

25 мая 2012 г.

На этой неделе на фоне негатива с внешних площадок количество эмитентов, желающих выйти на первичный рынок, заметно сократилось. Свои бумаги инвесторам решила предложить только Липецкая область, вероятно, воодушевившись последними успехами размещений субфедеральных облигаций: Волгоградской области и Якутии. Отметим, что облигации области могут иметь интерес у инвесторов, но, скорее всего, он будет ограниченным и сосредоточится ближе к верхней границе индикатива из-за нестабильности на торговых площадках. В то же время «переждать» все перипетии рынков решил Меткомбанк (г. Череповец), который отложил размещение биржевых облигаций на неопределенный срок. Вместе с тем, свой дебютный выход на долговой рынок подтвердил СМП Банк, определив датой размещения облигаций 29 мая 2012 года: по-прежнему интересной выглядит oferta через полгода.

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	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
СМП Банк, 01 Липецкая область, 34007	B3/-/	Да	3 000	25 май	29 май	10,0-10,5%	-	0,5 / 5	от 10,4%
NEW	-/BB/-	Да	2 500	29 май	1 июн	8,75-9,25% / 8,94-9,46%	-	аморт. 2,62	от 9,2%
ВЭБ 02В	Baa1/BBB/BBB	Да	500 млн USD	конец мая		4-4,50%	-	- / 3	от 4,4%
Восточный экспресс, БО-4	B1/-/	Да	3 000	конец мая		- /10,11-10,65%	-	1 / 3	-
КБ Ренессанс Капитал, БО-2	B2/B/B	Да	4 000	2 квартал		12,25-12,75% / 12,63-13,1%	n/a	2 / 3	неинтересно
Меткомбанк (Череповец), БО-5	B3/-/	Да	1 500	Перенесено на неопределенный срок		11-11,5% / 11,3-11,83%	-	1 / 3	от 11,8%
Еврооблигации, аукционы, book building									
Глобэкс ECP	-/BB/BB	-	2 млрд USD*	n/a	n/a	n/a	n/a	- / 1	n/a

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

*выпуск ECP может быть в евро, в долларах США, в британских фунтах, в японских иенах и др. конвертируемых валютах

Комментарии к первичным размещениям

NEW Липецкая область (-/BB/-):

В текущих рыночных условиях выпуск может представлять интерес ближе к верхней границе индикатива – от 9,2% годовых. Кредитный профиль Липецкой области приемлемый, долговая нагрузка – умеренная.

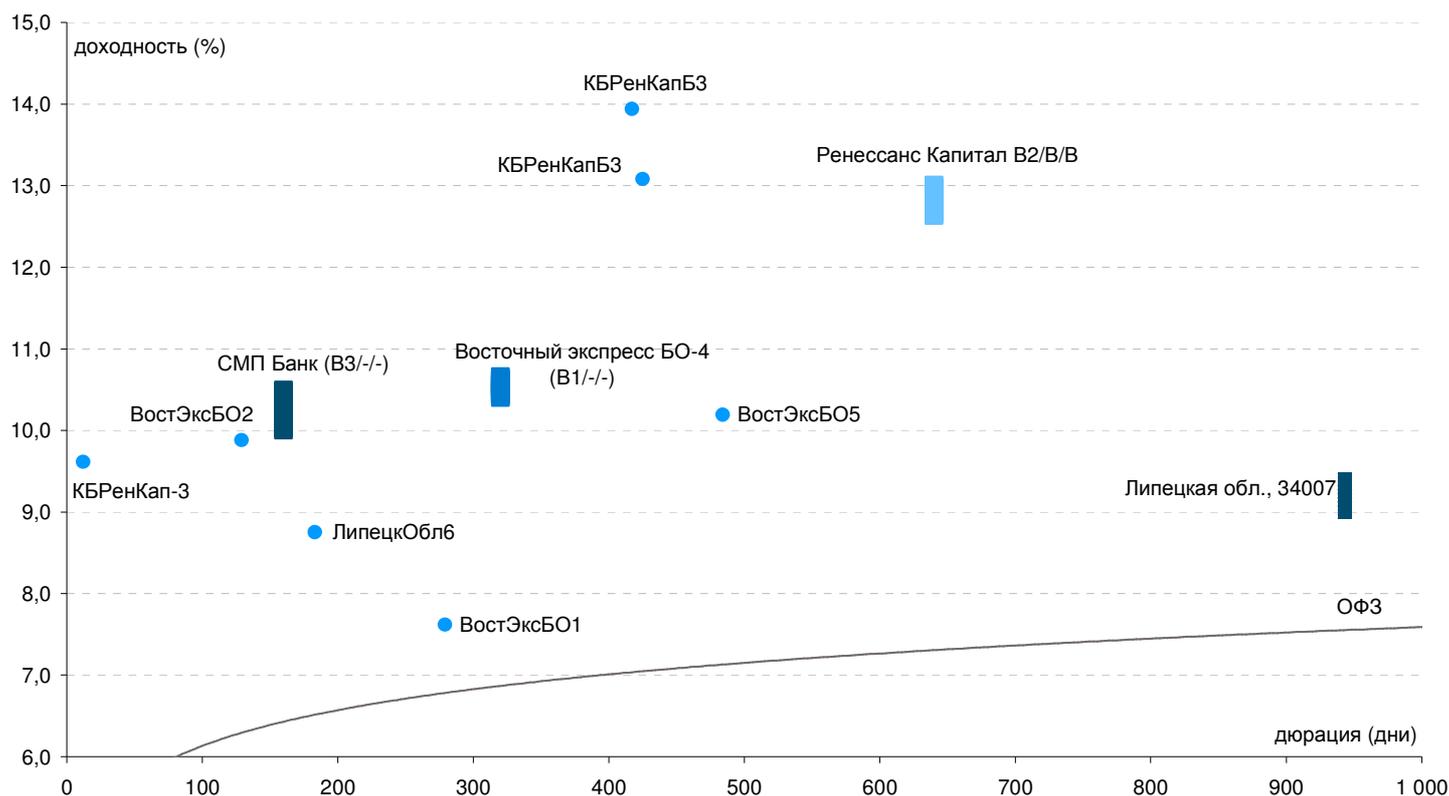
СМП Банк (B3/-/-):

По доходности выпуск проигрывает возможным альтернативам на рынке, при этом бумага до oferty будет, на наш взгляд, неликвидной. Однако новый заем хорошее решение для желающих сделать инвестиции на короткий срок, в большом объеме и под вполне приемлемый процент.

ВЭБ (Baa1/BBB/BBB):

Выпуск, на наш взгляд, смотрится неинтересно как по сравнению с еврооблигациями ВЭБа, так и рублевыми займами.

Распределение доходностей бумаг эмитентов



Источник: ММВБ

Комментарии:

Липецкая область (-/ВВ/-)

Событие. На этой неделе Липецкая область открыла книгу заявок на 5-летние облигации серии 34007 объемом 2,5 млрд руб., закрытие которой намечено на 29 мая. Размещение бумаг на ММВБ запланировано на 1 июня. Ориентир ставки 1 купона находится в диапазоне 8,75-9,25% годовых, что соответствует доходности 8,94-9,46% годовых при дюреции 2,62 года (выпуск имеет амортизационную структуру погашения по 20% номинала каждый год с момента размещения). У области имеется рейтинг от S&P на уровне «ВВ»/Стабильный, бумаги эмитента соответствуют критериям включения в Ломбард ЦБ.

Комментарий. Напомним, что совсем недавно состоялось два размещения облигаций субъектов РФ, которые могут выступить неплохим ориентиром для новых бумаг Липецкой области. Так, 4 мая 2012 г. свои бумаги разместила Волгоградская область серии 35002 с доходностью 8,98% годовых при дюреции 2,66 года, 17 мая – Республика Саха (Якутия) серии 35004 с доходностью 8,99% годовых при дюреции 3,25 года.

Кроме того, у Липецкой области в обращении находится один выпуск облигаций серии 34006 (УТМ 8,75%/186 дн.), но он неликвидный и вряд ли может выступить ориентиром для новых бумаг эмитента.

Учитывая итоги последних размещений регионов, а также разницу в их кредитных рейтингах и кредитных профилях (эмитент уступает по масштабам, но сопоставим по уровню долговой нагрузки), мы считаем, что новый выпуск Липецкой области может представлять интерес с доходностью ближе к верхней границе индикатива - от 9,2% годовых. Но сложившаяся в последнее время негативная ситуация на торговых площадках может внести свои коррективы, и инвесторы могут потребовать дополнительную премию по доходности при размещении.

Основные бюджетные показатели субъектов РФ в 2011 г., млрд руб.

Субъект РФ	ВРП*	Рейтинг (M/S&P/F)	Доходы	Собственные доходы	Расходы	Профицит/дефицит	Госдолг	Госдолг/Соб.доходы
Липецкая область	254,7	-/ВВ/-	32,6	24,3	34,3	-1,7	7,6	31,2%
Якутия	384,7	-/ВВ/ВВ+	114,6	61,0	111,4	3,2	15,8	26,0%
Волгоградская область	437,4	-/-/ВВ-	59,9	42,1	66,8	-6,9	15,7	37,2%

Источники: Казначейство России, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА
*по итогам 2010 г.

СМП Банк (ВЗ/-/-)

Событие. СМП Банк 25 мая закрывает книгу по дебютному выпуску облигаций серии 01 объемом 3 млрд руб. Размещение запланировано на 29 мая 2012 года. Ориентир купона по выпуску составляет 10-10,5% годовых. Заем интересен тем, что по нему предложена нестандартная для рынка полугодовая оферта.

Комментарий. Поскольку заем был зарегистрирован в августе прошлого года, то вполне понятно желание эмитента выйти с ним на рынок, чтобы размещение не было признано несостоявшимся. С другой стороны, глядя на отчетность СМП-Банка, задержка была только «в плюс» эмитенту, поскольку результаты за 2011 смотрятся гораздо позитивнее, чем отчетность годом ранее.

Во-первых, кредитный портфель банка занимает сейчас 47% активов, а не 31%, и к 2014 году эту цифру планируется довести до 65%. Таким образом, структура активов банка постепенно приближается к «классическому» виду, сокращая существенную подушку ликвидности в виде денежных средств (их доля упала с 28% до 19%). Отметим, что при этом объем вложений в ценные бумаги сохраняется высоким (26% против 23% на конец 2010 года).

Во-вторых, с точки зрения доходов прошлый год был более удачным для кредитной организации: прибыль выросла в 2,7 раза с 0,4 млрд руб. до 1,1 млрд руб. (2,4 млрд руб. с учетом переоценки недвижимости). Здесь стоит обратить внимание, что процентные доходы (1 млрд руб.) не являются основным источником прибыли банка. Заметно большую роль сыграли чистые комиссионные доходы (2,7 млрд руб.) и прибыль от операций с иностранной валютой – 2,3 млрд руб. В целом, это стало отражением структуры активов и пассивов и концентрации деятельности банка скорее на расчетных и казначейских операциях, нежели на кредитовании. В планах банка довести размер комиссионных доходов до уровня, достаточного для покрытия своих операционных расходов.

При такой структуре доходов и активов может вызывать некоторые вопросы структура фондирования СМП Банка, поскольку 75% обязательств (85,6 млрд руб.) составляют средства клиентов, из них 63% – это средства физлиц (на счетах 4,3 млрд руб., депозиты 50 млрд руб.). Последние являются, как правило, наиболее дорогим источником фондирования. Банк однако все же сохраняет маржинальность, хотя и на низком уровне. Интересно, что банку удается удерживать стоимость данного ресурса немногим выше 8% (в рублях). Менеджмент поясняет, что это происходит благодаря реализации зарплатных проектов, когда существенную роль начинает играть лояльность вкладчика к кредитной организации, и кобрендинговым программам, а также довольно плотным связям с крупными клиентами – физическими лицами.

В-третьих, в целом 2010 год по эффективности заметно проигрывал в сравнении с 2009 годом (см.таблицу), при этом 2011 год демонстрирует уже положительную динамику по всем основным показателям. Таким образом, озвученный прогноз на конец 2012 года (рост кредитного портфеля до 70 млрд руб. («+30%»), прибыли – до 1,3 млрд руб. («+18%»)) воспринимается более позитивно.

В-четвертых, заметно повысилось качество кредитного портфеля: NPL (90+) упал с 12,6% до 2,5%, что в основном было достигнуто благодаря комплексу мер по урегулированию вопросов с заемщиками и эффектом от роста кредитного портфеля (в 2 раза). Обращает на себя внимание структура кредитного портфеля: порядка 39% приходится на финансовый сектор. По данным менеджмента, это предоставление средств на сделки с недвижимостью через акции и проч. инструменты, где заемщиком выступает компания с финансовым профилем деятельности. По ним, согласно информации озвученной на презентации, «есть обеспечение, в том числе и поручительство физлиц, входящих в российский список Forbes». К 2014 году планируется сократить долю данного сегмента в портфеле до 10%. Остальные крупные доли (по секторам экономики) приходятся на госсектор (19%, финансирование бюджетов субъектов и муниципальных образований), торговлю (11%), строительство и недвижимость (по 6%). Розница составляет 5%, к 2014 году планируется довести ее до 15% («пластик» и ипотека).

На что также стоит обратить внимание, это довольно низкая достаточность капитала банка: Н1 на начало 2012 года (по РСБУ) был на уровне 11,08%, на 1 мая текущего года – 11,03%. В планах банка в среднесрочном периоде привлечь субординированный кредит в объеме 2,5 млрд руб. и провести допэмиссию на 1,5 млрд руб. Напомним, что контроль над банком принадлежит Аркадию и Борису Ротенбергам и пока, по данным менеджмента, изменений в акционерной структуре не предвидится.

При анализе финансовой устойчивости нельзя обойти вниманием высокий запас ликвидности у Банка: на промежутке до 1 месяца liquidity gap на 1 января 2012 года составлял 11,1 млрд руб. Последнее достигается за счет запаса денежных средств и высокого качества портфеля ценных бумаг, который составляет, как мы уже отмечали выше, четверть активов. Отметим, что около половины портфеля – федеральные и субфедеральные займы.

Возвращаясь собственному выпуску СМП Банка, отметим еще раз его структуру – оферту через полгода. При этом у банка полугодовой купон, поэтому, по нашему мнению, не вполне верно говорить об эффективной доходности (ввиду совпадения срока оферты и купона), скорее нужно ориентироваться на простую доходность, диапазон которой составит 10-10,5% годовых. При сравнении с бумагами других эмитентов, стоит отметить, что, на наш взгляд, на рынке есть более интересные альтернативы с точки зрения доходности. При этом вряд ли до оферты выпуск войдет в Ломбардный список.

Зато для инвесторов, придерживающихся стратегии вложений в короткие бумаги, тем более что срок инвестиции пройдет внутри финансового года, чисто технически облигации привлекательны. Объем займа составляет 3 млрд руб., так что участники рынка вполне могут удовлетворить свой аппетит.

Финансовые показатели СМП Банка по МСФО

	2009	2010	2011	Изменение за 2011 год
Место в рейтинге по размеру активов на конец соответствующего года (Интерфакс)	72	59	41	рост на 18 позиций
Рейтинг (M/S&P/F)	B3 / - / -			-
Балансовые показатели, млн руб.	2009	2010	2011	2011 / 2010, %
ASSETS	51 795	77 114	114 823	49%
Cash and cash equivalents	17 612	21 233	21 335	0%
% assets	34,0%	27,5%	18,6%	-
Loans	14 242	23 818	54 046	127%
Loans (gross)	17 901	26 077	56 975	118%
% assets	27,5%	30,9%	47,1%	-
NPL (>90дн.), %	18,9%	12,6%	2,5%	-
allowance for loan impairment / NPL	1,1	0,7	2,0	-
Loans / Customer accounts	0,37	0,40	0,63	-
allowance for loan impairment	20,4%	8,7%	5,1%	-
Customer accounts	38 828	59 979	85 563	43%
% assets	75,0%	77,8%	74,5%	-
EQUITY	6 732	7 219	10 318	43%
% assets	13,0%	9,4%	9,0%	-
Total Capital Adequacy Ratio	n/a	15,9%	11,3%	-
Показатели прибыльности, млн руб.	2009	2010	2011	Изменение, 2011 / 2010, x
Net interest income	1 705	506	1 147	2,3x
Fee and commission income (net)	373	479	2 728	5,7x
Provisions charge for loan impairment	-1 882	1 384	-1 144	-
Operating income*	4 910	1 474	6 352	4,3x
Operating expenses	-1 831	-2 327	-3 828	1,6x
Profit for the year*	949	416	1 116	2,7x
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	Изменение за 2011 г.
RoAA	2,0%	0,6%	1,2%	+52 б.п.
RoAE	15,1%	6,0%	12,7%	+6,8 п.п.
Cost / Income*	37,3%	157,8%	60,3%	-97,6 п.п.
NIM**	5,9%	1,0%	1,3%	+30 б.п.

* без учета переоценки по недвижимости

** данные банка

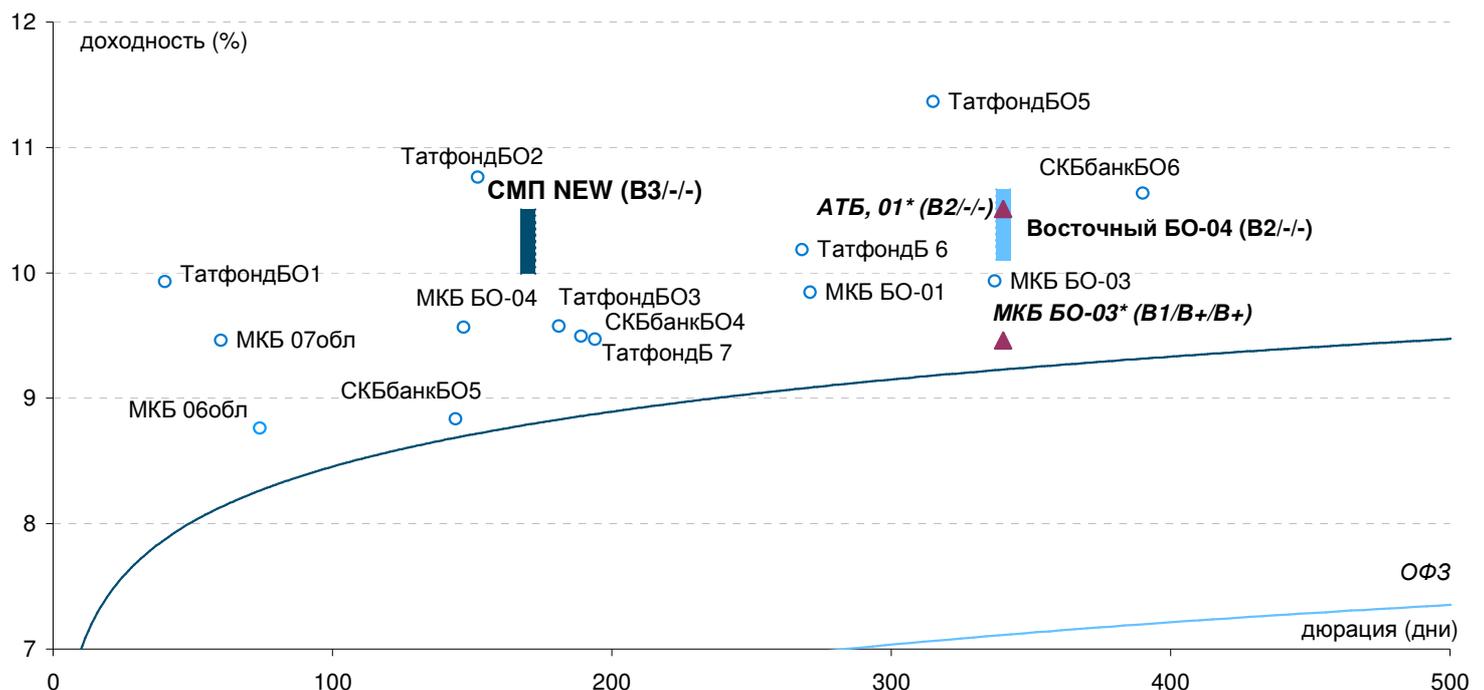
Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Сравнение показателей банков по МСФО

млрд руб.	АТБ	Татфонд-банк	СКБ-Банк	СМП Банк	МКБ	ЗЕНИТ
Рейтинги (М / S&P / F)	B2/-/-	B2/-/-	B1/-/B	B3/-/-	B1 / - / B+	Ba3/-/B+
Показатели отчетности	2011	6м2011	2011	2011	2011	2011
Активы	61	67	109	115	232	247
Кредиты (net)	39	44	69	54	159	164
Кредиты (gross)	41	н/д	74	57	164	175
доля в активах	65,2%	65,7%	63,3%	47,1%	68,4%	66,6%
NPL (>90 дн.)	5,8%	4,4%	7,0%	2,5%	1,1%	3,9%
уровень резервов**	4,4%	н/д	7,1%	5,1%	2,9%	6,0%
Резервы / NPL (>90 дн.)	0,6	2,7	1,0	2,0	2,6	1,6
Кредиты / средства клиентов	0,9	1,3	0,8	0,6	1,1	1,2
Вложения в финансовые активы	10	9	13	28	25	24
доля в активах	16,3%	13,4%	11,8%	24,3%	10,7%	9,6%
Средства клиентов	46	33	83	86	147	142
доля в активах	76,6%	49,3%	76,2%	74,5%	63,1%	57,7%
Коэффициент достаточности общего капитала	16,8%	13,4%	13,2%	11,3%	14,4%	13,9%
Чистые процентные доходы (до резервов)	5	н/д	7	1	9	7
Прибыль	2	0,1	1	1	4	3
Качественные показатели деятельности	2011	6м2011	2011	2011	2011	2011
Рентабельность собственных средств (RoAE)	30,9%	2,1%	13,6%	12,7%	19,7%	10,9%
Рентабельность активов (RoAA)	4,3%	0,2%	1,0%	1,2%	2,0%	1,1%
NIM	10,7%	2,8%	8,1%	1,3%	5,0%	4,1%
С / I	50,5%	н/д	54,7%	60,3%	39,8%	58,0%

Источники: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора (средневзв.)



* справочно: уровни недавних размещений

Елена Федоткова

ВЭБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ)

Выпуск, на наш взгляд, смотрится неинтересно как по сравнению с евробондами ВЭБа, так и рублевыми займами.

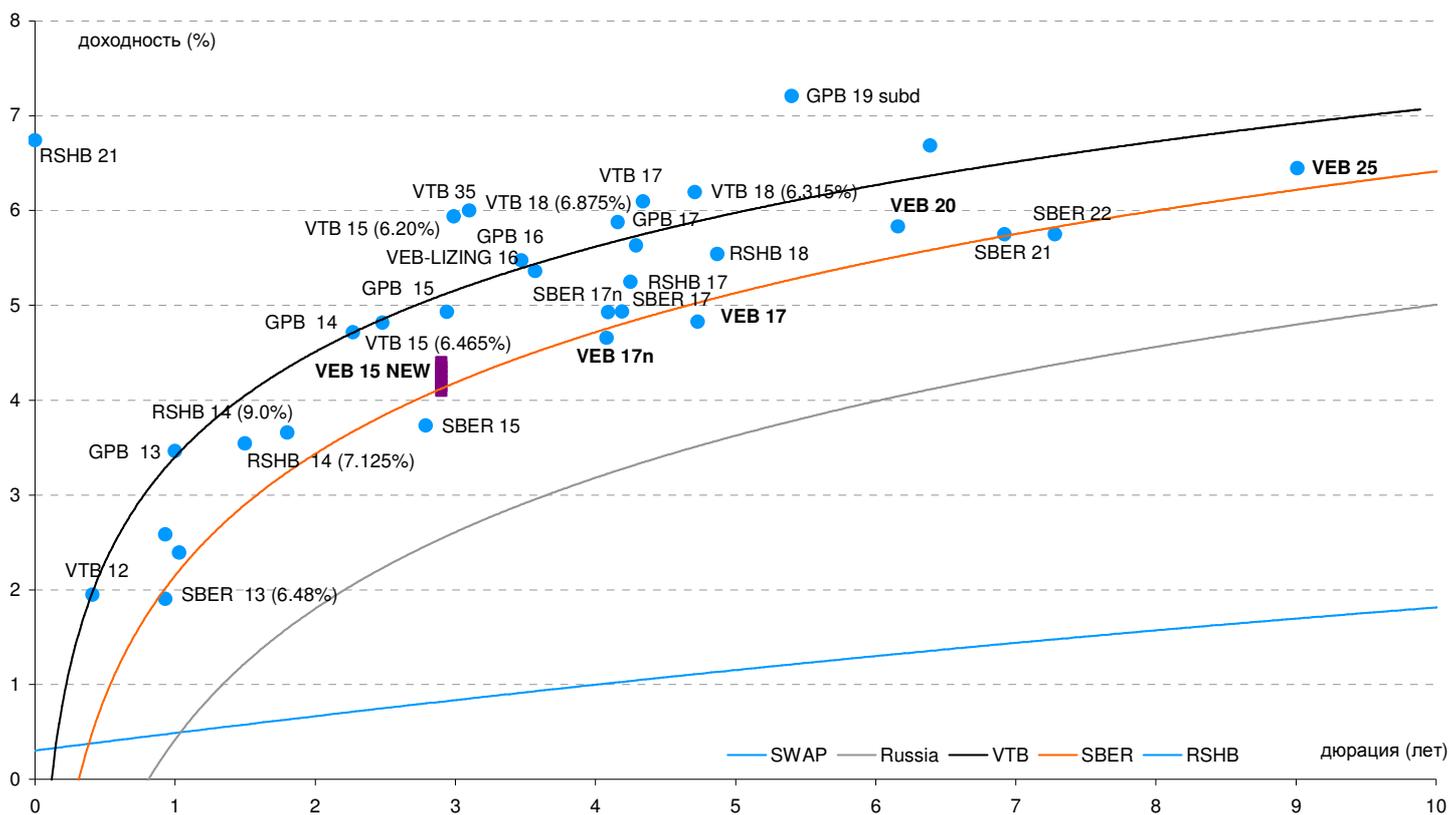
Событие. ВЭБ в конце мая текущего года планирует разместить 3-летние облигации на 500 млн долл., ориентир по ставке 4-4,5%.

Комментарий. Отметим, что структура выпуска не нова для ВЭБа – точно такой же заем размещался в феврале 2012 года. Купон сложился на уровне 3,3% годовых при оферте через 1 год. В настоящее время облигации не ликвидны.

Ориентиры по новому займу 4-4,5%. На наш взгляд, если сравнивать с обращающимися еврооблигациями ВЭБа, то премия по нижней границе практически отсутствует (см. график). При этом если евробонды ВЭБа являются ликвидным инструментом, то обороты по ранее выпущенному февральскому выпуску на 500 млн долл. практически отсутствуют, при этом заем до сих пор не вошел в Ломбардный список ЦБ. На наш взгляд, если рассматривать участие в займе, то все же ближе к верхней границе диапазона.

Что касается сравнения с рублевыми займами, то при пересчете доходность на уровне 10-10,5% на наш взгляд не дает достаточной премии (предложено 120-170 б.п.) для компенсации неликвидности выпуска, необходимости привлечения валюты для его приобретения и несовершенства правовой системы в отношении данных бондов.

Распределение доходностей еврооблигаций эмитентов финансового сектора (средневзв.)



Елена Федоткова

Ренессанс Капитал (В2/В/В)

Событие. КБ Ренессанс Капитал анонсировал размещение своего нового выпуска биржевых облигаций серии БО-02 объемом 4 млрд руб. и офертой через 2 года. Диапазон ставки купона составляет 12,25-12,75% годовых (доходность 12,63-13,16% годовых). Дата размещения обозначена как второй квартал 2012 года.

Комментарий. Не так давно банк представил свои результаты по МСФО за 2011 год, которые мы считаем весьма положительными (См. наш комментарий к отчетности по ссылке http://www.nomos.ru/upload/iblock/b9e/NOMOS_daily_debt_markets_05_04_2012.pdf).

На сегодняшний день у банка в обращении находятся два выпуска облигаций. Наиболее близкий к размещающемуся выпуску биржевой бонд серии БО-03 в последние дни активно продавался, в результате чего доходность бумаги выросла с начала мая с отметки в 12,23% при дюреции в 1,2 года до отметки в 13,0%. Учитывая это, **мы меняем нашу рекомендацию** по новому выпуску БО-02 и считаем, что в текущей конъюнктуре участие в размещении неинтересно.

Финансовые показатели КБ Ренессанс Капитал (МСФО)

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	2011 к 2010	1Q2011 (управл.)	1Q2012 (управл.)	1Q2012 (управл.) / 2011 (МСФО)
ASSETS	41	62	51%	44	69	13%
Cash and cash equivalents	6	7	30%	n/a	n/a	---
% assets	14%	12%	---	n/a	n/a	---
Loans (net)	31	50	59%	31	52	5%
Loans (gross)	32	52	59%	n/a	n/a	---
% assets	77%	81%	---	71%	76%	---
NPL (>90дн.)	6,3%	4,6%	---	6,1%	5,6%	---
allowance for loan impairment	3,6%	3,3%	---	n/a	n/a	---
Loans / Customer accounts	1,7	1,6	---	1,5	1,3	-16%
allowance for loan impairment / NPL	0,6	0,7	---	n/a	n/a	---
Customer accounts	18	32	74%	21	40	25%
% assets	45%	51%	---	49%	57%	---
EQUITY	11	14	20%	12	14	4%
% assets	28%	22%	---	26%	20%	---
Total Capital Adequacy Ratio	29%	23%	---	29%	22%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	2011 к 2010	1Q2011 (управл.)	1Q2012 (управл.)	1Q2012 (управл.) / 1Q2011 (управл.)
Net interest income	9,5	7,8	-17%	1,4	2,5	79%
Fee and commission income (net)	2,5	5	87%	n/a	n/a	---
Allowance for loan impairment	-5,1	-3	-49%	n/a	n/a	---
Operating income*	11,9	12,6	6%	n/a	n/a	---
General administrative expenses	-5,0	-7	32%	n/a	n/a	---
Profit	1,6	2,7	72%	0,2	0,5	129%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	2011 vs 2010	1Q2011 (управл.)	1Q2012 (управл.)	1Q2012 vs 1Q2011
RoAA	3,7%	5,2%	1,5%	1,9%	2,8%	+0,9 п.п.
RoAE	15,0%	21,5%	6,5%	6,4%	13,2%	+6,8 п.п.
NIM	28,0%	19,3%	-8,7%	16,2%	18,9%	+2,7 п.п.
Cost / Income	42,2%	52,5%	10,4%	70,1%	49,7%	-20,4 п.п.

* Net profit before tax + Provisions charge for loan impairment + Operating expenses

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

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

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной
Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютов

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны исключительно 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.