРСА Банка и МДМ-Банка) и в том числе стала причиной его достаточно низкого рейтинга – в июле S&P присвоило ему «В-».

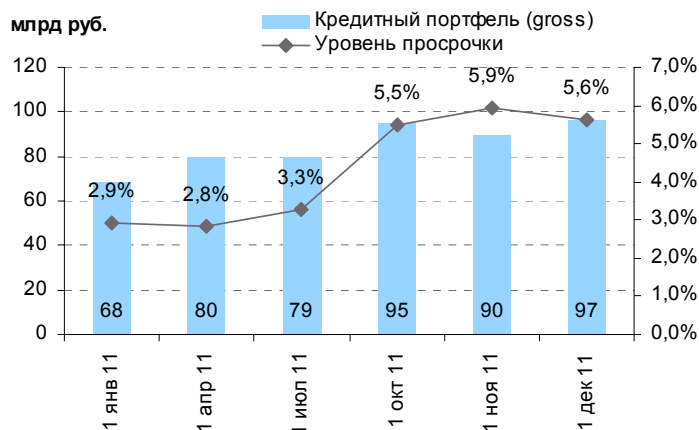
Из крупных банков аналогичный рейтинг имеет только Бинбанк (B2/B-/-), стоящий на 35 месте по активам. Поскольку «Петровский» и «Губернский» проходили процедуру санации, то в акционерной структуре объединенного банка присутствует АСВ (24,2%). Агентство планирует выйти из капитала до 2013 года, продав свою долю внешнему инвестору или ФК Открытие (сейчас принадлежит 61,5%). Хотя речь и не идет о блокпакете, тем не менее, создающаяся неопределенность, скорее, в «минус» банку. Среди положительных моментов можно отметить наличие IFC в структуре с долей 14,3%.

Отчасти смягчает риски банка и тот факт, что перед реорганизацией АСВ вывел «проблемные» активы из санлируемых банков, поэтому в Открытие они пришли с «почищенными» балансами. Небольшая часть «неработающих» кредитов была переведена в Долговой Центр «Открытие», входящий в структуру ФК. Поскольку они все же остались в группе, можно предположить, что вероятность возврата обязательств по ним все же имеется, однако подробную информацию компания не раскрывает.

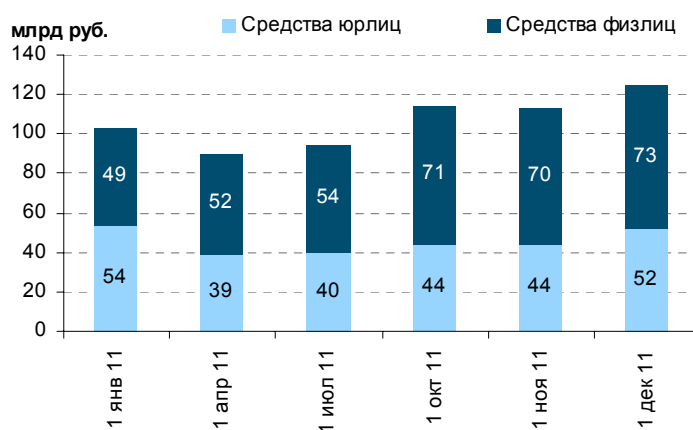
Финансовые показатели Банка Открытие по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 апр 11	1 июл 11	1 окт 11	1 ноя 11	1 дек 11
Активы	132 235	130 903	141 073	168 762	162 407	166 786
Денежные средства и драгметаллы	11 498	6 448	6 338	7 443	7 775	7 929
Кредитный портфель (gross)	67 997	79 524	79 487	94 664	89 859	96 550
Уровень просрочки	2,9%	2,8%	3,3%	5,5%	5,9%	5,6%
Покрытие просрочки резервами	200,0%	186,3%	180,8%	114,4%	114,5%	118,4%
Кредиты/Депозиты	95,2%	121,9%	117,2%	113,5%	107,0%	109,5%
Операции с ценными бумагами	25 874	28 766	44 812	55 041	52 753	46 099
Капитал (101 форма)	17 697	17 604	15 982	15 169	17 278	16 985
Средства клиентов	31 550	25 023	26 397	31 103	29 587	36 165
Депозиты	71 443	65 217	67 829	83 377	83 994	88 173
Выпущенные ценные бумаги	5 217	5 603	5 709	5 547	6 304	4 833
Балансовая прибыль	-1 478	224	296	92	-698	-323

Качество кредитного портфеля Банка Открытие



Структура привлечения средств клиентов



Источники: банк, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Что касается акционерной структуры самой ФК, то помимо ключевых акционеров В.Беляева (40,1%) и Б.Минца (30%) с долей 19,90% входит ВТБ. Последнее, на наш взгляд, отчасти усиливает акционерную структуру всей группы. Пересечение в совете директоров ограничивается присутствием С.Дубинина не только в СД ФК и Банка Открытие, но и в ВТБ Капитал.

Помимо банка в структуру группы входит также брокерское направление, управление активами и страхование. В стадии завершения находится формирование компании Открытие Капитал, в рамках которой будет консолидироваться инвестиционно-банковский и брокерский бизнесы группы, в том числе находящийся сейчас в Банке Открытие. На наш взгляд, это позволит снизить риски клиентов группы в целом и сделать ее структуру более прозрачной. Как видно из таблицы ниже, результаты операций с финансовыми инструментами в 2008-2010 годах ФК были волатильны, а «провалы» компенсировались результатами от приобретения / выбытия дочерних компаний.

Несмотря на то, что у ФК Открытие небольшой публичный долг и в обращении находится только один заем, при текущей конъюнктуре, учитывая основные перечисленные слабые места в кредитном качестве

группы и потенциальную низкую ликвидность займа, а также 2-летнюю оферту, на наш взгляд, бумаги неинтересны к приобретению на предложенных уровнях. Для сравнения, в диапазоне около УТР 10-11% можно найти бумаги СКБ (B1/-/B) и МКБ (B1/-/B+) меньшей дюрации.

Консолидированные финансовые показатели ФК Открытие по МСФО

млн руб.	2008	2009	2010
Активы	82 870	84 186	174 697
Финансовые активы, предназначенные для торговли	1 274	6 699	18 002
Кредиты и займы выданные	38 159	26 766	88 061
Инвестиционные ценные бумаги	16 737	8 262	7 304
Капитал	7 301	9 401	15 460
Средства клиентов	20 349	25 989	99 160
P&L	2008	2009	2010
Чистые процентные доходы	-464	972	4 440
Резервы под обесценение активов	-2 056	44	-3 113
Чистые комиссионные доходы	364	525	1 179
Чистые доходы от операций с фин.активами	-3 580	9 313	1 596
Доход от приобретения / выбытия дочерних компаний	5 317	106	4 727
Административные расходы	-2 603	-5 140	-7 783
Прибыль	625	730	2 552
Эффективность деятельности	2008	2009	2010
Чистая процентная маржа	n/a	1,90%	5,30%
ROAA	n/a	0,87%	1,97%
ROAE	n/a	8,74%	20,53%

Источники: компания, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

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 рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его 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 Банка в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК не берет на себя 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. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.