

30 ноября 2012 г.

Волна новых предложений нарастает: на конец недели было активно 17 предложений, при этом в денежном выражении объем превышает по облигациям 81 млрд руб., по еврооблигациям конечный объем не определен. Среди интересных займов выделим Санкт-Петербург (7 млрд руб.) и Мосэнерго (вторичн., 5 млрд руб.).

## Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Планируемая дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW РЖД, 12 (вторичн.)	Ваа1/BBB/BBB	Да	до 14 506,539	30 ноя	3 дек	цена от 100,25%, купон 8,45%	-	4/7	-
NEW Альфа Укрфинанс, 01	-/-	Нет	3 000	30 ноя	4 дек	12,25-12,75% / 12,63-13,16%	-	-/1	-
NEW Главная дорога, 06	-/-	Нет	8 173	30 ноя	12 дек	n/a	-	-/16	см. комментарий
Глобэксбанк, БО-7	-/BB/BB	Да	5 000	30 ноя	4 дек	8,95-9,15% / 9,15-9,35%	8,95-9,05% / 9,15-9,25%	1/3	от 9,2%
NEW Росгосстрах, 02	-/-	Нет	до 3 750	3 дек	4 дек	цена 99,75-100%, УТР 11,06-10,76%	-	0,9/4,9	от 11%
NEW АИЖК, 24	Ваа1/BBB/-	Да	6 000	3 дек	5 дек	8,5-8,7% / 8,77-8,99%	-	3/10	от 8,8%
КБ ДельтаКредит, ИП	09-Ваа3/-/-	Да	5 000	4 дек	11 дек	9-9,25% / 9,20-9,46%	-	3/5	от 9,46%
NEW Томск, 34004	-/-	Нет	1 000	-	4 дек	9,5-9,8% / 9,7-10%	-	-/4	выше обозначенных ориентиров
NEW ММК, 18	Ва3/-/BB+	Да	5 000	-	4 дек	8,9-9,15% / 9,1-9,36%	-	3/10	от 9,1%
NEW НЛМК, 08	Ваа3/BBB-/BBB-	Да	5 000	4 дек	7 дек	8,65-8,8% / 8,84-8,99%	-	3/10	от 8,84%
NEW Мосэнерго, 03 (вторичн.)	-/BB/-	Да	5 000	4 дек	6 дек	цена 100%, 8,7% / 8,89%	-	-/2	8,89%
NEW Санкт-Петербург, 25039	Ваа1/BBB/BBB	Да	7 000	5 дек	6 дек	8,00-8,50% / 8,42-8,68%	-	-/4,5	n/a
NEW Вологодская область, 34003	Ва3/-/-	Да	4 600	5 дек	11 дек	9,75-9,95% / 10,11-10,33%	-	аморт/2,6	от 10,15%
NEW ЛенСпецСМУ, 02	-/В/-	Да	5 000	14 дек	18 дек	12,5-13,0% / 13,1-13,63%	-	аморт./3,1	от 13,4%
NEW Якутская топливно-энергетическая компания, БО-01	-/-/В-	Да	3 000	19 дек	21 дек	11,5-12,0% / 12,01-12,55%	-	1/3	-

Еврооблигации

NEW Еврехим	-/BB/BB		в долл.		road-show 30 ноя - 4 дек		-	n/a	см. комментарий
NEW ФСК	Ваа3/BBB/-	-	100 млрд руб.		road-show с 29 ноя		-	n/a	см. комментарий

Выпуск	Рейтинг, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
--------	----------------------	------------------------------------	-----------------	-----------------------	---------------------------	------------------------------	---	--	---------------------

Завершенные размещения

Республика Башкортостан, 34007	Ва1/BB+/-	Да	3 000	23 ноя	4 дек	8,65-8,95%/8,93-9,25%	8,65-8,85% / 8,93-9,14%	1-14 купоны - 8,75% годовых, 15-16 купоны - 8,65% годовых	аморт/2,33
ВТБ Капитал Финанс, 02	Ваа1/-/-*	-	1 000	22 ноя	26 ноя	с привязкой к цене золота со множителем участия 1-1,05	-	с привязкой к цене золота со множителем 1,0	1 год и 10 дней
ВТБ Капитал Финанс, 03	-	-	1 000	29 ноя	3 дек	с привязкой к индексу ММВБ со множителем участия	-	с привязкой к индексу ММВБ со множителем участия 0,88	1 год и 2 месяца
Газпром нефть, 12	Ваа3/BBB/-	Да	10 000	28 ноя	5 дек	8,6-8,8% / 8,78-8,99%	-	8,5% / 8,68%	5/10
Свердловская область, 34002	-/BB+/-	Да	3 000	27 ноя	5 дек	9,17-9,27% / 9,56-9,67%	-	1 купон - 8,95% / УТМ 9,325%	аморт/2,47

Еврооблигации

Rosneft	Ваа1/BBB-/BBB	-	\$1млрд	-	30 ноя	3,15-3,20%	-	3,15%	-/4,25
		-	\$2 млрд	-	30 ноя	4,20-4,25%	-	4,20%	-/9,25
TCS Bank	В2/-/В	-	\$100 млн		26 ноября road-show		-	14,0%	-/5,5

\* рейтинг по выпуску

**Комментарии к размещениям****NEW ФСК (Ваа3/BBB/-)**

Пока нет ориентиров дебютного рублевого выпуска евробондов. По нашему мнению, в случае семилетнего выпуска интересно участвовать начиная от 8,6% годовых.

**NEW ЕвроХим (Ваа3/BBB/-)**

Компания проводит road show, параметры выпуска пока не известны. По нашему мнению, размещении должно пройти между кривыми доходностей Северстали и Евраза. При дюрации в 5-7 лет мы считаем справедливой доходность в диапазоне 6,2-6,7%.

**NEW ЛенСпецСМУ (-/В/-)**

Выпуск может найти интерес у инвесторов, готовых к рискам строительного сектора, и к продолжительному вложению денежных средств на 5 лет, но с амортизацией, за что эмитент предлагает неплохую компенсацию в виде высокой доходности.

**NEW Санкт-Петербург (Ваа1/BBB/BBB)**

Выпуск, безусловно, заинтересует инвесторов, учитывая высокое кредитное качество эмитента, что подтверждено соответствующими рейтинговыми оценками. На фоне облигаций других субъектов РФ с инвестиционным уровнем рейтингов бумаги Санкт-Петербурга, на наш взгляд, могут представлять интерес с доходностью от 8,5% годовых с поправкой на их продолжительную срочность.

**NEW Томск (-/-/-)**

Предложение Томска выглядит довольно агрессивным на фоне собственных обращающихся бумаг города и облигаций других муниципальных заемщиков с международными рейтингами. Заметную конкуренцию на первичном рынке могут составить новые бонды субфедеральных эмитентов.

**NEW ММК (Ва3/-/BB+) и НЛМК (Ваа3/BBB-/BBB-)**

Оба выпуска смотрятся интересно, чтобы участвовать в них ближе к нижней границе. Технически заем ММК привлекательнее в силу немного большей премии и более высокой доходности.

**NEW Мосэнерго (-/BB/-)**

Предложение выглядит очень интересным. Мы рекомендуем участвовать на обозначенных уровнях.

**NEW Росгосстрах (-/-/-)**

Компания предлагает неплохую премию к бумагам единственного эмитента из страховой отрасли – РЕСО-Гарантия – за разницу кредитных профилей. Но бумаги Росгосстраха, скорее всего, подойдут инвесторам, готовым держать их до оферты, поскольку их ликвидность, вероятно, будет низкой.

**NEW АИЖК (Ваа1/BBB/-)**

Бумаги будут интересны ближе к нижней границе предложенного диапазона, то есть от 8,8% годовых.

**NEW Вологодская область (Ва3/-/-)**

Бумаги области несут неплохую премию ко вторичному рынку, а также к недавно размещенным бумагам регионов более высокого кредитного качества, предлагая соответствующую компенсацию. Облигации эмитента представляют интерес с доходностью от 10,15% годовых.

**NEW Главная дорога (-/-/-)**

Облигации найдут интерес у ограниченного круга инвесторов, учитывая специфику займа. Размещение, вероятно, пройдет на сопоставимых уровнях предыдущего закрытия книги на прошлой неделе.

**КБ Дельта Кредит (Ваа3/-/-)**

Выпуск смотрится, на наш взгляд, не интересно: дисконт к кривой Росбанк (Ва3/-/BBB+) – ДельтаКредит (Ва3/-/-) составляет 30-56 б.п.

## Итоги последних размещений:

На этой неделе было размещено / закрыты книги 7 выпусков. Обратили на себя внимание несколько эмитентов.

Во-первых, ВТБ, который выпустил два структурных продукта с привязкой к цене на золото и индексу ММВБ. На наш взгляд, займы были интересны инвесторам, ожидающим серьезный рост по обоим показателям. Впрочем, для самых оптимистичных эмитент ограничил ставку купона 20,1%.

Во-вторых, в еврооблигациях привлекли внимание выпуски Роснефти и ТКС-Банка. Котировки бумаг Роснефти сразу оторвались от номинала и перешагнули планку 101% по обоим выпускам (в совокупности 3 млрд долл.). Скачок по субординированным еврооблигациям ТКС-Банка был не столь существенным: котировки также поднялись выше номинала, но всего до планки 100,25%.

## Комментарии:

### NEW ФСК (Ваа3/BBB/-)

**Событие.** Начиная с 29 ноября ФСК ЕЭС будет проводить road-show рублевого выпуска евробондов в рамках программы заимствований Euro Medium Term на 100 млрд руб.

**Комментарий.** На текущий момент неизвестны ориентиры нового выпуска. Вследствие этого мы можем только рассуждать о возможной стоимости заимствования для компании и срочности. Прежде всего, отметим, что данное размещение - дебют компании на рынке евробондов. Мы считаем, что ориентиром для бонда может выступить рублевый выпуск РЖД, который однако отличается довольно умеренной ликвидностью, что в целом довольно традиционно для рублевых бумаг. Наш выбор РЖД обусловлен тем, что ФСК, также как и транспортная монополия, является монопольной инфраструктурной компанией. По состоянию на середину пятницы рублевый Rail-19 с погашением в феврале 2019 года торговался с доходностью в 8,02%.

Мы считаем, что, конечно, ФСК будет стараться максимизировать срочность выпуска. На рублевом рынке последние размещения сетевой компании ограничивались офертой в 4 и 4,5 года. На рынке евробондов, особенно в сложившейся конъюнктуре, можно говорить о 7 и 10 годах. В целом размещение рублевых бондов на рынке еврооблигаций выглядит не самым очевидно верным решением, прежде всего, исходя из либерализации локального рынка чуть больше чем через месяц и ажиотажного спроса вследствие этого. Однако мотивация эмитента, скорее, в срочности. Мы считаем, что срочность может, вполне вероятно, быть на уровне 7 лет, с аналогичной дюрацией торгуется рублевый бонд РЖД. На рублевом рынке спрэд между кривыми доходностями варьируется от 20 до 40 б.п. Вместе с тем, мы считаем, что все же спрэд должен быть больше. Во-первых, масштабы и рейтинги (от Moody's) компаний на сегодняшний день различные. Напомним, что на прошлой неделе агентство Moody's понизило рейтинг монополии с «Ваа2» до «Ваа3». Причиной для этого стало создание Российской сетевой компании, которая станет управляющим холдингом для активов МРСК Холдинга и ФСК ЕЭС. При этом государство передаст акции ФСК в управление новой структуре. Отметим, что по-прежнему государство сохранит контроль, но ФСК станет уже не дочерней, а внучатой компанией. В целом, по нашему мнению, процесс консолидации несет в себе риски, поскольку все же еще не до конца будет ясно, какой, в конечном счете, примет формат. Учитывая это, мы считаем, что премия к рублевым бумагам РЖД должна составлять не менее 50-80 б.п. То есть можно говорить о доходности на отметке дюрации в семь лет не менее 8,6-8,9% годовых. В случае большей срочности, в том числе 10 лет, мы видим доходность не менее 9,4% годовых. При этом, если взглянуть на рублевую кривую ФСК, то такие уровни есть на отметке около пяти лет. Однако ликвидность данных бондов минимальная. Вложение в рублевые евробонды может гарантировать большую ликвидность, плюс различие юрисдикции требует, по нашему мнению, дисконта евробондов к локальным бумагам.

Финансовые показатели РЖД, ФСК (МСФО)

млн руб.	ФСК	РЖД
	Ваа3/BBB/-	Ваа1/BBB/BBB
	2011	
Выручка	139 571	1 480 879
Операционный денежный поток	68 645	333 863
Свободный денежный поток	-56 098	691
ЕВИТДА	76 431	355 856
Чистая прибыль	48 988	182 987
% расходы	278	10 455
Активы	1 163 677	3 186 644
Денежные средства и их эквиваленты	25 627	218 386
Финансовый долг, в т.ч.:	132 780	407 216
долгосрочный	130 778	246 462
краткосрочный	2 002	160 754
Чистый долг	107 153	188 830
Рентабельность ЕВИТДА	54,8%	24,0%
Рентабельность по чистой прибыли	35,1%	12,4%
Фин.долг/ЕВИТДА	1,74	1,14
Чистый долг/ЕВИТДА	1,40	0,53
ЕВИТДА/% расходы	274,93	34,04
Фин. долг/Активы	11,4%	12,8%

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций транспортного сектора (29.11.2012)

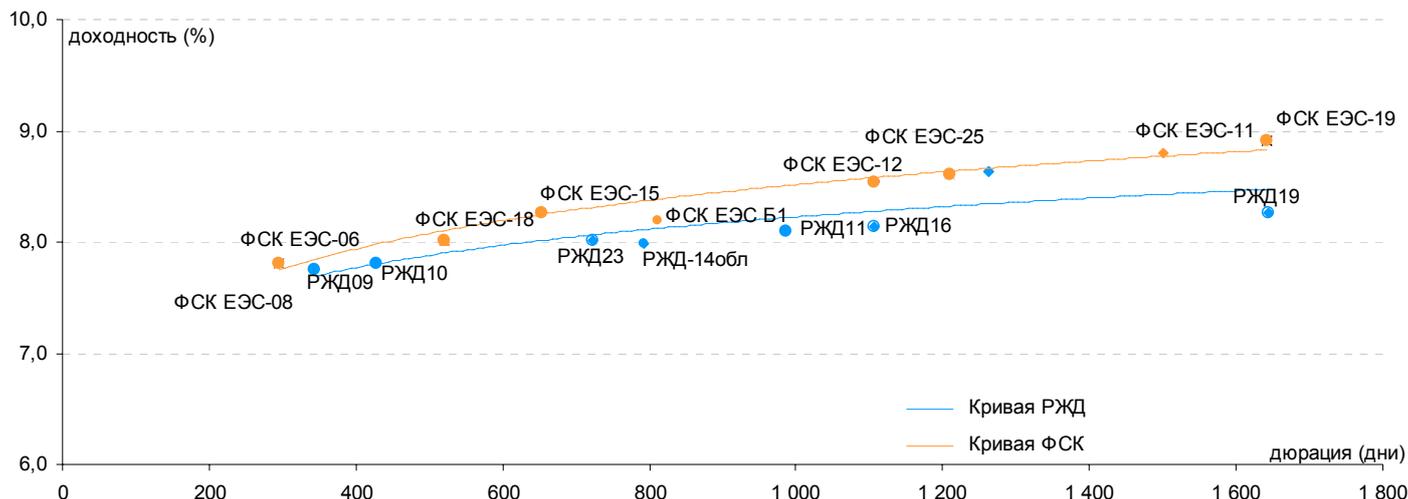
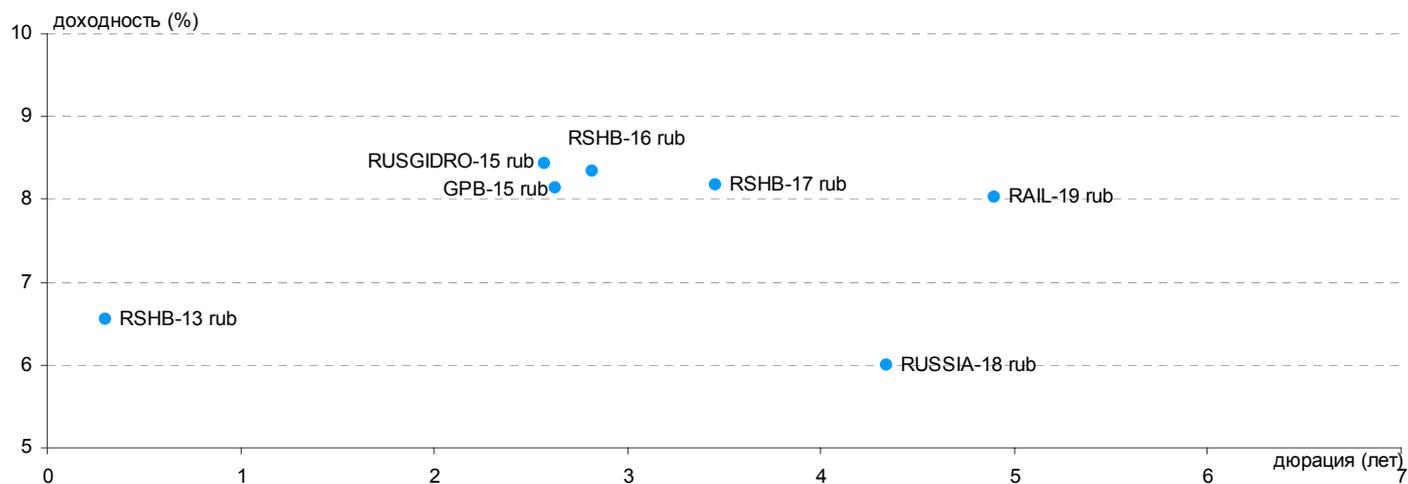


График доходности рублевых еврооблигаций.



Игорь Голубев

**NEW ЕвроХим (Ваа3/BBB/-)**

**Событие.** Еврохим начал road show еврооблигаций. Встречи запланированы между 30 ноября и 4 декабря.

**Комментарий.** ЕвроХим не балует инвесторов публичными обязательствами. Последний выпуск евробондов был погашен в марте текущего года. На локальном рынке значатся два выпуска облигаций каждый объемом в 5 млрд руб., однако ликвидность бумаг отсутствует. В целом, кредитное качество компании не вызывает особых нареканий. Согласно отчетности компании за 9 месяцев, мы отмечаем, что после консолидации приобретенного в этом K+S Nitrogen компания сохраняет низкий уровень долга и по-прежнему высокий уровень маржи. Так, по итогам сентября соотношение Debt/EBITDA не превышало 2х и составляло 1,7х. При этом большая часть обязательств – 86% приходилось на долгосрочный долг. Компании присвоены оценки «BB» от S&P и Fitch, обе со стабильным прогнозом и подтверждением в ноябре текущего года. Аналогичные уровни мы можем увидеть, прежде всего, в бумагах металлургического сектора, а также бондах телекомов. Вместе с тем, сравнение с телекомами очевидно некорректно. Среди металлургов мы считаем бумаги должны размещаться между кривыми доходностей Северстали (Ba1/BB+/BB) и Евраз (Ba3/B+/BB-). При этом дисконт к бумагам Евраз должен составлять не более 10-20 б.п. Последнее мы обуславливаем более низким уровнем долга Еврохим и высоким уровнем рентабельности. Резюмируя, мы видим уровни размещения бонда на отрезке дюрации 5-7 лет в диапазоне 6,2-6,7%.

**Финансовые показатели: Еврохим, Северсталь, Евраз (МСФО)**

US\$ млн	9 мес. 12		6мес. 12
	-/BB/BB	Ba1/BB+/BB	Ba3/B+/BB-
	Еврохим	Северсталь	Evraz
Выручка	3 163	10 988	7761
Операционный денежный поток*	897	1 423	818
Свободный денежный поток	409	444	348
EBITDA	1 168	1 829	1175
Чистая прибыль	781	912	-38
% расходы (чистые)	65	272	317
Активы	6 626	15 829	17432
Денежные средства и их эквиваленты	275	2 150	1763
Финансовый долг, в т.ч.:	2 503	5 726	7833
	долгосрочный	2 369	3 777
	краткосрочный	135	1 949
Чистый долг	2 228	3 576	6070
Рентабельность EBITDA, %	36,9	16,6	15,1
Рентабельность по чистой прибыли, %	24,7	8,3	-0,5
Фин.долг/EBITDA LTM	1,6	2,2	3,2
Чистый долг/EBITDA	1,4	1,4	2,5
EBITDA/% расходы	18,0	6,7	3,7
Фин. долг/Активы	2,14	0,36	0,45

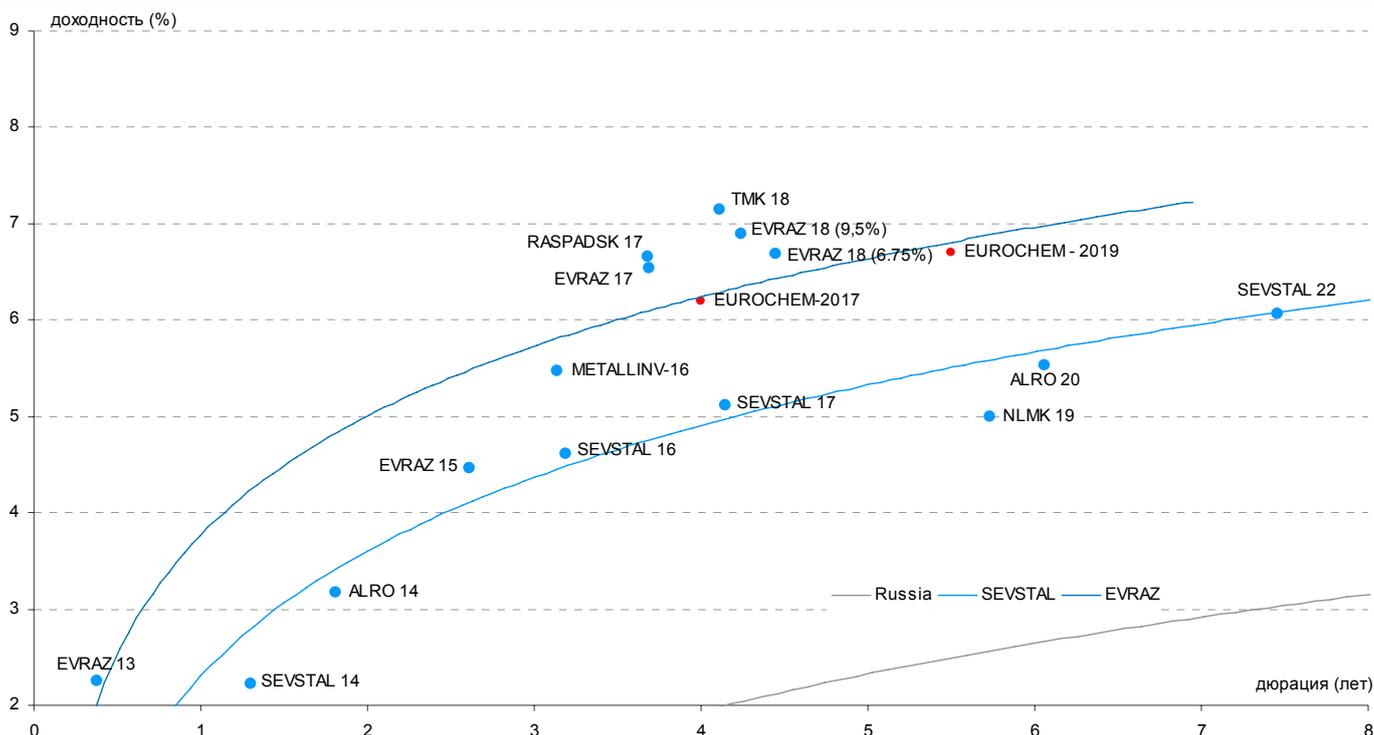
Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

**Финансовые показатели Еврохим, 9 мес.2011/9 мес.2012 МСФО**

млн руб., МСФО	ЕВРОХИМ		
	9 мес 2011	9 мес. 2012	Изм., %
Выручка	98 270	124 779	27,0
Операционный денежный поток	27 883	33 682	20,8
Свободный денежный поток	12 696	24 125	90,0
EBITDA	36 293	38 069	4,9
Чистая прибыль	24 273	24 594	1,3
% расходы (чистые)	2 019	3 168	56,9
Рентабельность EBITDA, %	36,9%	30,5%	9,6
Рентабельность по чистой прибыли, %	24,7%	19,7%	5,5
EBITDA/% расходы	18,0	12,0	-6,0
	2011	9 мес. 2012	Изм., п.п.
Активы	204 840	235 364	14,9
Денежные средства и их эквиваленты	8 507	18 862	121,7
Финансовый долг, в т.ч.:	77 395	83 611	8,0
	долгосрочный	73 228	70 850
	краткосрочный	4 167	12 762
Чистый долг	68 888	64 749	-6,0
Фин.долг/EBITDA LTM	1,6	1,7	0,1
Чистый долг/EBITDA LTM	1,4	1,3	-0,1
Фин. долг/Активы	0,38	0,36	-0,02

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

График доходности еврооблигаций



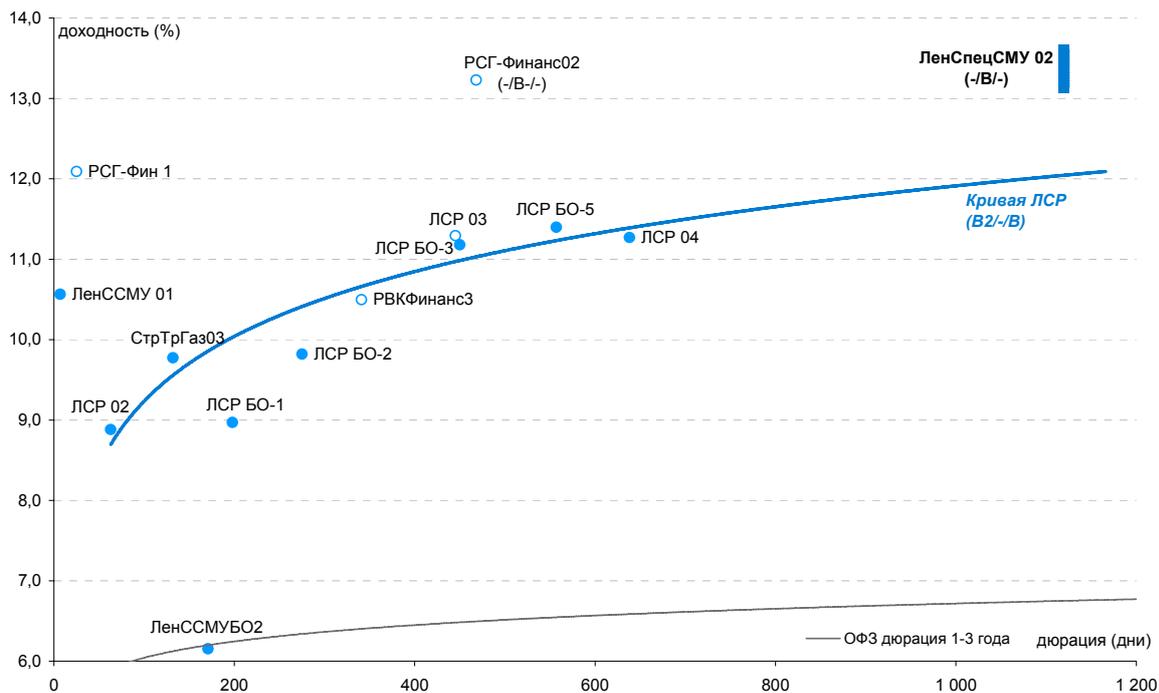
Игорь Голубев

**NEW ЛенСпецСМУ (-/В/-)**

**Событие.** ССМО «ЛенСпецСМУ» с 12 по 14 декабря планирует провести сбор заявок на облигации серии 02 объемом 5 млрд руб. Размещение займа на ММВБ намечено на 18 декабря. Индикативная ставка купона находится в диапазоне 12,50-13,00% годовых (YTM 13,10-13,65% годовых). Срок обращения бумаг – 5 лет, оферта не предусмотрена. Дюрация займа 3,13-3,10 года (амортизация). Выпуск удовлетворяет требованиям для включения в Ломбардный список ЦБ.

**Комментарий.** Отметим, что собственные выпуски ЛенСпецСМУ серий 01 (YTM 10,04%/8 дн.) и БО-02 (YTM 6,12%/172 дн.) вряд ли могут выступить хорошим ориентиром для новых бумаг компании, поскольку они неликвидные. В то же время новый заем ЛенСпецСМУ дает премию к кривой доходности конкурента ЛСР (В2/-/В) – порядка 100-160 б.п., что при меньших размерах бизнеса, но более низком уровне долговой нагрузки выглядит неплохим предложением. Единственным сдерживающим фактором для инвесторов может стать продолжительная срочность выпуска (5 лет) и отсутствие промежуточной оферты, но за это эмитент дает соответствующую компенсацию в виде высокой доходности. Конкуренцию бумагам ЛенСпецСМУ на вторичном рынке может составить выпуск РСГ-Финанс 02 (-/В/-) с доходностью 12,84% годовых и более короткой срочностью (дюрация около 1,28 года), но кредитное качество эмитента ниже.

## Доходности облигаций строительного сектора (средневзвеш.)



Александр Полухов

## NEW Санкт-Петербург (Ваа1/ВВВ/ВВВ)

**Событие.** Город Санкт-Петербург с 3 по 5 декабря 2012 г. проведет сбор заявок на облигации серии 25039 объемом до 7 млрд руб. Срок обращения – 4,5 года (до 01.06.2017 г.). Индикатив ставки купона находится в диапазоне 8,25-8,50% годовых, что соответствует доходности 8,42-8,68% годовых к погашению. Размещение бумаг на ММВБ намечено на 6 декабря.

**Комментарий.** Отметим, что размещение облигаций Санкт-Петербурга заслуживает особого внимания, поскольку субфедеральные заемщики с инвестиционным уровнем рейтинга уже длительное время не выходили на первичный рынок. В частности, Москва уже отсутствует на нем 2 года, сам Санкт-Петербург последний раз размещал облигации в конце 2010 г. Кроме того, новые бонды города выглядят привлекательными в свете скорого прихода в Россию Euroclear и Clearstream, а вместе с ними западных инвесторов, которых, наверняка, в первую очередь будут интересовать первоклассные бумаги с инвестиционным уровнем рейтинга.

Вместе с тем, кредитное качество Санкт-Петербурга находится на высоком уровне: доходы бюджета города на 2012 г. запланированы в объеме 369 млрд руб. (второй после Москвы размер бюджета в России), собственные доходы – 326 млрд руб. (или 88% всех доходов), исполнение которых было на приемлемом уровне (66% по итогам 8 мес. 2012 г.). Очевидно, что зависимость Санкт-Петербурга от федерального правительства довольно низкая. Вместе с тем, в 2012 г. ожидается значительный дефицит бюджета города – порядка 53 млрд руб. или 14,4% доходов, хотя по факту, его размер может оказаться заметно меньше, учитывая низкий уровень исполнения расходных статей бюджета – всего 45% за 8 мес. 2012 г., а профицит бюджета составил 48 млрд руб. В то же время Санкт-Петербург может себе позволить его покрытие за счет заемных средств на фоне незначительной долговой нагрузки – доля госдолга в собственных доходах, по нашим оценкам, составляет всего 2-3%, что является очень низким среди субъектов РФ уровнем.

В свою очередь, у Санкт-Петербурга в настоящее время в обращении находится 2 выпуска облигаций серий 25038 объемом 3 млрд руб. и 26006 на сумму 4,3 млрд руб. Последний, по данным эмитента, практически полностью выкуплен с рынка, а выпуск 25038 (УТМ 8,55%/988 дн.) неликвидный, поэтому не совсем репрезентативный. Тем не менее, спред этих бумаг к кривой ОФЗ составляет порядка 180 б.п.

В то же время в качестве ориентира для новых бумаг Санкт-Петербурга могут выступить выпуски субфедеральных эмитентов из рейтинговой группы «ВВВ-/ВВВ»: Москва (Ваа1/ВВВ/ВВВ), ХМАО-Югра (Ваа3/ВВВ/-), Якутия (-/ВВ+/ВВВ-). Но выпуски ХМАО-Югра и Якутии неликвидные, поэтому в меньшей степени подойдут для сравнения. Наиболее показательными являются облигации Москвы, хотя они также не отличаются повышенной ликвидностью. По срочности к новым бумагам Санкт-Петербурга ближе всего 49-й выпуск Москвы (УТМ 7,9%/1400 дн.), спред к кривой ОФЗ которого составляет порядка

95-100 б.п. На наш взгляд, несмотря на схожие рейтинговые оценки и высокое кредитное качество Санкт-Петербурга, его облигации все же должны нести премию к бумагам Москвы – до 30 б.п. – за разницу в масштабах бюджетов и столичный статус последней.

Также отметим, что во второй декаде ноября прошло размещение облигационного займа Краснодарского края (Ва1/-/BB+) серии 34004, а на этой неделе закрылись книги заявок по выпускам Башкортостана (Ва1/BB+/-) серии 34007 и Свердловской области (-/BB+/-) серии 34002. Доходность бумаг Краснодарского края при размещении составила 9,25% годовых, дюрация 2,42 года (сейчас выпуск торгуется выше номинала по цене 100,44%, YTM 9,16% годовых), Башкортостана – 9,03% годовых (дюрация 2,33 года) и Свердловской области – 9,325% годовых (дюрация 2,47 года) – соответственно спрэд к кривой ОФЗ по данным выпускам составил 230-260 б.п. В сравнении этими регионами Санкт-Петербург заметно выделяется большим масштабом бюджета, низкой зависимостью от федерального центра и ощутимо меньшей долговой нагрузкой, что соответственно подтверждено более высокими рейтинговыми оценками (на 2 ступени выше). Поэтому, мы считаем, что облигации Санкт-Петербурга должны торговаться к бумагам данных регионов с дисконтом 60-70 б.п.

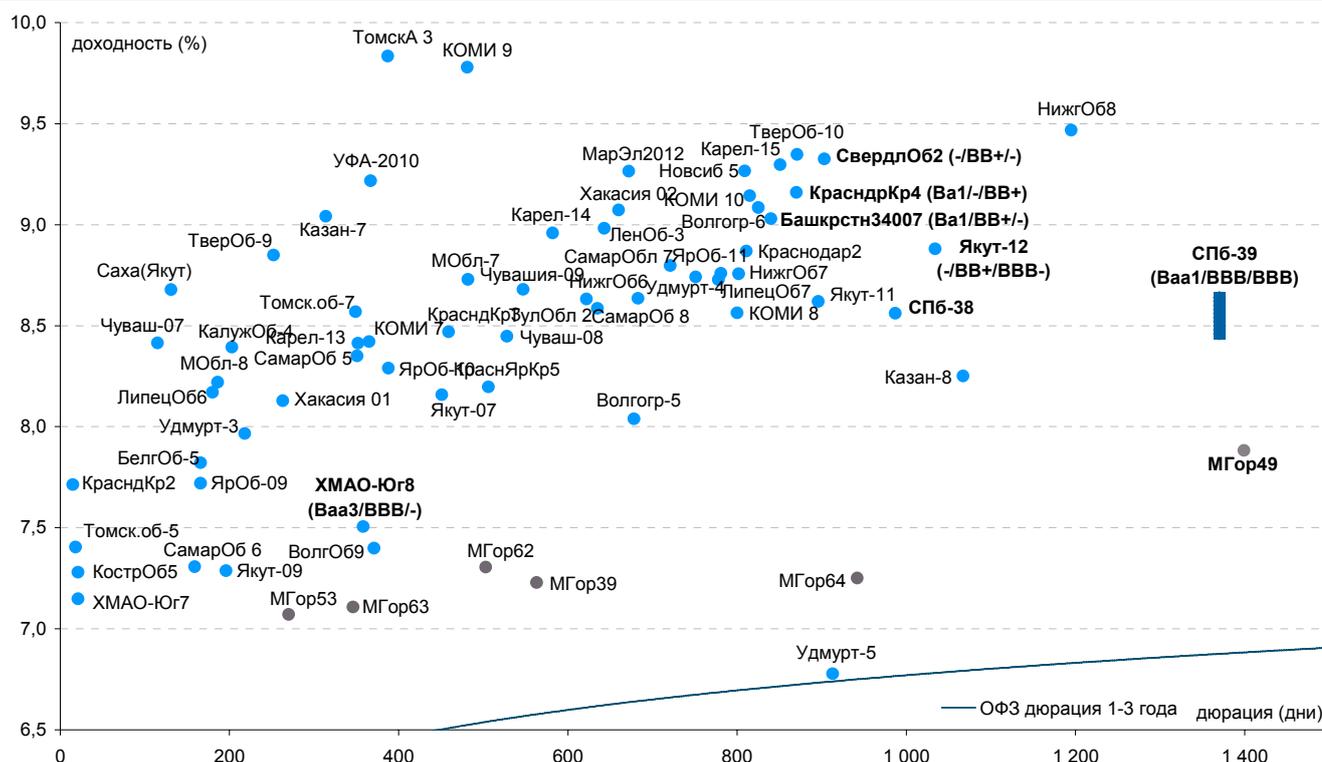
Таким образом, учитывая обозначенные спрэды, а также различия в кредитном качестве рассматриваемых регионов, мы считаем, что новые облигации Санкт-Петербурга могут представлять интерес с доходностью от 8,5% годовых с поправкой на довольно продолжительную срочность бумаг.

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

Регионы	Рейтинг	Доходы		Соб. Доходы		Доля соб.дох-в в дох-х		Расходы		Дефицит		Госдолг 8М'12	Госдолг/Соб.дох-ы 8М'12*
		'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12		
<b>Санкт-Петербург</b>	<b>Ваа1/BBB/BBB</b>	<b>368,7</b>	<b>239,6</b>	<b>325,9</b>	<b>214,2</b>	<b>88,4%</b>	<b>89,4%</b>	<b>421,6</b>	<b>191,6</b>	<b>-52,9</b>	<b>48,0</b>	<b>6,9</b>	<b>2,1%</b>
Москва	Ваа1/BBB/BBB	1497,6	971,0	n/a	933,0	n/a	96,1%	1777,2	894,1	-279,6	76,9	216,3	15,5%
ХМАО-Югра	Ваа3/BBB/-	156,6	104,0	151,4	99,9	96,7%	96,1%	156,6	101,8	0	2,2	5,1	3,4%
Республика Саха (Якутия)	-/BB+/BBB-	116,1	86,9	n/a	45,7	n/a	52,6%	129,7	83,4	-13,6	3,5	17,1	24,9%
Свердловская область	-/BB+/-	144,9	100,9	129,4	88,0	89,3%	87,2%	159,9	92,6	-15,0	8,3	20,5	15,5%
Краснодарский край	Ва1/-/BB+	198,1	131,5	128,4	81,8	64,8%	62,2%	237,0	128,3	-38,9	3,2	43,3	35,3%
Башкортостан	Ва1/BB+/-	104,3	77,9	82,1	59,2	74,7%	76,0%	127,4	78,6	-23,1	-0,7	11,3	12,8%
Вологодская область	Ва3/-/-	39,7	27,0	31,1	19,8	78,3%	73,3%	44,3	27,1	-4,6	-0,1	25,8	86,9%

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа  
\*собственные доходы приведены к году

Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов (28.11.2012)



Александр Полотов

**NEW** Томск (-/- -)

**Событие.** Администрация Томска 4 декабря 2012 года планирует разместить 4-летние облигации серии 34004 на 1 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона составляет 9,7-10% годовых, доходность – 9,5-9,8% годовых при дюреции 2,68 года.

**Комментарий.** В целом, Томска обладает средним кредитным качеством: в 2012 г. общий объем доходов бюджета города запланирован в объеме 12,7 млрд руб., а налоговые и неналоговые поступления – 5,7 млрд руб. или 45% всех доходов, что указывает на ощутимую финансовую зависимость города от вышестоящих бюджетов. Исполнение доходных статей бюджета Томска по итогам 9 мес. 2012 г. было на приемлемом уровне (71%), хотя по собственным доходам дела обстояли несколько хуже (69%). В 2012 г. по плану у города ожидается дефицит бюджета порядка 0,7 млрд руб., который в том числе предполагается покрыть за счет размещения муниципальных облигаций на 1 млрд руб. В свою очередь, долговая нагрузка Томска была умеренной – доля муниципального долга (2,12 млрд руб.) в собственных доходах города, по нашим оценкам, по итогам 9 мес. 2012 г. занимала чуть более 40%. Размещение бумаг города вряд ли серьезным образом отразится на его долговой нагрузке, учитывая заметный объем краткосрочных погашений (по данным эмитента, на 1 пол. 2012 г. 44,8% долга или около 0,95 млрд руб.).

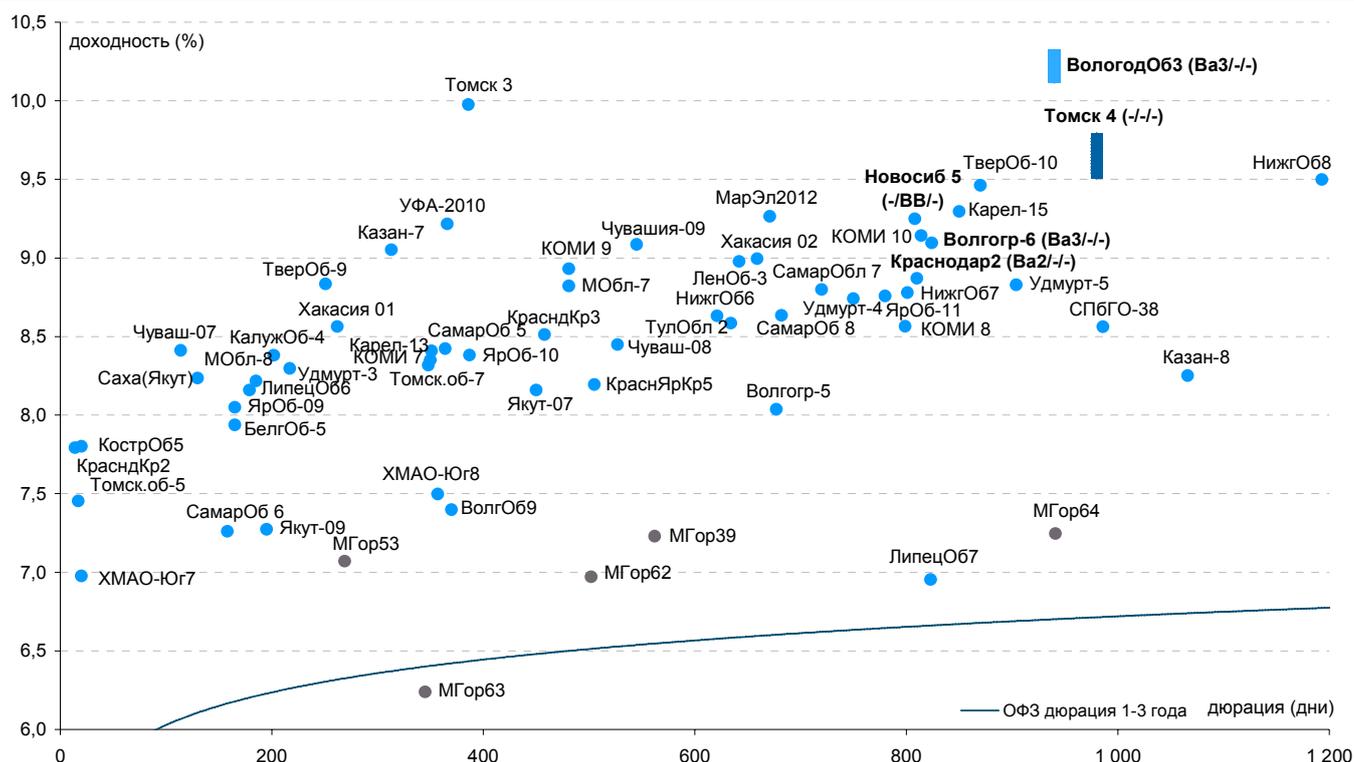
В свою очередь, Томск является хорошо известным на рынке игроком среди муниципальных заемщиков – предложенный выпуск будет уже четвертым в истории города. В то же время у Томска в обращении сейчас находится только один заем серии 34003, доходность которого колеблется в диапазоне 9,8-10,2% годовых при дюреции 387 дн., что формирует спрэд к кривой ОФЗ порядка 330-370 б.п. В свою очередь, новые бумаги города предлагают более узкий спрэд – 270-300 б.п. при большей срочности, что выглядит не вполне логичным.

Кроме того, на рассматриваемом отрезке дюреции в обращении находятся облигации других муниципальных заемщиков как Краснодар (Ba2/-/-) серии 34002 (YTM 9,24%/811 дн.), Волгоград (Ba3/-/-) серии 34006 (YTM 9,08%/825 дн.) и Новосибирск (-/BB/-) серии 34005 (YTM 9,25%/808 дн.), которые формируют спрэд к кривой ОФЗ около 220-260 б.п. На наш взгляд, на фоне данных бумаг с международными рейтингами первичное предложение Томска выглядит весьма скромно, предлагая премию всего 20-60 б.п., чего явно недостаточно, учитывая, что без рейтинговых оценок бумаги Томска не смогут попасть в Ломбард и список РЕПО ЦБ, а ликвидность муниципальных бумаг традиционно минимальна.

Конкуренцию бумагам Томска на первичном рынке по доходности может составить выпуск Вологодской области (Ba3/-/-), который предлагает инвесторам YTM 10,11-10,33% годовых при сопоставимой дюреции 2,6 года, то есть выше на 50-60 б.п. Несмотря на высокую долговую нагрузку (Госдолг/Соб.доходы около 90%) и значительную зависимость доходов Вологодской области от металлургии, на наш взгляд, облигации Томска все-таки не должны размещаться с дисконтом к ее бумагам, поскольку область является субфедеральным заемщиком (бюджет вышестоящего уровня и большой размер доходов), а также ей присвоен кредитный рейтинг от Moody's – «Ba3»/Стабильный.

Таким образом, принимая во внимание сложившийся спрэд по обращающимся собственным облигациям Томска и других муниципальных заемщиков, мы считаем, предложение новых бумаг города довольно агрессивным и малопривлекательным, особенно на фоне первичного предложения от субфедеральных эмитентов.

**Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов (29.11.2012)**



*Александр Полюттов*

**NEW ММК (Ва3/-/BB+) и НЛМК (Ваа3/BBB-/BBB-)**

**Событие.**

- ММК 4 декабря проведет аукцион по размещению облигаций серии 18 объемом 5 млрд руб. Срок обращения бумаг – 10 лет. Ориентир по ставке купона 8,9-9,15%, что соответствует доходности к 3-летней оферте на уровне 9,1-9,36%.
- НЛМК 3 декабря откроет книгу по сбору заявок на облигации серии 08 объемом 5 млрд руб. Дата закрытия книги – 4 декабря, предварительно размещение назначено на 7 декабря. Срок обращения бумаг – 10 лет. Ориентир по ставке купона 8,65-8,8% годовых, что соответствует доходности к 3-летней оферте на уровне 8,84-8,99%.

**Комментарий.** В целом, на бумаги компаний металлургического сектора оказывает давление сложившаяся негативная конъюнктура на рынке – цены на металлопродукцию низки и по общим ощущениям сейчас близки к минимальным значениям. Таким образом, нашим эмитентам 4 квартал не несет позитива, и, скорее всего, он будет худшим на фоне всего года. Впрочем, 2013 год также выглядит для сектора не вполне оптимистично: особого отскока цен мы не ждем, в результате чего они продолжат оказывать давления на показатели рентабельности компаний. Отражение сложившейся ситуации в целом мы можем наблюдать в расширении спредов к ОФЗ (еще в марте текущего года он был около 100 б.п., сейчас уже подбирается к 200 б.п. по НЛМК).

В данной ситуации в более выигрышной ситуации находится ММК: поскольку у него в меньшей степени выстроена вертикальная интеграция, цены на сырье оказывают на его рентабельность больший эффект. Сейчас они падают быстрее, чем цены на конечную продукцию предприятия, соответственно, компания отыгрывает данный факт ростом маржинальности. Так, в 3 квартале ММК впервые за последние годы истории стала лидером по рентабельности, оставив позади НЛМК и Северсталь (см. наш обзор «ММК: новый лидер по рентабельности» от 23 ноября 2012 годам [http://www.nomos.ru/upload/iblock/f2c/Flashnote\\_MMK\\_3Q2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/f2c/Flashnote_MMK_3Q2012.pdf)). Поскольку эмитент завершил ряд крупных инвестиционных проектов (в частности, в Турции), то его Capex последние два года заметно сокращается, что снижает нагрузку на cash-flow компании. Впрочем, ей еще предстоит разобраться с объемом долга на балансе, 44% (1,7 млрд долл.) из которого приходится на краткосрочные обязательства. Таким образом, по нашему мнению, это не последний выход компании на долговой рынок, к тому же менеджмент компании упоминал облигации как один из источников рефинансирования

задолженности.

Среди слабых мест ММК отметим уже упомянутое недавно выстроенное подразделение в Турции, которое в силу недозагрузки приносит компании убытки: по итогам 9 месяцев 2012 года по EBITDA он достиг 57 млн долл. (при выручке 557 млн долл.). В ближайшее время компания планирует привести эффективность данного направления хотя бы к нулю. Реализация данного плана также будет позитивно влиять на показатели ММК. Кроме того, компания не оставляет попыток продать данное подразделение, что также было бы в плюс финансовым метрикам ММК. Таким образом, в среднесрочном периоде состояние эмитента ввиду перечисленных моментов смотрится довольно устойчивым.

НЛМК отличается в целом более сильными показателями, будучи крупнее по масштабам бизнеса, имея более низкую долговую нагрузку и более высокую рентабельность (см. наш обзор «НЛМК: как и ожидалось» от 9 ноября 2012 г. [http://www.nomos.ru/upload/iblock/17a/Flashnote\\_NLMK\\_3Q2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/17a/Flashnote_NLMK_3Q2012.pdf)). Хотя по последнему показателю, как мы уже отметили выше, НЛМК в третьем квартале утратил свои позиции. Будучи более вертикально интегрированным, он не получает дополнительного «бонуса» в виде подешевевшего сырья, как в случае с ММК. Однако существующий запас прочности как по маржинальности, так и ликвидности позволяет чувствовать НЛМК себя довольно уверенно. Отметим, что на конец 3 квартала 2012 года объем денежных средств в активах эмитента достигала 10%, в то время как по ММК она ограничивалась 2%, покрытие краткосрочного долга составляло 75% и 17% соответственно. Тем не менее, как мы видим, это не мешает НЛМК второй раз (первый раз в сентябре с выпусками 07 и БО-04 на 10 млрд руб.) за осень выходить на долговой рынок. Это соответствует стратегии компании поддерживать запас ликвидности на балансе и позволяет ей чувствовать себя более уверенно при сложившейся негативной конъюнктуре. Напомним, что состояние экономики Европы давит на эффективность работы находящихся там подразделений.

На сегодняшний день обе компании предлагают инвесторам трехлетние займы с небольшой премией к своим обращающимся выпускам: ММК около 20-46 б.п., НЛМК – порядка 20-35 б.п. Оба выпуска небиржевые, таким образом, будет присутствовать временной лаг между размещением и выходом на вторичный рынок, что вполне оправдывает предоставление премии. Также стоит отметить, что если дисконт по сделкам РЕПО с ЦБ по ММК составляет 15%, то по облигациям НЛМК он меньше – 10%. Оба выпуска, на наш взгляд, привлекательны, чтобы в них участвовать ближе к нижней границе. При этом выбор между двумя эмитентами в большей степени определяется консервативностью подхода инвестора. В силу большей доходности и премии, по нашему мнению, интереснее смотреться бумаги ММК.

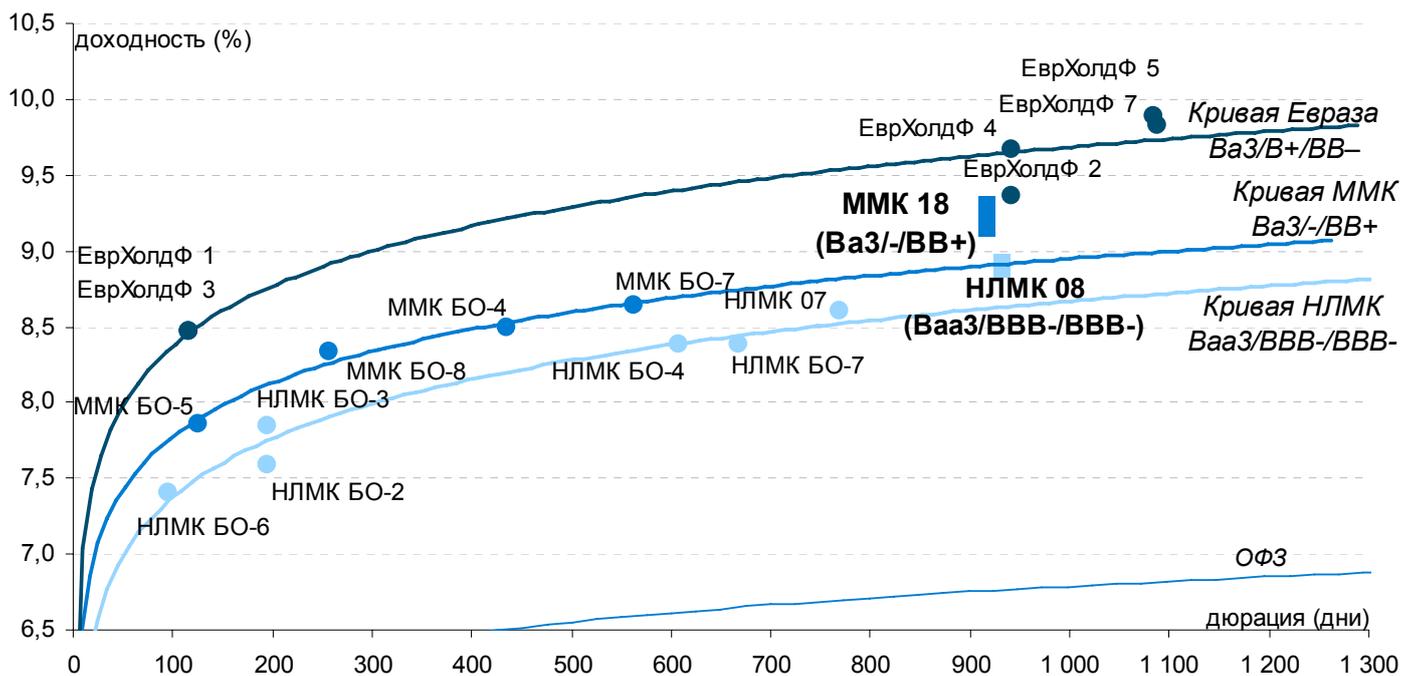
#### Сравнение финансовых показателей компаний металлургического сектора (МСФО / US GAAP)

US\$ млн	9 мес. 12			6 мес. 12
	Северсталь	НЛМК	ММК	Evrz
Выручка	10 988	9 353	7 260	7761
Операционный денежный поток*	1 423	1 491	888	818
Свободный денежный поток	444	177	362	348
ЕБИТДА	1 829	1 511	1 060	1175
Чистая прибыль	912	617	47	-38
% расходы (чистые)	272	19	160	317
Активы	15 829	18 949	16 058	17432
Денежные средства и их эквиваленты	2 150	1 814	283	1763
Финансовый долг, в т.ч.:	5 726	5 284	3 869	7833
долгосрочный	3 777	2 850	2 163	6300
краткосрочный	1 949	2 434	1 706	1533
Чистый долг	3 576	3 470	3 586	6070
Рентабельность EBITDA, %	16,6	16,2	14,6	15,1
Рентабельность по чистой прибыли, %	8,3	6,6	0,6	-0,5
Фин. долг/ЕБИТДА LTM	2,2	2,8	3,1	3,2
Чистый долг/ЕБИТДА	1,4	1,8	2,8	2,5
ЕБИТДА/% расходы	6,7	77,5	6,6	3,7
Фин. долг/Активы	0,36	0,28	0,24	0,45

\* - операционный денежный поток за вычетом процентных расходов

Источник: данные АИЖК, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

**Доходности бумаг финансового сектора (28.11.2012)**



*Елена Федоткова  
Юрий Волов*

**NEW Мосэнерго (-/BB/-)**

**Событие.** В период до 4 декабря Мосэнерго проводит вторичное размещение бумаг серии 03 объемом в 5 млрд руб. Цена размещения – 100% от номинала. Ставка купона 8,7% годовых, что формирует доходность в 8,89% годовых к погашению бонда в ноябре 2014 года, то есть срочность выпуска – 2 года. Размещение бумаги состоится – 6 декабря, в дату исполнения оферты.

**Комментарий.** Генерирующие компании довольно редко в последнее время занимают на локальном рынке. Мосэнерго, которое раньше было достаточно активным заемщиком, также редкий эмитент на долговых рынках. На сегодняшний день у компании формально обращается два выпуска рублевых бондов – серии 02 и серии 03. Оба выпуска отличаются довольно низкой ликвидностью. Вместе с тем, проходившие сделки по серии 03 формировали диапазон цены 100,1-100,3%. На этом фоне предложенная цена выглядит вполне интересно. Альтернатив среди других генерирующих компаний нет в силу также низкой ликвидности. Последние сделки по выпуску ЭнеЛ ОГК-5 БО-18 с погашением в июне 2014 года проходили с доходностью в 8,26%, что также уступает предложенным Мосэнерго уровням. Недавно размещенные МОЭСК (-/BB/-) и МРСК Центра (-/BB/-) сейчас торгуются со спрэдом к кривой ФСК в 50-60 б.п., в свою очередь, у Мосэнерго, при более высокой рейтинговой оценке, спрэд составляет 64 б.п. Таким образом, здесь предложение Мосэнерго выглядит довольно интересно. Альтернативы из бумаг в других секторах с аналогичным рейтингом найти также довольно сложно. Так, бонды АФК Система, Башнефть, МТС, ВымпелКома, Северсталь все же на данном отрезке дюрации стоят дороже. Вместе с тем, учитывая исторически низкую ликвидность выпуска, вполне вероятно повторение такого сценария при возвращении бонда на вторичный рынок. Смягчающим фактором в этом случае является присутствие бумаги в списке РЕПО ЦБ. Резюмируя, мы рекомендуем участие в выпуске на обозначенных эмитентом уровнях.

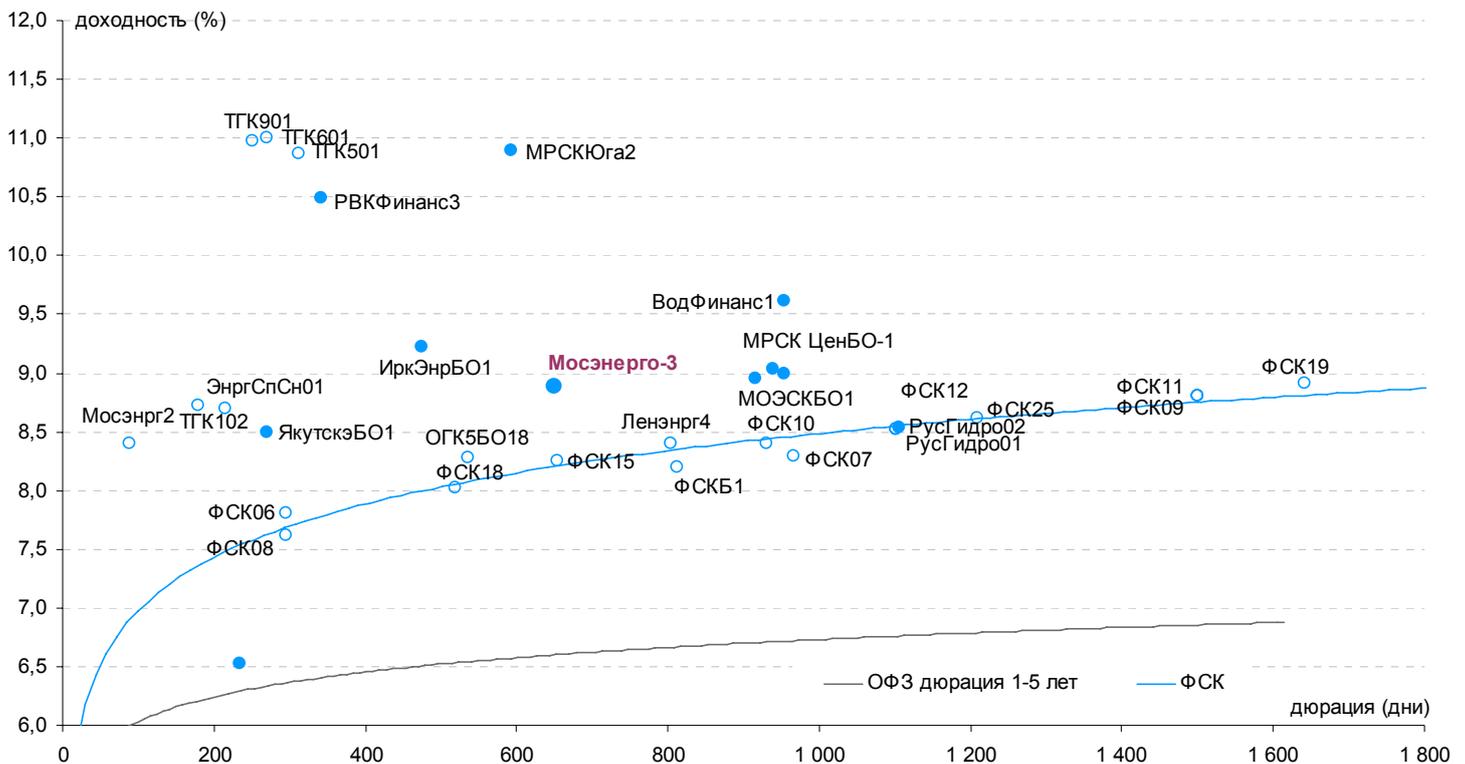
Кредитный профиль компании не вызывает особых нареканий. Напомним, что компания является самой большой среди ТГК, работает в наиболее экономически стабильном и диверсифицированном регионе. Ключевым акционером является Газпромэнергохолдинг. Большая часть инвестиционной программы на сегодняшний день реализована, что позволяет нам предположить, что в ближайшее время компания сохранит комфортные кредитные метрики. Так, по итогам полугодия соотношение Debt/LTM EBITDA составило 0,75x. При этом денежные средства полностью покрывают размер обязательств компании.

Финансовые показатели Мосэнерго, МСФО

млн руб.	Мосэнерго (-/ВВ/-)					
	2010	2011	Изм.%	пол. 2011	пол.2012	Изм.
Выручка	145 298	161 119	10,9	89 889	85 646	10,9
Операционный денежный поток	16 562	22 710	37,1	3 989	10 625	37,1
Свободный денежный поток	28 422	-10	-100,0	-10 203	-931	-100,0
ЕБИТДА	19 504	23 928	22,7	14 994	12 317	22,7
Чистая прибыль	8 876	9 892	11,4	7 523	5 144	11,4
% расходы	138	198	43,5	168	873	43,5
Рентабельность ЕБИТДА	13,4%	14,9%	1,4 п.п	16,7%	14,4%	-2,3
Рентабельность по чистой прибыли	6,1%	6,1%	-	8,4%	6,0%	-2,4
	2010	2011	Изм.%	пол.2012	Изм	
Активы	254 080	262 421	3,3	260 934	-0,6	
Денежные средства и их эквиваленты	28 334	25 572	-9,7	24 553	-4,0	
Финансовый долг, в т.ч.:	17 630	15 577	-11,6	15 463	-0,7	
долгосрочный	12 654	10 223	-19,2	13 868	35,7	
краткосрочный	4 976	5 354	7,6	1 595	-70,2	
Чистый долг	-10 704	-9 995	-6,6	-9 090	-9,1	
Фин.долг/ЕБИТДА	0,90	0,65	-0,25	-0,25	0,75	
Чистый долг/ЕБИТДА	отриц.	отриц.	-	отриц.	-	
ЕБИТДА/% расходы	141,33	120,85	-20,48	14,11	-106,74	
Фин. долг/Активы	6,9%	5,9%	-1,00	5,9%		

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

График доходности облигаций компаний из сектора электроэнергетики.



Игорь Голубев

**NEW Росгосстрах (-/-/-)**

**Событие.** ООО «Росгосстрах» 4 декабря (предварительно) планирует провести на ММВБ вторичное размещение облигаций серии 02 в объеме до 3,75 млрд руб. Сбор заявок намечен на 3 декабря. Индикативная цена находится в диапазоне 99,75-100,00% номинала, что соответствует доходности на уровне 11,06-10,76% годовых к оферте через 1 год (дюрация 0,9 года). Ставка 5-6 купонов была установлена эмитентом на уровне 10,5% годовых, как и по 1-4 купонам.

**Комментарий.** Отметим, что доходность облигаций Росгосстрах серии 02, которые остались в обращении после оферты (напомним, 12 ноября 2012 г. было выкуплено 75% выпуска или 3,75 млрд руб., соответственно «в рынке» бумаг на 1,25 млрд руб.), находится в диапазоне 10,3-10,77% годовых, но их ликвидность минимальная, поэтому вряд ли они могут послужить хорошим ориентиром.

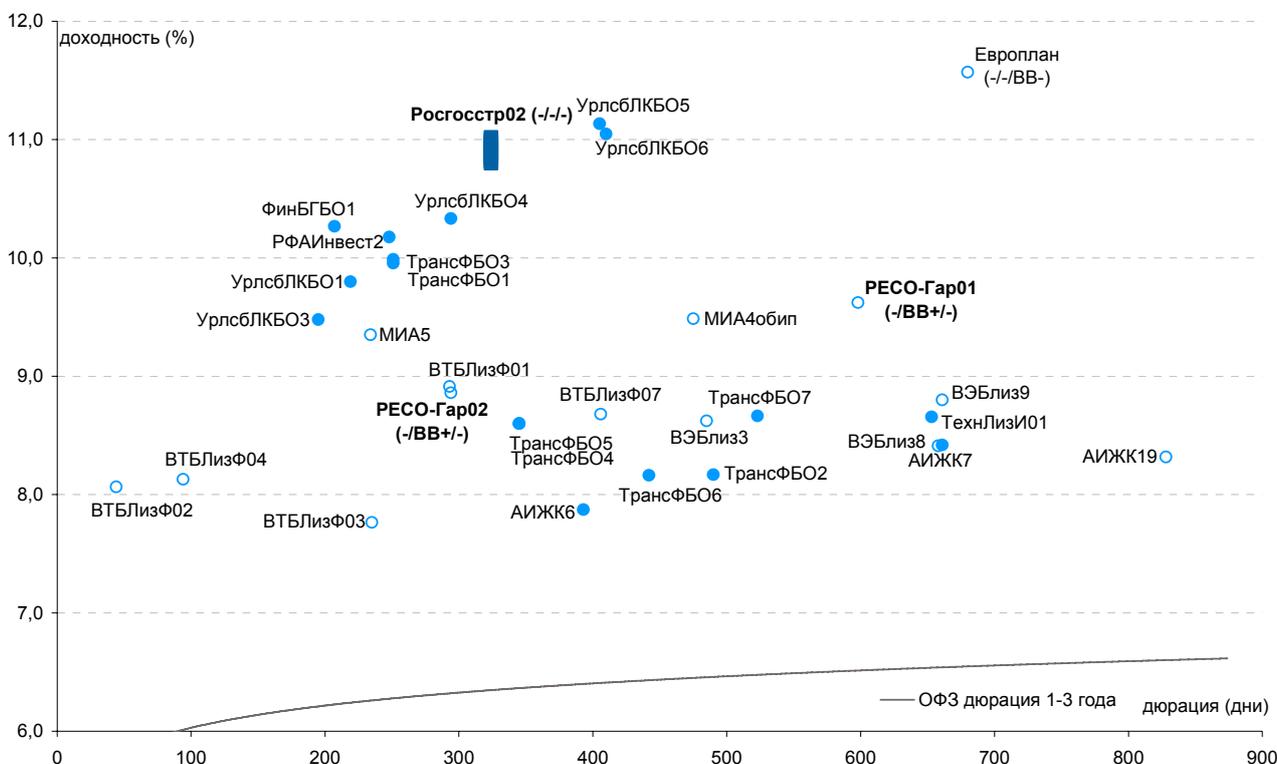
Вместе с тем, на этом временном отрезке торгуются облигации единственного эмитента из страховой отрасли – РЕСО-Гарантия (-/ВВ/+) серии 02, чья доходность составляет 8,86% годовых при дюрации 294

дн. Таким образом, Росгосстрах предлагает к бумагам РЕСО-Гаратния солидную премию порядка 190-220 б.п.

Напомним, что Росгосстрах является крупнейшим игроком страхового рынка России по объему собираемых премий (с долей 13,1% или 87 млрд руб. в 2011 г., по данным ФСФР) и лидером страховой розницы (№1 на рынке ОСАГО – 32,1%; №3 по КАСКО – 10,5%), в то время как у РЕСО-Гарантия вторая в стране розничная сеть и 4 место в рэнкинге по премиям (6,8% рынка или 45 млрд руб.). Вместе с тем, у Росгосстраха отсутствует кредитный рейтинг, прозрачность бизнеса находится на более низком уровне – нет отчетности по МСФО, которую в свою очередь готовит РЕСО-Гарантия, кроме того, качество корпоративного управления последней гарантировано одним из основных акционеров – международной страховой группой АХА (Аа3/АА/АА-).

В целом, предложенная Росгосстрахом премия (190-220 б.п.) является неплохой компенсацией за приведенные выше различия с РЕСО-Гарантия. В то же время инвесторам нужно учитывать, что ликвидность облигаций Росгосстраха может оказаться низкой, а возможности попасть в Ломбард и список РЕПО с ЦБ без кредитного рейтинга от международных агентств у них нет. Поэтому если покупать бумаги компании в рамках вторичного размещения, то с расчетом держать их до оферты через 1 год. Инвесторам, готовым к этому, мы рекомендуем участвовать с доходностью ближе к верхней границе – от 11% годовых (цена 99,8%).

### Распределение доходностей бумаг финансового сектора



*Александр Полютков*

#### NEW АИЖК (Ваа1/BBB/-)

**Событие.** АИЖК предлагает инвесторам облигации серии А24 на сумму 6 млрд руб. Бумаги погашаются в два приема: 50% - 1 ноября 2021 года и еще 50% - 1 ноября 2022 года. По выпуску предложена оферта через 3 года. Ориентир по ставке купона 8,5-8,7% годовых. Открытие книги заявок – 29 ноября, закрытие – 3 декабря, дата размещения – 5 декабря. Бумаги соответствуют требованиям вхождения в Ломбардный список ЦБ. Планируется листинг бумаг в «А1».

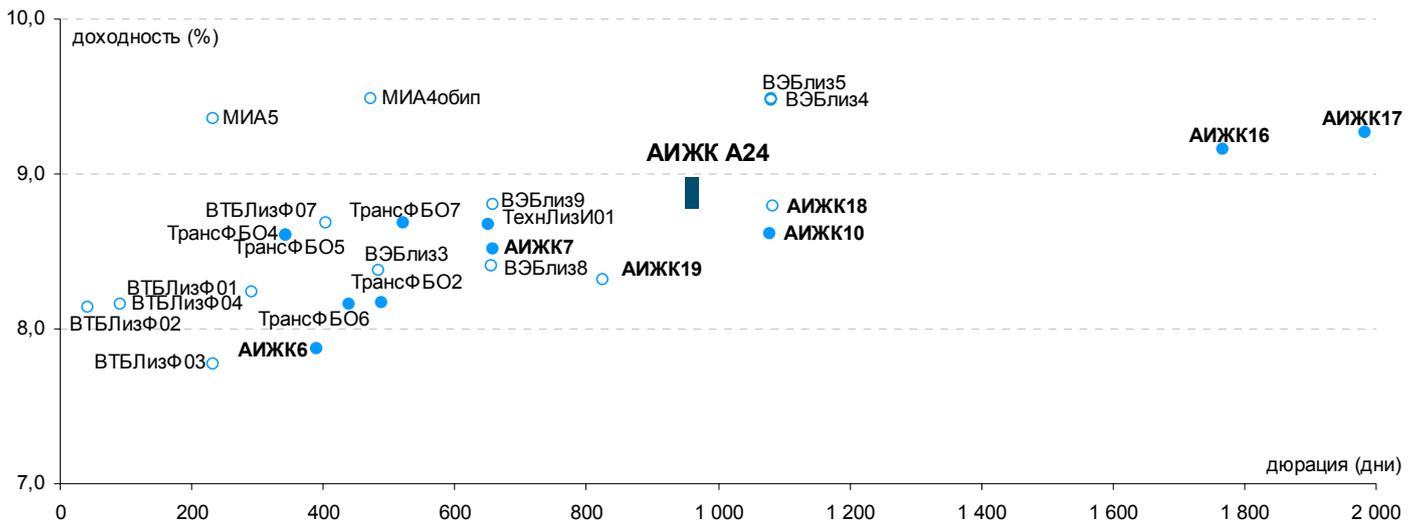
**Комментарий.** На рынке много выпусков АИЖК, однако они отличаются слабыми оборотами. Однако бумаги агентства входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с минимальным дисконтом 10%, поэтому все же облигации можно рассматривать как инструмент по управлению ликвидностью. На наш взгляд, исходя из сложившихся уровней доходности (см. график), предложение АИЖК интересно ближе к нижней границе диапазона, то есть от 8,8% годовых.

Финансовые показатели АИЖК по МСФО

Показатели отчетности (млн руб.)	2010	2011	Изменение за период
Чистые процентные доходы	12 950	12 907	0%
Чистые процентные доходы после изменения резерва под обесценение	14 426	13 214	-8%
Операционные доходы	11 800	12 576	7%
Общехозяйственные и административные расходы	-2 198	-2 857	30%
Чистая прибыль	7 259	7 967	10%
Активы	197 458	268 929	36%
Денежные средства и их эквиваленты	9 465	24 832	162%
доля в активах	4,8%	9,2%	---
Закладные	131 905	156 819	19%
Закладные (gross)	137 731	162 183	18%
уровень резерва	4,2%	3,3%	-22%
уровень просроченной задолженности	10,0%	8,3%	-17%
Инвестиционные ценные бумаги	4 790	7 294	52%
Собственные средства	106 858	113 970	7%
К-т автономии	54,1%	42,4%	---
Кредитная линия ВЭБа	2 763	35 518	1186%
доля в активах	1,4%	13,2%	---
Облигации выпущенные	84 075	114 206	36%
доля в активах	42,6%	42,5%	---
Показатели эффективности деятельности	2010	2011	Изменение за период
Cost / Income	15,2%	21,6%	+4 п.п.
Рентабельность капитала	7,0%	7,2%	+0 п.п.
Рентабельность активов	4,0%	3,4%	-1 п.п.

Источник: данные АИЖК, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности бумаг финансового сектора (28.11.2012)



Елена Федоткова

**NEW** Вологодская область (Ва3/-/-)

**Событие.** Министерство финансов Вологодской области планирует 30 ноября 2012 г. открыть книгу заявок на 5-летние облигации серии 34003 объемом 4,6 млрд руб., закрытие которой намечено на 5 декабря. Размещение бумаг пройдет на ММВБ 11 декабря 2012 г. Ориентир ставки 1 купона составляет 9,75-9,95% годовых, доходность – 10,11-10,33% годовых. Дюрация выпуска – 2,6 года.

**Комментарий.** У Волгоградской области в настоящее время в обращении находится один выпуск облигаций серии 34002 (УТМ 9,52%/802 дн.), но его ликвидность на весьма низком уровне, что делает их не вполне репрезентативными. Тем не менее, новые бумаги предлагают премию к собственным бумагам порядка 60-80 б.п.

Вместе с тем, на этой неделе закрылась книга заявок по облигациям Башкортостана (Ва1/ВВ+/-) серии 34007 объемом 3 млрд руб., которое прошло с 3 кратной переподпиской (8,9 млрд руб.), ставка купона была определена на уровне 8,75% годовых (УТМ 9,03% годовых, дюрация 2,33 года, спред к кривой ОФЗ 230-240 б.п.). Но Башкортостан заметно превосходит Вологодскую область по размеру бюджета, выгодно отличается низкой долговой нагрузкой, соответственно уровнем рейтингов (разница в 2 ступени). Общей чертой регионов является высокая концентрация экономики на одной отрасли (у Вологодской области – металлургия, у Башкортостана - нефтедобыча). В свою очередь, Вологодская область предлагает заметную премию к бумагам Башкортостана – порядка 110-130 б.п., что с учетом выше приведенных

различий вполне оправданно. Также совсем недавно, во второй декаде ноября, состоялось размещение Краснодарского края (Ba1/-BB+) значительным объемом 12 млрд руб. с доходностью 9,25% годовых при дюрации 2,42 года (спрэд к кривой ОФЗ около 260-265 б.п.), сейчас выпуск торгуется выше номинала 100,44% или YTM 9,16% годовых, то есть бумаги Вологодской области предлагают похожую премию около 95-115 б.п.

Учитывая слабые места кредитного профиля Вологодской области (большую зависимость собственных доходов бюджета от циклических отраслей, высокую долговую нагрузку), различия в кредитных профилях с регионами, недавно разместивших свои бумаги, а также обозначенные спрэды и премии, мы считаем, что новое предложение эмитента представляет интерес с доходностью от 10,15% годовых.

В свою очередь, солидную конкуренцию Вологодской области на первичном рынке могут составить размещения облигаций более качественных эмитентов как Санкт-Петербург (Baa1/BBB/BBB) и Свердловская область (-BB+/-), но и доходность по выпускам будет соответственно ниже.

Напомним основные моменты кредитного профиля Вологодской области:

- Вологодская область входит в состав Северо-Западного федерального округа, территория которой составляет около 144,5 тыс. кв. км (или 0,8% от всей территории РФ), где проживает порядка 1,2 млн чел. (около 0,8% населения страны).
- По размеру ВРП Вологодская область в 2010 г. находилась на 39 месте среди 83 субъектов РФ с 252 млрд руб., расположившись между Липецкой областью (38 позиция) и Тульской областью (40 место). В 2011 г., по оценкам областного департамента экономики, ВРП региона превысил 305 млрд руб.
- Экономика региона довольно существенно концентрирована на черной металлургии (ОАО «Северсталь») и производстве удобрений (предприятия «ФосАгро»). Так, на долю металлургии приходится более половины всего промпроизводства области, а на удобрения – порядка 20%. Кроме того, в регионе развиты лесная и деревообрабатывающая промышленность, сельское хозяйство (молочное животноводство).
- Бюджет Вологодской области является средним по размеру на фоне других субъектов РФ (в 2012 г. ожидается порядка 41 млрд руб., а его исполнение на конец октября было на хорошем уровне – 85%). Собственные доходы региона запланированы на этот год в размере 31 млрд руб. (исполнение 84%) или 76% всех доходов, что говорит о его незначительной текущей финансовой зависимости от федерального бюджета. В то же время налоговые поступления области во многом формируются за счет поступлений от металлургических предприятий, а также производителей удобрений, относящихся к циклическим отраслям экономики, которые в первую очередь зависят от ценовой конъюнктуры на мировых рынках. Поэтому в случае ее резкого ухудшения потребности Вологодской области в финансовой поддержке из федерального центра могут значительно возрасти на фоне падения собственных доходов, как это было в 2009 г. – на долю безвозмездных поступлений приходилось до 40% всех доходов.
- В 2012 г. бюджет Вологодской области утвержден с ощутимым дефицитом в размере 4 млрд руб. (или 10% всех доходов), покрыть который регион намерен в том числе и за счет размещения рублевых облигаций на 4,6 млрд руб. В свою очередь, долговая нагрузка Вологодской области была на довольно высоком уровне в сравнении с другими субъектами РФ. Так, доля госдолга региона ( ) в собственных доходах на 1 октября, по нашим оценкам, превышал 90%, в то время как Минфин РФ начинает обращать пристальное внимание на финансовую дисциплину субъектов РФ после отметки в 50%. Большая часть долга Вологодской области приходится на банковские кредиты (39,4%) и бюджетные кредиты (28,5%), а затем уже гарантии (22,4%) и облигации (9,7%). Важно отметить, что в 2013-2014 гг. региону предстоят значительные погашения госдолга (на уровне порядка 8 млрд руб. в год) – скорее всего, это короткие банковские кредиты, а также льготные бюджетные кредиты, предоставленные федеральным правительством еще в кризисное время. Таким образом, ситуация с долговой нагрузкой и рефинансированием госдолга у области будет оставаться напряженной.

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

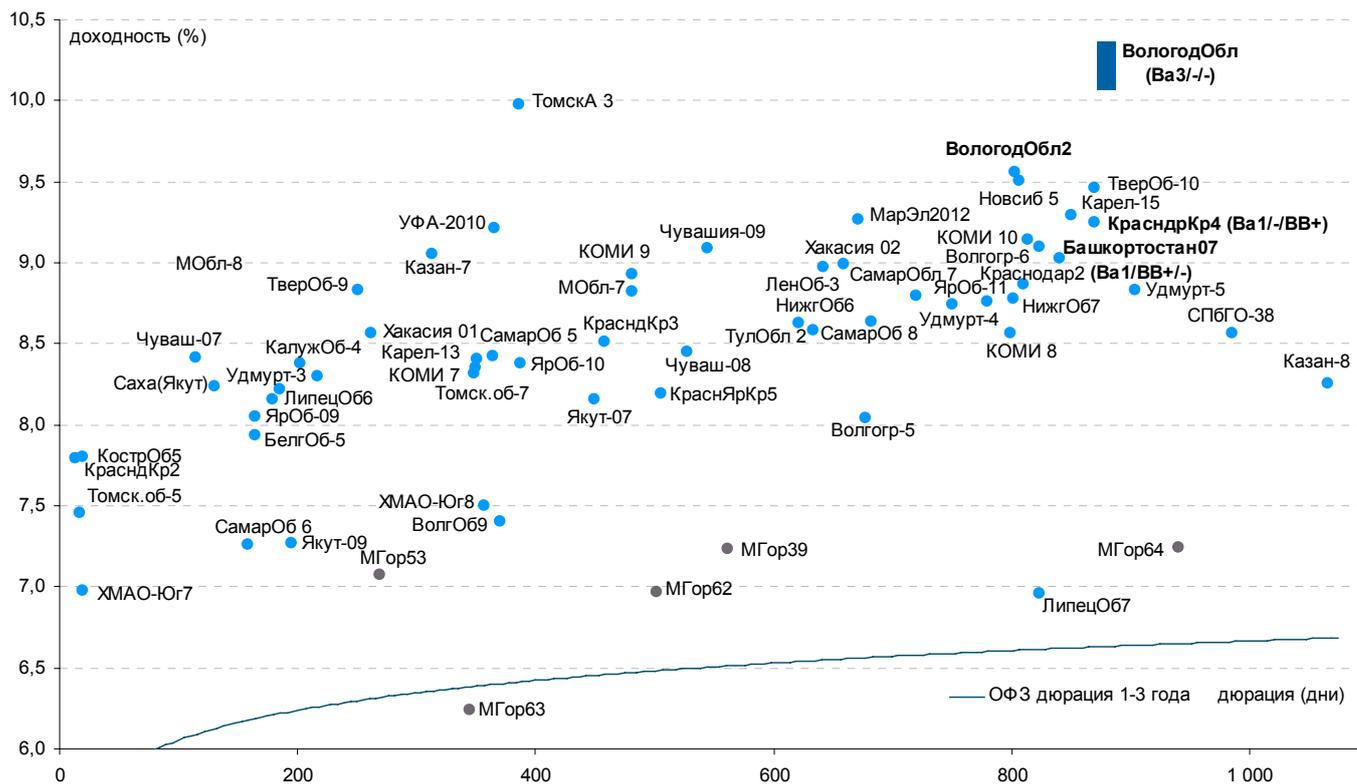
Регионы	Рейтинг	Доходы		Соб. Доходы		Доля соб.дох-в в дох-х		Расходы		Дефицит		Госдолг 8М'12	Госдолг/Соб.дох-ы 8М'12*
		'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12		
Санкт-Петербург	Baa1/BBB/BBB	368,7	239,6	325,9	214,2	88,4%	89,4%	421,6	191,6	-52,9	48,0	6,9	2,1%
Свердловская область	-BB+/-	144,9	100,9	129,4	88,0	89,3%	87,2%	159,9	92,6	-15,0	8,3	20,5	15,5%
Краснодарский край	Ba1/-BB+	198,1	131,5	128,4	81,8	64,8%	62,2%	237,0	128,3	-38,9	3,2	43,3	35,3%
Башкортостан	Ba1/BB+/-	106,5	77,9	84,3	59,2	79,1%	76,1%	127,8	78,6	-21,3	-0,7	11,3	12,8%
<b>Вологодская область</b>	<b>Ba3/-/-</b>	<b>39,7</b>	<b>27,0</b>	<b>31,1</b>	<b>19,8</b>	<b>78,3%</b>	<b>73,3%</b>	<b>44,3</b>	<b>27,1</b>	<b>-4,6</b>	<b>-0,1</b>	<b>25,8</b>	<b>86,9%</b>

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

\*собственные доходы приведены к году

\*\*рейтинг подтвержден и отозван Fitch 28.11.2012 г.

**Доходности облигаций субъектов РФ и муниципалитетов (27.11.2012)**



*Александр Полюттов*

**NEW Главная дорога (-/-/-)**

**Событие.** «Главная дорога» начала сбор заявок на облигации серии 06 объемом 8,173 млрд руб. Закрытие книги запланировано на 30 ноября 2012 г., размещение на ММВБ – на 4 декабря. Срок обращения выпуска 16 лет, предусмотрена амортизационная структура погашения номинала (по 12,5% в год, начиная с 2021 г.). Ставка 1 купона будет определена по результатам сбора заявок, ставка 2-16 купонов определяется по формуле:  $I + 0,5 * GDP$ , где I – индекс потребительских цен, GDP – темп прироста ВВП России. Облигации займа обеспечены государственной гарантией РФ.

Цель выпуска – финансирование текущей деятельности компании по реализации Концессионного соглашения о финансировании, строительстве и эксплуатации на платной основе «Нового выхода на Московскую кольцевую автомобильную дорогу с федеральной автомобильной дорогой М-1 «Беларусь» Москва-Минск» сроком на 30 лет. Общая стоимость проекта составляет 32,4 млрд руб., из которых 11 млрд рублей составят средства Инвестфонда РФ. Запланированное начало эксплуатации автодороги – начало 2014 г. ОАО «Главная дорога» сформирован ЗАО «Лидер».

**Комментарий.** Исходя из того, что проект еще находится в стадии строительства и запуск дороги намечен только на 2014 г., то есть его бизнес-модель еще не получила практического подтверждения, основной инвестиционной идеей выпуска является госгарантия РФ. Напомним, что на прошлой неделе, 20 ноября, «Главная дорога» также разместила 16-летний выпуск облигаций серии 07 объемом 1,4 млрд руб. со ставкой 1 купона 10% годовых. По данному займу, как и по новым бумагам, ставка последующих купонов определяется по формуле:  $I + 0,5 * GDP$ , но не ниже 4% годовых. На наш взгляд, размещение облигаций серии 06 пройдет на сопоставимых уровнях, учитывая схожесть структуры займов. Бумаги, скорее всего, найдут интерес среди ограниченного круга инвесторов (имеющих в распоряжении «длинные» деньги, как пенсионные фонды), принимая во внимание специфику самого эмитента, срочность бумаг и плавающую ставку купона.

*Александр Полюттов*

**КБ Дельта Кредит (Ваа3/-/-)**

**Событие.** КБ Дельта Кредит 3 декабря откроет книгу на выпуск облигаций (с ипотечным покрытием) объемом 5 млрд руб. Индикативная ставка купона – 9,9,2% (УТР 9,20-9,46%). Срок обращения облигаций 5 лет, оферта через 3 года. Предварительная дата закрытия книги - 4 декабря, размещение – 11 декабря.

**Комментарий.** Это не первый выпуск банка с ипотечным покрытием. Напомним, предыдущий заем был размещен в прошлом году, также в ноябре. Правда, тогда он был усилен еще поручительством со стороны группы Societe Generale (A2/A/A+), за что изначально получил рейтинг «A2» от Moody's. Однако ввиду дальнейшего ухудшения конъюнктуры в Европе, вслед за изменением рейтингов материнской компании, прошел ряд пересмотров оценок по рейтингам выпуска, в результате чего он опустился до «Ваа2». Интересно, что по новому выпуску, несмотря на отсутствие поручительства от SG, рейтинг на ступень выше – «Ваа1». Такая разница в подходе со стороны рейтингового агентства нам не вполне ясна. Возможно, это объясняется качеством ипотечного покрытия. Остаток долга по предложенному ипотечному портфелю составляет (на момент регистрации проспекта в марте 2012 года) 5,1 млрд руб., по процентам – 6,1 млрд руб., покрытие долга стоимостью недвижимости – 1,7х, при этом портфель достаточно «молодой» - отношение суммы неисполненного требования с основной сумме долга – 0,9х. Таким образом, есть риск, что рейтинг от Moody's по новому выпуску впоследствии также будет понижен на 1 ступень.

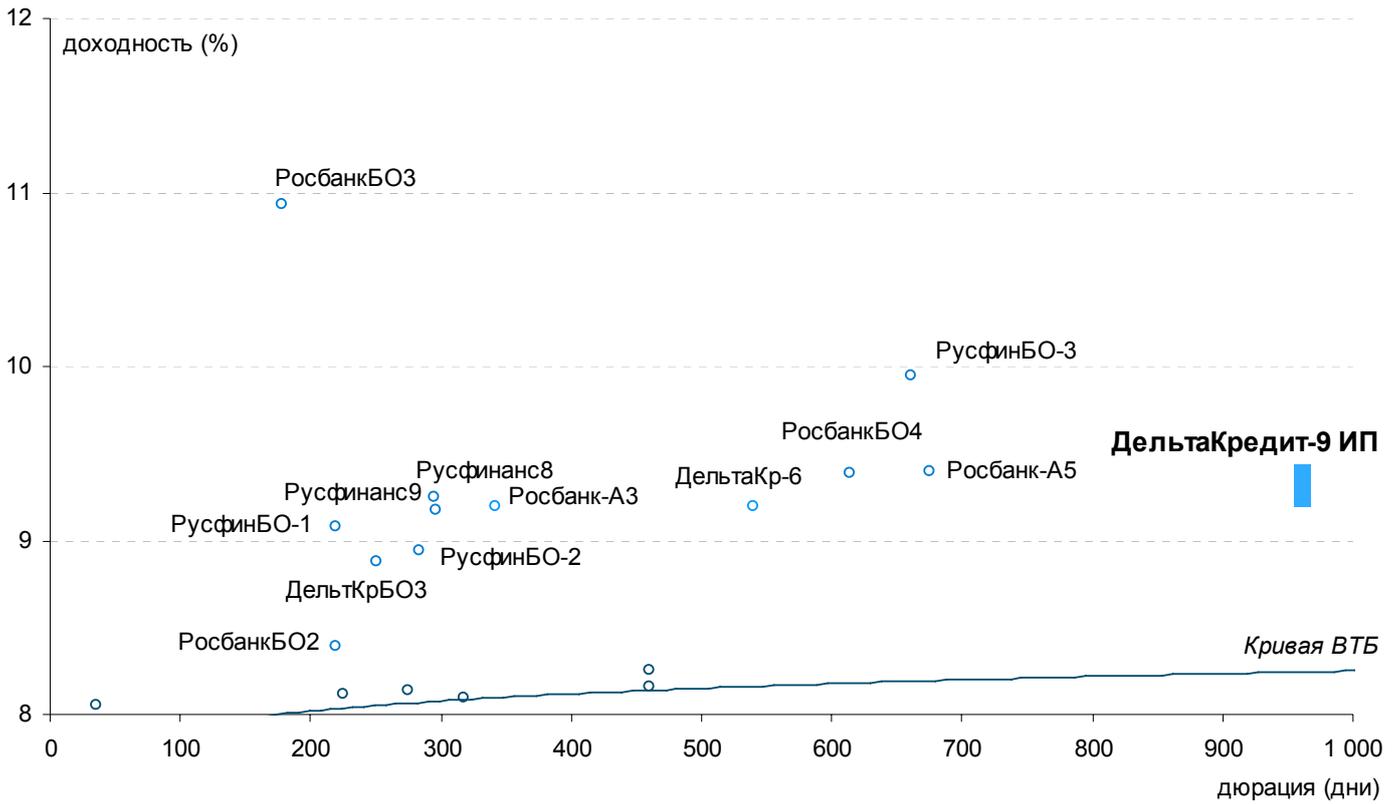
Обращаем внимание, что предыдущий ипотечный заем ДельтаКредит был тоже на 5 млрд руб. (с купоном 8,33%) и 3-летней офертой и сейчас он абсолютно неликвидный, хотя входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ со скромным дисконтом 12,5%. Вероятно, выпуск остался на руках у крайне ограниченного круга участников рынка. В отношении нового займа с очень похожими параметрами, но, по крайней мере, более высокими ориентирами по ставке (9-9,2%), также есть опасения, что его ликвидность будет довольно слабой.

Напомним также, что Банк ДельтаКредит входит в Группу Росбанка (Ваа3/-/BBB+), в которой также присутствует Русфинанс банк (Ва1/-/BBB+). Бумаги данных эмитентов также торгуются на российском рынке, причем облигации ДельтаКредит обращаются с доходностью, схожей с облигациями материнского для него банка. Новый же выпуск обозначен на 30-56 б.п. ниже кривой Росбанк-ДельтаКредит. Последнее, на наш взгляд, заметно ограничивает инвестиционную привлекательность размещаемых бумаг. Выпуск смотрится, по нашему мнению, неинтересным.

«Материнские» компании	Societe Generale					
Moody's / S&P / Fitch (на 11.11.2012)	A2/A/A+					
Активы (2011г.)	1,18 трлн евро					
Местонахождение ГО	Франция (Aa1/AA+/AAA)					
Банк ДельтаКредит: финансовые показатели по МСФО						
Балансовые показатели, млн руб.	2009	2010	1H 2011	2011	1H 2012	1H2012 / 2011
Активы	55 529	56 068	60 947	67 373	70 811	5,1%
Кредитный портфель (net)	46 728	50 190	51 384	62 506	67 611	8,2%
NPL (90+)	1,6%	1,3%	1,2%	0,9%	n/a	-
Капитал	7 258	9 024	10 234	11 235	11 257	0,2%
CAR	n/a	40,6%	n/a	35,4%	29,5%	-6,0%
Показатели прибыльности, млн руб.	1H 2010	2010	1H 2011	2011	1H 2012	1H2012 / 1H2011
Чистый процентный доход	1 433	2 816	1 346	2 981	1 818	35%
Чистый комиссионный доход	107	257	97	274	135	38%
Отчисления в резервы	-77	-107	582	569	-81	-
Чистая прибыль	888	1 768	1 225	2 201	1 022	-17%
качественные показатели деятельности	1H 2010	2010	1H 2011	2011	1H 2012	изменение за 1H2012
RoAE	23,0%	23,2%	25,4%	21,7%	32,3%	6,9%
RoAA	3,2%	3,1%	4,2%	3,6%	3,0%	-1,2%
NIM	4,4%	5,3%	4,5%	5,0%	5,5%	1,0%

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

**Доходности облигаций (средневзв.)**



*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

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA  
Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова  
Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев  
IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр Полюттов**

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.