

26 января 2010 года

Специальный обзор долговых рынков, посвященный сегодняшним оффертам:

- МДМ-Банк: доходность vs дюрация.
- «ВымпелКом»: ставка «с прицелом» на дальнейший рост рынка.

МДМ-Банк: доходность vs дюрация

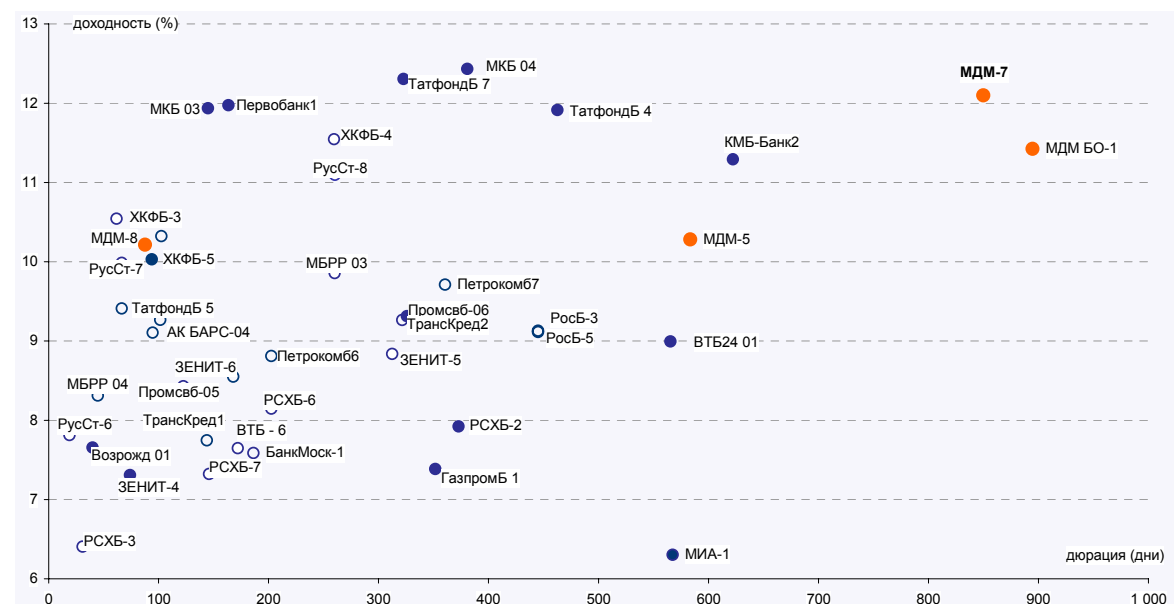
Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

Сегодня МДМ-Банк проходит оферту по выпуску серии 07, предлагая доходность 12,1% к погашению в июле 2012 года. Как мы видим, Банк поддерживает традицию долгой дюрации займов, что, как мы уже писали раньше, обусловлено не в последнюю очередь долгосрочной структурой его кредитного портфеля. Тем не менее, если мы взглянем на карту рынка, то аналогичных предложений по срочности на нем практически отсутствуют. Бумаги близких по международным рейтингам Промсвязьбанка, Банков ЗЕНИТ и Петрокоммерц торгуются в пределах годовой дюрации, следуя основным тенденциям рынка, однако и доходности их заметно скромнее. Таким образом, инвестор оказывается между выбором: или заходить в «длинный» выпуск, получая соответствующую премию, или придерживаться более консервативной политики. С учетом текущего избытка ликвидности в финансовом секторе, мы предполагаем, что облигации МДМ-Банка будут пользоваться спросом. Тем более, что Эмитент предложил премию порядка 60 б.п. к обращающемуся займу МДМ БО-1. Поддержку им также окажут рейтинги, которые все же на ступень выше, чем у перечисленных кредитных организаций, и финансовые показатели, указывающие на наличие позитивных факторов в отчетности Банка.

Сведения о международных рейтингах Банка				
Агентство	Шкала	Дата	Рейтинг	Прогноз
Moody's	Межд. шкала в ин. валюте	04.12.08	Ba1	Негативный
Fitch	Межд. шкала в ин. вал.	06.11.09	BB-	Стабильный
S&P	Межд. шкала в ин. вал.	16.04.09	BB-	Негативный

Кредитные организации с близкими международными рейтингами				
Наименование	Агентство	Дата	Рейтинг	Прогноз
Банк ЗЕНИТ	Fitch	06.11.09	B+	Негативный
Промсвязьбанк	Moody's	16.03.09	Ba2	Негативный
	Fitch	06.11.09	B+	Негативный
	S&P	11.09.09	B	Стабильный
Петрокоммерц	Moody's	18.11.05	Ba3	Стабильный
	S&P	11.09.09	B+	Негативный

Доходности облигаций МДМ-Банка



Среди основных **положительных моментов** по состоянию на 1 января 2010 года (РСБУ) и 1 октября 2009 года (МСФО) мы отмечаем:

Увеличение основных показателей в результате реорганизации: активы Банка, согласно отчетности по МСФО, выросли на 14% до 375,9 млрд руб., кредитный портфель – на 29% до 252,2 млрд руб., чистый убыток за 9 месяцев составил 3,5 млрд руб. (прибыль за 3 квартал – 0,8 млрд руб.). Чистая процентная маржа в квартальном исчислении выросла до 7,7% по сравнению с 6,1% за аналогичный период 2008 года, Cost / Income – 35,6%.

Поскольку в отчетности по РСБУ за конец 2009 года серьезных изменений в балансовых показателях не наблюдается, то можно ожидать, что размер портфеля и активов по МСФО сохранится по итогам года на уровне конца 3 квартала.

Наблюдая также позитивные изменения в отчетности по в доходах РСБУ (на 1 декабря – убыток 1,7 млрд руб., по итогам года – прибыль 0,85 млрд руб.), мы прогнозируем, что и по МСФО убыток в 4 квартале также будет сокращаться.

Развитую клиентскую базу физических лиц: отметим, что за последние 4 месяца прошлого года Банку удалось нарастить депозиты физлиц на 19% до 82,5 млрд руб., в результате их доля в пассивах выросла с 18% до 20%. Однако в целом доля средств клиентов в валюте баланса довольно умеренная – всего 45% (Промсвязьбанк – 58,5%, Банк ЗЕНИТ – 42%, Петрокоммерц (на 01.12.09) – 52,5%). В активных операциях Банк также немаловажную роль отводит розничному направлению: вклад кредитов физлиц в портфеле Банка достигает 33%, что в 2–3 раза выше, чем у банков, ориентированных преимущественно на корпоративных клиентов. Отметим, что в условиях кризиса розничный сегмент, который традиционно отличался высокими рисками, продемонстрировал меньшие темпы роста просроченной задолженности, что в целом должно было оказать позитивное влияние на качество кредитного портфеля. Тем не менее, Банк постепенно сокращает объемы кредитования физлиц – на 7% за сентябрь–декабрь до 82 млрд руб.

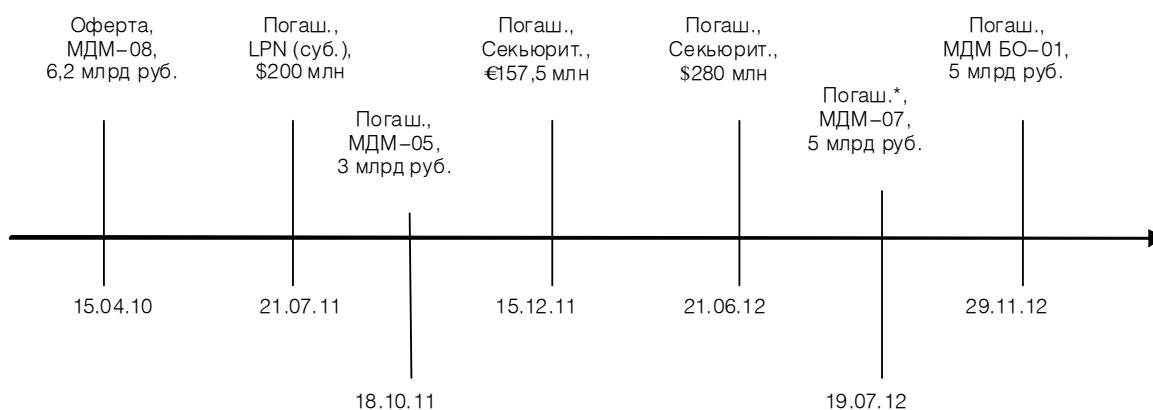
Хорошую капитализацию: уровень достаточности капитала (H1) на 1 января 2010 года составил 17,3% (Промсвязьбанк – 11,36%, Банк ЗЕНИТ – 15,14%, Петрокоммерц (на 01.12.09) – 18,45%). В отчетности по МСФО на 1 октября 2009 года мы также видим высокие показатели: «total capital ratio» – 18,4%, «tier 1 capital ratio» – 15,8%. Таким образом, Банк обладает существенным запасом по данной величине для аккумуляции возможных убытков.

Высокие показатели ликвидности: коэффициент мгновенной ликвидности (H2) на 1 января 2010 года составил 69,3% (min 15%), текущей – 89,8% (min 50%), долгосрочной – 90,7% (max 120%). Не в последнюю очередь обусловлены аккумуляцией средств для исполнения обязательств в январе текущего года на сумму более 17 млрд руб. (погашение LPN в размере 425 млн долл. 25

Нормативные показатели		
Показатель	1 января 2010	норматив-ные значения
Норматив достаточности собств. средств (H1)	17,3%	min 10
Норматив мгновенной ликвидности (H2)	69,3%	min 15
Норматив текущей ликвидности (H3)	89,8%	min 50
Норматив долгосрочной ликвидности (H4)	90,7%	max 120
Макс. размер риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (H6)	11,1%	max 25
Макс. размер крупных кредитных рисков (H7)	81,4%	max 800
Макс. р-р кредитов, банк. гарантий и поручительств, предоставл-х банком своим участникам (H9.1)	0,0%	max 50
Совокупная величина риска по инсайдерам банка (H10.1)	1,2%	max 3

января и прохождение оферты 26 января). Предстоящие выплаты потребовали создание подушки ликвидности, которая была сформирована за счет денежных средств (17 млрд руб.) и краткосрочных депозитов (около 40 млрд руб.), размещенных в финансовых организациях. Как мы видим, «запас» ликвидности вполне перекрывает потребность Банка по выплатам на ближайший месяц. Также в качестве положительного фактора отметим отсутствие задолженности перед ЦБ на конец года, что дает возможность МДМ-Банку в рамках открытых лимитов привлекать денежные средства в случае ухудшения конъюнктуры.

Комфортные сроки погашения по публичным долгам:



* Оферта по данному займу состоится сегодня

Как мы видим, с учетом погашенного 25 января выпуска LPN на сумму 425 млн долл., и пройденной оферты объем исполнения обязательств в текущем году мал – осталось в апреле пройти оферту по выпуску облигаций серии 08 в размере 6,2 млрд руб., который к тому же неликвидный, что предполагает отсутствие займа на рынке (большой частью был выкуплен в апреле 2009 года). Среди «непубличных долгов из крупных погашений можно отметить бивалютный синдицированный кредит, который Банк привлек в октябре 2009 года сроком на 1 год объемом 106 млн долл. и 96 мле евро.

Среди **негативных фактов** мы отмечаем:

Уровень просроченной задолженности: по РСБУ доля просроченной задолженности в кредитном портфеле выросла до 13,9% (12,5% на 1 сентября), норма резервирования – до 15,9% (13,2% на 1 сентября). Для сравнения – у Промсвязьбанка – 11,8% и 11,9%, у Банка ЗЕНИТ – 8,5% и 6,2%, у Банка Петрокоммерц – 12,9% и 12,7% соответственно. В качестве положительного фактора можно отметить, что резервы покрывают просрочку в 1,1 раза.

Согласно отчетности по МСФО на 1 октября объем резервов составлял 15,3%. При этом объем просрочки свыше 90 дней – 9,2%. Также, по данным Эмитента, за 9 месяцев было

реструктуризировано корпоративным клиентам кредитов на сумму 32 млрд руб. или 11% портфеля. Опираясь на данные по МСФО, можно констатировать, что Банк довольно консервативно отражает качество кредитного портфеля по РСБУ, что мы расцениваем как позитивный фактор при оценке финансового состояния МДМ-Банка.

Финансовые показатели МДМ Банка				
млн руб.	1 сен 09	1 окт 09	1 дек 09	1 янв 10
Активы	388 953	384 455	374 534	402 776
Кредитный портфель (gross)	267 997	257 450	251 931	251 121
Уровень резервов	13,2%	13,9%	16,0%	15,9%
Уровень просрочки	12,5%	13,0%	14,1%	13,9%
Покрытие просрочки резервами	106,0%	107,2%	113,7%	114,1%
Кредиты физлиц	33,1%	33,7%	33,3%	32,8%
Кредиты/Депозиты	226,8%	221,0%	207,2%	201,5%
Доля в активах	68,9%	67,0%	67,3%	62,3%
Операции с ценными бумагами	48 805	52 243	48 408	49 873
Доля в активах	12,5%	13,6%	12,9%	12,4%
Капитал**	58 729	59 396	59 926	59 981
Доля в активах	15,1%	15,4%	16,0%	14,9%
Рентабельность капитала	-16,2%	1,0%	-5,8%	2,1%
МБК (привлеченные кредиты и депозиты), в т.ч.	72 968	70 221	55 217	54 558
Кредиты ЦБ	10 250	10 250	0	0
Кредиты ЦБ в Пассивах	2,6%	2,7%	0,0%	0,0%
Средства клиентов, в т.ч.	46 124	47 621	47 004	54 737
госсредства	1 090	437	431	1
юридических лиц	36 826	39 783	39 281	46 287
физических лиц	8 208	7 401	7 292	8 449
доля средств в пассивах	11,9%	12,4%	12,5%	13,6%
Депозиты, в т.ч.	118 146	116 511	121 613	124 630
юридических лиц	48 559	46 535	45 977	42 124
физических лиц	69 588	69 976	75 636	82 506
доля депозитов в пассивах	30,4%	30,3%	32,5%	30,9%
Выпущенные ценные бумаги	24 497	26 558	27 551	34 150
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	6,3%	6,9%	7,4%	8,5%
Балансовая прибыль	-1 189	194	-1 731	850

* расчет не производится

** первый раздел 101 формы

Показатели деятельности МДМ-Банка по МСФО			
	2008	3 кв. 2009	3 кв. 09 / 2008
Активы	329,1	375,9	14%
Кредитный портфель	194,8	252,2	29%
NPL (>90 дней), %	4,2%	9,2%	---
Норма резервирования, %	5,9%	15,3%	---
Покрытие резервами NPL	1,4	1,7	---
Средства клиентов	115,1	170,4	48%
Кредиты / Средства клиентов	1,7	1,5	---
Капитал	44,1	62,3	41%
Уровень достаточности капитала	17,9%	18,4%	---
Уровень достаточности капитала 1 уровня (Tier 1 Capital ratio)	16,0%	15,8%	---
	3 кв. 08	3 кв. 09	9 мес. 09 / 9 мес. 08
Чистый процентный доход	12,3	15,1	23%
Чистая процентная маржа (NIM), %	6,1%	7,7%	---
Начисленный резерв под обесценение кредитного портфеля	3,4	16,7	397%
Cost / Income, %	---	35,6%	---
Прибыль	-6,1	2,5	-141%

Источник: данные Банка, расчеты НОМОС-БАНКА

«ВымпелКом»: ставка «с прицелом» на дальнейший рост рынка.

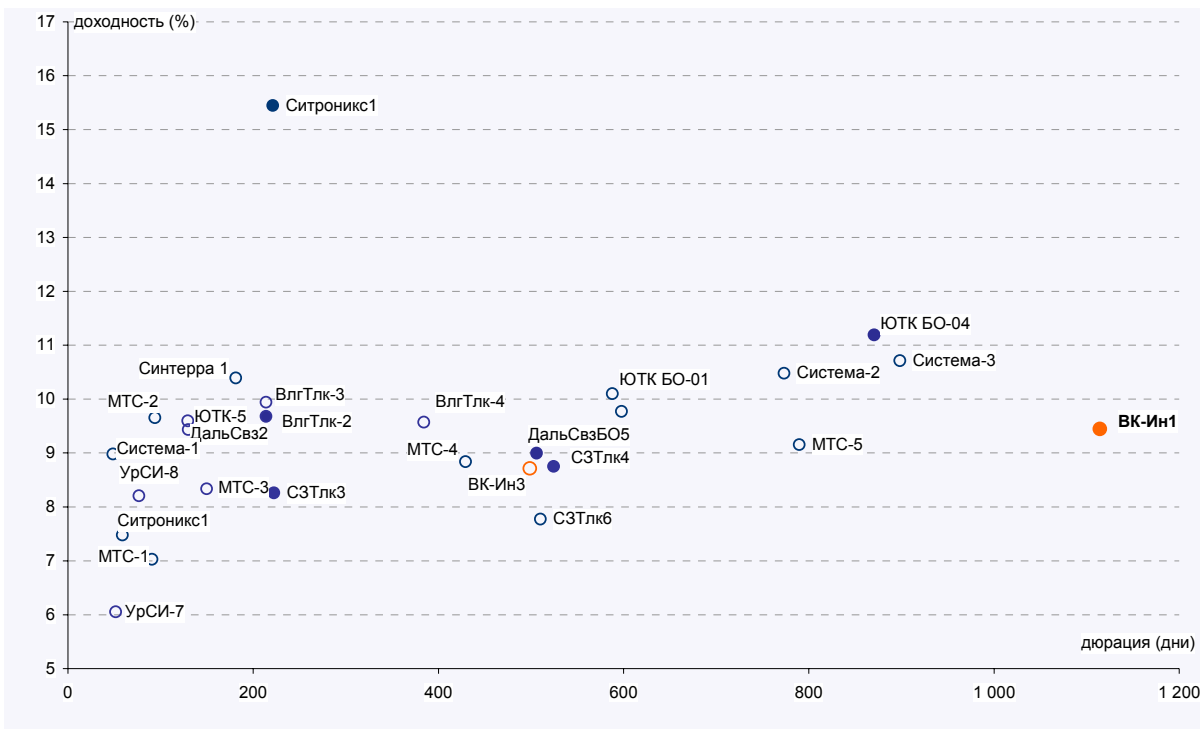
Александр Полютов
polyutov_av@nomos.ru

Сегодня состоится оферта по выпуску облигаций ВымпелКом–Инвест серии 01 объемом 10 млрд руб. Эмитентом установлена ставка 4–10 купонов в размере 9,25%, что соответствует эффективной доходности 9,46% годовых к погашению в июле 2013 года. Соотношение уровня доходности и дюрации по выпуску Оператора, на наш взгляд, уступает имеющемуся на рынке предложению среди ликвидных бумаг, сопоставимых по кредитному качеству эмитентов, таких как МТС и АФК «Система». При незначительно меньшей доходности в 9,15% годовых выпуск облигаций МТС серии 05 предоставляет возможность оферты уже в июле 2012 года. Выпуски АФК «Системы» серии 02 и 03 и вовсе торгуются с доходностью 10,46% и 10,7% годовых к офертам в августе и декабре 2012 года соответственно.

Тем не менее, в пользу сохранения позиции в облигациях «ВымпелКома» прежде всего говорит их ликвидность, вхождение в список РЕПО с ЦБ (дисконт 15% до 6 дней) и вероятность дальнейшей просадки доходностей рынка бумаг телекоммуникационного сектора, а также позитивные финансовые итоги деятельности Компании за 9 месяцев 2009 года и пересмотр S&P прогноза по рейтингу Оператора с «Негативного» на «Стабильный».

Кредитные рейтинги				
Наименование	Агентство	Дата	Рейтинг	Прогноз
ВымпелКом	Fitch	19.01.10	BB+	Стабильный
	Moody's	14.10.09	Ba2	Стабильный
МТС	Fitch	09.10.09	BB+	Стабильный
	S&P	05.11.09	BB	Стабильный
	Moody's	02.04.09	Ba2	Стабильный
АФК Система	Fitch	09.10.09	BB-	Стабильный
	S&P	05.11.09	BB	Негативный
	Moody's	21.04.09	B1	Негативный

Телекоммуникации и медиа



Финансовое состояние «ВымпелКома», на наш взгляд, не вызывает каких-либо опасений, а риски исполнения краткосрочных обязательств являются не существенными. По итогам 9 месяцев 2009 года, несмотря на кризис, Оператор показал свою способность генерировать значительный операционный денежный поток (88,998 млрд руб.) и поддерживать высокую эффективность деятельности (рентабельность OIBDA достигла 49,8%), что стало возможным благодаря росту абонентской базы, развитию интегрированных услуг связи и контролю над административными и коммерческими издержками.

Кроме того, «ВымпелКом» смог серьезно продвинуться в управлении своей ликвидностью и долгом, что нашло свое отражение в действиях агентства S&P, пересмотревшего прогноз по рейтингу Компании с «Негативного» на «Стабильный». К концу сентября 2009 года «ВымпелКом» имел достаточный запас денежных средств в размере 75,9 млрд руб., который полностью покрывал краткосрочный долг объемом 74,5 млрд руб. Более того, за 9 месяцев 2009 года Оператору удалось снизить уровень долговой нагрузки, по нашим оценкам, с 2,06x до 1,82x по соотношению Финансовый долг/OIBDA. При этом общий размер долга «ВымпелКома» сократился в январе–сентябре прошлого года лишь на 2,1% до 242,8 млрд руб.

Не маловажно отметить сохранившуюся способность Оператора в условиях кризиса привлекать заемные денежные средства, в том числе и на публичном долговом рынке – в июле 2009 года «ВымпелКом» успешно разместил пятилетние рублевые облигации в размере 10 млрд руб. с офертой через 2 года. Размещение данных облигаций в рублях позволило Компании диверсифицировать валютную структуру долга, который теперь на 73% (против 85% в 2008 году) номинирован в долларах и евро, что несколько снизило валютные риски Оператора. Исполнение инвестиционной программы «ВымпелКома», прогноз по которой на фоне укрепления рубля был увеличен Компанией до 10–12% от выручки 2009 года, также гарантируется денежной наличностью и существенным операционным денежным потоком.

Финансовые показатели МТС и ВымпелКома в 2008-2009 гг.													
млн руб.	ВымпелКом								МТС				
	3 кв.09	3 кв.08	3 кв.09/ 3 кв.08	2 кв.09	3 кв.09/ 2 кв.09	9 мес.09	9 мес.08	9 мес.09/ 9 мес.08	2008	9 мес.09/ 2008	9 мес.09	9 мес.08	9 мес.09/ 9 мес.08
Основные финансовые показатели													
Выручка	71 338	68 933	3,5%	69 035	3,3%	207 216	181 755	14,0%	251 432	-	198 686	188 078	5,6%
OIBDA	35 980	33 636	7,0%	34 958	2,9%	103 104	89 840	14,8%	120 488	-	92 774	95 594	-2,9%
Чистая прибыль	13 513	6 513	107,5%	22 599	-40,2%	27 598	32 209	-14,3%	14 296	-	32 567	42 890	-24,1%
% расходы	4 914	3 439	42,9%	4 514	8,9%	14 074	8 220	71,2%	13 516	-	8 318	2 554	225,7%
Активы	-	-	-	460 879	1,7%	468 522	-	-	461 982	1,4%	416 967	283 012	-
Дебиторская задол-ть	-	-	-	13 550	-1,5%	13 341	-	-	13 974	-4,5%	15 319	11 916	-
Денежные средства и их эквиваленты	-	-	-	51 605	47,1%	75 902	-	-	26 873	182,4%	114 826	15 836	-
Финансовый долг	-	-	-	249 525	-2,7%	242 809	-	-	248 056	-2,1%	216 282	80 545	-
Краткосрочный	-	-	-	70 157	6,2%	74 516	-	-	56 093	32,8%	45 907	25 004	-
Долгосрочный	-	-	-	179 368	-6,2%	168 293	-	-	191 963	-12,3%	170 375	55 541	-
Кредиторская задол-ть	-	-	-	15 216	-0,1%	15 198	-	-	26 409	-42,5%	15 520	15 441	-
Показатели эффективности и покрытия долга													
Рент-ть OIBDA	50,4%	48,8%	1,6 п.п.	50,6%	-0,2 п.п.	49,8%	49,4%	0,4 п.п.	47,9%	-	46,7%	50,8%	-4,1 п.п.
Рент-ть по чистой прибыли	18,9%	9,4%	9,5 п.п.	32,7%	-13,8 п.п.	13,3%	17,7%	-4,4 п.п.	5,7%	-	16,4%	22,8%	-6,4 п.п.
Фин. долг/OIBDA	-	-	-	1,90	-	1,82	-	-	2,06	-	1,79	0,63	-
OIBDA/% расходы	7,32	9,78	-	7,74	-	7,33	10,93	-	8,91	-	11,15	37,43	-
Фин. долг/Активы	-	-	-	0,54	-	0,52	-	-	0,54	-	0,52	0,28	-

Источник: данные Компании, расчеты НОМОС-БАНКА

Контактная информация

Номос-Банк (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полкутов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Заместитель начальника управления диллинговых операций	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.