

Монитор первичных размещений от 27 сентября 2010 г.



Завершенные и текущие сделки первичного долгового рынка

Выпуск	Объем, млрд. руб. @ срок, лет	Доходность, ² % @ срок, лет
РМБ 03	1,1	11,0% @ 1
ММК БО-03	5,0	6,6% @ 1,5
Банк СПБ БО-02	5,0	7,6% @ 1,5
Русфинанс Банк 08	2,0	7,8% @ 2
Русфинанс Банк 09	2,0	7,8% @ 2
Банк Зенит БО-02	5,0	7,9% @ 2
ФСК 06	10,0	7,3% @ 3
ФСК 08	10,0	7,3% @ 3
Татнефть БО-01	5,0	7,4% @ 3
ТГК-2 БО-01	5,0	9,2% @ 3
ТКС Банк БО-01	1,6	14,7% @ 3
ФСК 10	10,0	7,9% @ 5
Ситроникс БО-02	3,0 @ 2	27 сен (ЗК) ³
ТД Копейка БО-02	3,0 @ 3	5 окт (А) ³
Синергия БО-01	3,0 @ 2	5 окт (ЗК) ³
Банк Русский Стандарт 07	3,0 @ 1	неделя с 4 окт (ЗК) ³
ТГК-5 01	5,0 @ 3	12 окт (ЗК) ³

³ до погашения или ближайшей oferty на день размещения
³ дата закрытия книги или аукциона по ставке 1-го купона

В ВЫПУСКЕ

- ТД Копейка БО-02 – будет ли сделка с X5?
- Синергия БО-01 – привлекательная доходность для облигаций заемщика с кредитными рисками «single-B»
- Банк Русский Стандарт 07 – долгожданное предложение долга, пусть и вторичное

ПУЛЬС ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

На прошлой неделе первичный рынок изобилует предложением в сегменте первого-второго эшелонов, причем как на коротком отрезке дюрации (1,5 года, ММК БО-3 объемом 5 млрд руб.), так и на среднесрочном, где размещались ФСК (два выпуска с трехлетней офертой и один – с офертой 5 лет общим объемом 30 млрд руб., Газпромбанк – организатор сделки) и Татнефть (Татнефть БО-1, 5 млрд руб., 3 года). Аукционы показали, что качественный кредитный риск пока остается востребованным у участников рынка: все выпуски разместились с заметной переподпиской и доходностью «по нижней границе» или ниже изначальных ориентиров организаторов

ТД Копейка БО-02 – инвестиционный вывод

Торговый Дом «Копейка» рассчитывает разместить 3-летние биржевые облигации серии 02 с купоном 9,0–9,5% годовых (соответствует доходности УТМ 9,31–9,84%). На сегодняшний день мы оцениваем справедливую доходность бумаги с премией в 90–100 б. п. к биржевым облигациям Магнита (УТМ 8,42%) – то есть по нижней границе указанного диапазона

Синергия БО-01 – инвестиционный вывод

Холдинг «Синергия» планирует разместить 3-летние биржевые облигации серии 01 с купоном 10,0–10,5% годовых (соответствует доходности УТР 10,25–10,78% к оферте через 2 года). На сегодняшний день мы видим справедливым размещение бумаг с купоном на уровне 9,8–10,0% годовых – с премией до 50 б. п. к выпуску ЛСР БО-01 (УТР 9,50% @ июнь 2012 г.) и до 150 б. п. – к облигациям ТД Копейка БО-01 (УТР 8,78% @ июль 2012 г.)

Банк Русский Стандарт 07 – инвестиционный вывод

Банк Русский Стандарт рассчитывает на неделе с 4-го октября 2010 г. провести вторичное размещение облигаций серии 07 с доходностью на уровне УТМ 7,32–7,77% к погашению инструмента через 1 год. Справедливая доходность бумаги оценивается нами по середине указанного диапазона – с премией в 20–30 б. п. к доходности бумаги ХКФ Банк 05 (УТР 7,3% @ октябрь 2011 г.)



КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

ТД Копейка БО-02

Эмитент	ОАО «Торговый Дом «Копейка»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	-/-/В-
Объем выпуска, млрд руб.	3,0
Оферта	-
Срок обращения	3 года
Ориентир купона	9,0-9,5%
Ориентир доходности	9,3-9,8%

Торговый дом «Копейка» – будет ли сделка с X5?

Торговый дом «Копейка» – достаточно хорошо знакомый инвесторам эмитент из 3-го эшелона. Совсем недавно – в конце июля – компания разместила выпуск 3-летних биржевых облигаций серии 01 объемом 3,0 млрд руб. При этом появление сообщений о возможной сделке по приобретению сети со стороны X5 Retail Group (BB-/B1/-) существенно подстегнуло интерес инвесторов к бумаге. В итоге, книга заявок была закрыта с существенной переподпиской (спрос превысил 8,0 млрд руб.), а ставка купона установлена на отметке в 9,5% до двухлетней оферты (первоначально ориентир составлял 10,25–10,75%).

Напомним основные аспекты кредитного профиля ритейлера:

- ▶ **Крепкие позиции в отрасли.** Торговый Дом «Копейка» – 7-й по величине торгового оборота игрок отечественного

рынка продуктового ритейла (по оценкам самой компании). Копейка объединяет более 600 магазинов (из которых на 30 июня 2010 г. 519 – собственных и 83 – франчайзинговых) в 25 регионах России.

По данным компании, общая площадь магазинов под управлением группы составляет 558,7 тыс. кв. м (торговая площадь – 292,7 тыс. кв. м), из которых только 30,1% находятся в собственности Копейки. Более половины площадей – 55,1% – арендуются, в то время как оставшиеся 14,8% приходятся на долю франчайзинговых магазинов.

Копейка функционирует в формате «мягкого дискаунтера» и ориентируется в основном на семьи с низким и средним уровнем дохода: средний чек ее покупателей составляет 250–300 руб. Отметим, что компания не раскрывает основные операционные показатели (выручка/трафик/средний чек LFL), что затрудняет сравнение успешности ее деятельности с показателями конкурентов.

- ▶ **Умелое управление бизнесом и затратами.** На протяжении последних лет новой команде менеджмента (которая пришла в Копейку в 2007 году) удалось добиться существенных успехов в повышении эффективности функционирования сети.

В частности, по данным отчетности по МСФО, рентабельность Группы по EBITDA по итогам 2009 г. выросла до 6,8% (в прежние годы показатель находился в диапазоне 4,0–4,4%). Помогло как активное сотрудничество компании с поставщиками (в частности, доля предоставленных компании скидок в выручке выросла в 2009 г. до 6,3% против 4,4% в 2008 г.), так и использование собственных распределительных центров, из которых в магазины Копейки в настоящее время поставляется почти весь ассортимент товаров, и собственного транспорта, что позволяет оптимизировать транспортные расходы.

- ▶ **Аккуратная финансовая политика.** В настоящее время Копейка рассчитывает поддерживать леверидж на комфортном по отраслевым меркам уровне не выше 3,0х Чистый долг/EBITDA (внутреннее ограничение). Отметим, что за последние годы компания существенно улучшила ситуацию с долговой нагрузкой, умерив кредитное плечо (до 2,7х Чистый долг/EBITDA на конец 2009 года, МСФО, против 4,1х по итогам 2008 г.) и сократив долю краткосрочного долга в портфеле (до 27,3% на 31 декабря 2009 года против 59,0% годом ранее).

Более того, компания продолжает последовательно улучшать структуру долгового портфеля. Так, летом Копейка договорилась со Сбербанком о реструктуризации наиболее крупного кредита объемом 4,0 млрд руб. (начало выплат по основному долгу перенесено на январь 2013 года), а также использовала средства от размещения биржевых облигаций серии 01 на погашение ряда краткосрочных долгов.

- ▶ **Возможная сделка с X5 – источник дополнительного позитива.** X5 – крупнейший по величине оборота ритейлер страны, совокупные активы которого в 7,4 раза превышают показатель Копейки (на конец 2009 года по МСФО). Под управлением X5 находятся свыше 1 500 магазинов (на 30 июня 2010 года), к тому же сеть имеет такого влиятельного акционера, как Альфа-Групп (контролирует 47,9% капитала ритейлера).

Поэтому с фундаментальной точки зрения мы позитивно воспринимаем приобретение Копейки со стороны X5, даже несмотря на то, что сделка, скорее всего, будет профинансирована за счет долга и в краткосрочной перспективе приведет к росту левериджа объединенной компании – по нашим подсчетам, до 3,1х на конец 2010 года (проформа) против 2,1х у X5 на конец 1П10 г. по МСФО.

Разумеется, даже факт получения X5 согласия с стороны ФАС на приобретение Копейки (с условием продажи 24 магазинов) отнюдь не гарантирует, что в конечном итоге сделка состоится (в частности, пока не совсем ясно, насколько легко сторонам удастся договориться о ее ценовых параметрах). Учитывая желание руководства X5 вести в ближайшем будущем более агрессивную инвестиционную политику, мы полагаем, что компания имеет достаточно высокую степень заинтересованности в закрытии сделки. В том же случае, если она сорвется, приобретателем сети, по сообщениям СМИ, может стать американская сеть Walmart; также рассматривается вариант IPO Копейки.

Насколько мы понимаем, в настоящее время ТД «Копейка» не испытывает срочной потребности в привлечении заемных ресурсов. В 2009 году чистый денежный поток группы в операционной деятельности составил 2,8 млрд руб. (мы не ожидаем, что в 2010 году показатель окажется ниже), ее долг за первые 8 месяцев года вырос, по нашим оценкам, на 2,1 млрд руб. При этом капитальные вложения Копейки в текущем году запланированы в объеме 1,6 млрд руб., еще 1,1 млрд руб. ей пришлось потратить в 1-м квартале года на закрытие сделки по выкупу магазинов «Копейка-Поволжье».

Получается, что генерируемых компанией денежных потоков и уже привлеченных средств должно хватить в обозримой перспективе как на инвестиции, так и на выплаты по долгам (до конца текущего года, по данным компании, не более 0,8 млрд руб., в 2011 году – менее 0,7 млрд руб.). Средства от размещения биржевых облигаций серии 02 могут пойти на рефинансирование более дорогих банковских долгов (по которым к тому же в большинстве случаев имеется обеспечение). Другой вариант – готовящийся выкуп половины франчайзинговых магазинов сети, о котором недавно сообщали СМИ (возможная цена вопроса – до 2,0 млрд руб.).

Позиционирование выпуска ТД Копейка БО-02

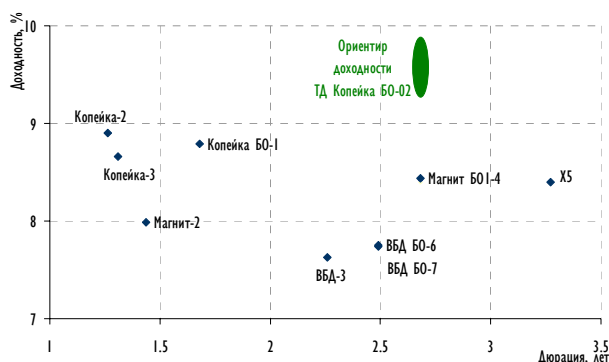
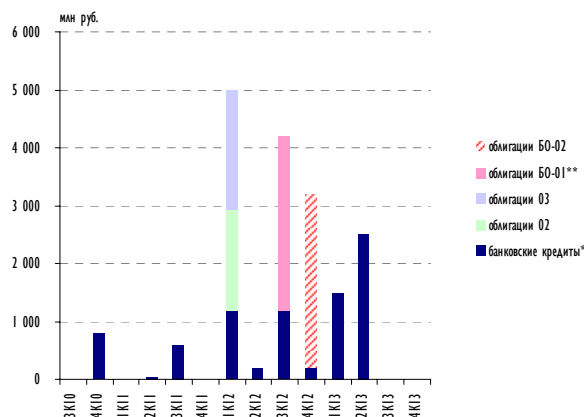


График погашения долгов ТД «Копейка» по кварталам, млн руб.



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

* до даты погашения или ближайшей пролонгации
** оферта

Источник: данные компании, расчеты Газпромбанка

Оценка справедливой доходности выпуска ТД Копейка БО-02, по нашему мнению, должна вестись относительно недавно размещенных биржевых облигаций Магнита аналогичной дюрации (УТМ 8,42% @ сентябрь 2013 г.). Исходя из указанного диапазона ставки купона, премия выпуска Копейки к бумагам Магнита может составить 90–140 б. п. Если принимать в расчет исключительно собственную кредитоспособность Копейки, то премия ее облигаций к бумагам Магнита могла бы, по нашему мнению, составить 150–200 б. п. (учитывая, в частности, более высокий левэридж и меньшие масштабы деятельности). В то же время справедливую доходность долга объединенной компании мы бы видели на уровне 20–30 б. п. выше долга Магнита (опять же в силу большего кредитного плеча).

Принимая во внимание данные соображения и тот факт, что окончательная судьба сделки между Копейкой и X5 пока не известна, мы находим справедливым размещение выпуска ТД Копейка БО-02 по нижней границе указанного интервала – с премией в 90–100 б. п. к выпускам Магнита. В дальнейшем цена бумаги будет определяться, прежде всего, поступающей информацией о ходе переговоров между компаниями.

Основные финансовые показатели ГК «Копейка» по МСФО, млрд руб.

	2006 г.	2007 г.	2008 г.	2009 г.
Выручка	25,4	34,9	47,0	54,9
ЕБИТДА	1,0	1,4	2,1	3,7
Рентабельность по ЕБИТДА, %	4,0%	4,0%	4,4%	6,8%
Чистая прибыль (убыток)	(0,4)	(0,4)	(1,6)	1,6
Чистый операционный денежный поток	0,0	2,0	4,1	2,8
Капитальные вложения	(3,4)	(2,2)	(1,7)	(0,4)
Свободный денежный поток до финансирования	(3,9)	(2,1)	3,2	1,1
Всего активов	15,9	21,0	20,2	25,2
доля нематериальных активов, %	17,9%	10,4%	11,9%	23,4%
Собственный капитал	3,7	3,6	1,9	3,6
Совокупный долг, в том числе	8,0	11,3	9,0	11,6
доля краткосрочного долга, %	35,7%	64,4%	59,0%	27,3%
Денежные средства и эквиваленты	0,7	0,8	0,5	1,5



Показатели				
Долг/Собственный капитал, х	2,2	3,1	4,7	3,3
ЕБИТДА/Проценты, х	2,0	1,6	1,9	1,9
Чистый долг/ЕБИТДА, х	7,2	7,6	4,1	2,7
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	отриц.	отриц.	2,8	11,0

Источник: данные компании, оценки ГПБ

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

Холдинг «Синергия» – привлекательная доходность для облигаций заемщика с кредитными рисками «single-B»

Синергия БО-01

Эмитент **ОАО «Синергия»**Рейтинги,
S&P/Moody's/Fitch **-/-/В**Объем выпуска, млрд
руб. **3,0**Оферта **2 года**Срок обращения **3 года**Ориентир купона **10,0–10,5%**Ориентир доходности **10,3–10,8%**

Синергия – надежный заемщик, представитель «третьего эшелона», прошедший кризисные 2008 – 2009 гг. с незапятнанной кредитной историей. Мы обращаем внимание на следующие привлекательные аспекты кредитного профиля Синергии:

▶ **Прочные рыночные позиции.** Синергия – второй по объемам продаж производитель водки в России с 10%-ной долей рынка. При этом если объемы производства водки и ликероводочных изделий в РФ, по данным Росстата, выросли в 1П10 лишь на 1,1% г/г до 46,1 млн декалитров, то продажи Синергии за аналогичный период прибавили 8,0% (до 4,6 млн дкл), что свидетельствует о постепенном укреплении позиций компании в отрасли.

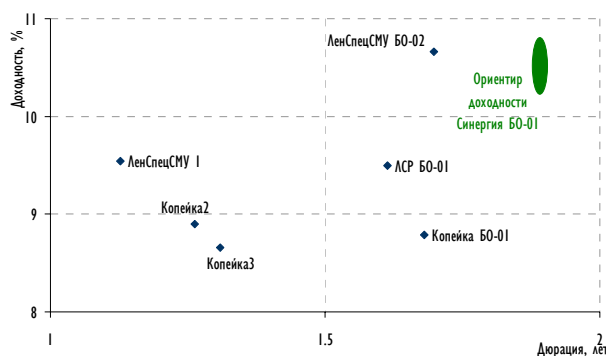
▶ **Устойчивый бизнес.** По итогам 1П10 года (МСФО), 80,6% выручки группы «Синергия» приходится на долю алкогольного сегмента (главным образом, продажи водки), 19,2% – на продуктовый сегмент. Водка – алкогольный напиток, традиционно пользующийся наибольшей популярностью у российского населения, отличающийся при этом достаточно коротким производственным циклом и низкой долей сырья в стоимости конечного продукта (не более 22% для дешевых продуктов и не более 5% – для премиальных, по данным меморандума к размещению).

▶ **Перспективы роста рентабельности.** Продажи наиболее высоко маржинальных брендов в портфеле Синергии – суперпремиальной водки «Veluga» и субпремиальной водки «Мягков» – демонстрируют темпы роста быстрее общегрупповых (+48% и +16% соответственно против +8% для всей группы в 1П10 г.). Росту их продаж способствуют в том числе установление с 1 января 2010 года минимальной цены на водку в 89 рублей за 0,5 литра, а также постепенное расширение присутствия продукции Синергии на зарубежных рынках. Как следствие, валовая рентабельность алкогольного сегмента группы уже в 1-м полугодии 2010 г. продемонстрировала рост – до 36,6% (против 34,2% во 2П09 г. и 33,8% в 1П09 г.).

▶ **Умеренная долговая нагрузка.** На середину 2010 года соотношение Долг/ЕБИТДА группы Синергия составляло 2,1х (МСФО), в планах руководства – доведение показателя за 2 года до отметки в 1,5х. Размещение биржевых облигаций поможет Синергии рефинансировать короткие банковские кредиты, одновременно высвободив основные средства и запасы, заложенные в настоящее время в качестве обеспечения данных долгов.

При всей привлекательности данных аспектов кредитного профиля Синергии стоит держать в голове и существенные риски, связанные с инвестированием в долговые инструменты компании. Так, Синергия функционирует в отрасли с серьезными регулятивными рисками и сталкивается с необходимостью осуществлять существенные акционные платежи в бюджет. Как следствие, даже несмотря на то, что ЕБИТДА холдинга в последние годы демонстрировала положительную динамику, ввиду необходимости инвестирования в оборотный капитал генерируемые Синергией чистые денежные потоки в операционной деятельности были зачастую отрицательными (в 1П10 г. – лишь +41,2 млн руб.). Способность Синергии рассчитываться по своим долгам в последние годы определялась в том числе сохраняющимся доступом компании к рынкам акционерного и заемного капитала; мы полагаем, что в ближайшей перспективе данное положение дел сохранится.

Позиционирование выпуска Синергия БО-01



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Применительно к оценке справедливой доходности выпуска Синергия БО-01, мы предлагаем обратить внимание на 2 выпуска

биржевых облигаций близкой дюрации заемщиков с рейтингами категории «single-B» – Группа АСР БО-01 (УТМ 9,5% @ июль 2012 г.) и ТД Копейка БО-01 (УТМ 8,8% @ июль 2012 г.).

АСР – более крупный заемщик из более высокомаржинального сектора (если принимать во внимание рентабельность по EBITDA). С другой стороны, АСР имеет большее кредитное плечо, а риски строительного сектора на перспективу ближайших лет все равно кажутся нам высокими. Как следствие, справедливую премию облигаций Синергия БО-01 к выпуску АСР БО-01 мы оценили бы на уровне не выше 50 б. п. (соответствует доходности УТР 10,0%).

Позиционирование бумаги Синергии относительно облигаций Копейки – более интересная задача. Напомним, что за день до закрытия книги по выпуску ТД Копейка БО-01, которое приходилось на пятницу, 23 июля, организаторы ориентировали инвесторов на ставку купона в 10,0–10,25% до 2-летней оферты (соответствует доходности УТР 10,4–10,7%). При этом в настоящее время бумага торгуется с доходностью УТР 8,8%. Получается, что с изначального уровня, на который Копейка могла рассчитывать без учета сделки с X5 (10,4%), доходность ее облигаций к настоящему моменту снизилась на 150 б. п. С учетом того, что котировки инструментов рублевого долгового рынка в последние 2 месяца находились преимущественно в боковом тренде, напрашивается вывод о том, что вклад сделки с X5 в данное снижение доходности облигаций Копейка БО-01 составляет более 100 б. п. (некоторая часть приходится также на фактор сокращения бумаги дюрации на 2 месяца).

Исходя из данных рассуждений, мы можем предположить, что на сегодняшний день доходность облигаций Копейка БО-01 могла бы составить 9,8–10,0%, если не принимать в расчет возможность поглощения сети со стороны X5. Копейка сопоставима с Синергией по величине активов, имея при этом больший леверидж и меньшую операционную рентабельность. С другой стороны, Копейке на протяжении последних 2 лет удается добиваться положительных свободных денежных потоков, к тому же платежи по ее долгам в настоящее время лучше растянуты по времени. Исходя из данных соображений, справедливую премию бумаги Синергия БО-01 к выпуску Копейка БО-01 (без учета фактора сделки с X5) мы оценили бы на уровне в 0–50 б. п., что соответствует доходности в 10,0–10,30% для бумаги Синергии.

Суммируя все вышесказанное, размещение облигаций Синергия БО-01 кажется нам на сегодняшний день справедливым с доходностью на уровне нижней границы обозначенного организаторами диапазона – или даже чуть ниже ее.

Основные финансовые показатели ГК «Синергия» по МСФО, млрд руб.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	ІПІО г.
Выручка	11,4	16,7	18,1	8,9
ЕВІТДА	1,7	2,2	3,1	1,5
Рентабельность по EBITDA, %	15,1%	13,0%	17,2%	16,4%
Чистая прибыль	0,9	1,3	1,1	0,8
Чистый операционный денежный поток	(0,9)	0,6	(1,2)	0,0
Капитальные вложения	(0,5)	(0,6)	(0,2)	(0,1)
Свободный денежный поток до финансирования	(3,8)	(1,4)	(1,4)	0,0
Всего активов	14,6	19,5	20,5	20,5
доля нематериальных активов и гудвилла, %	20,7%	25,6%	26,6%	26,5%
Собственный капитал	7,1	8,3	10,4	11,3
Совокупный долг, в том числе	3,7	7,1	6,2	6,3
доля краткосрочного долга, %	37,4%	86,4%	58,3%	40,6%
Денежные средства и эквиваленты	0,4	0,9	0,7	0,5
Показатели				
Долг/Собственный капитал, х	0,5	0,9	0,6	0,6
ЕВІТДА/Чистые процентные расходы, х	3,8	3,9	2,8	4,0
Чистый долг/ЕВІТДА, х	1,9	2,9	1,8	1,8
Долг/Свободный денежный поток до финансирования, х	отриц.	отриц.	отриц.	отриц.

Источник: данные компании, оценки ГПБ

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)



Банк «Русский Стандарт» – долгожданное предложение долга, пусть и вторичное

Банк Русский Стандарт 07	
Эмитент	ЗАО «Банк Русский Стандарт»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	B+/Ba3/B+
Объем выпуска, млрд руб.	3,0
Цена размещения, % от номинала	100,3–99,9%
Срок обращения	1 год
Ставка купона до погашения	7,5%
Ориентир доходности	7,3–7,8%

Банк Русский Стандарт (БРС) – прекрасно известный инвесторам заемщик, который последний раз проводил первичное размещение своих публичных долгов достаточно давно – летом 2007 года. На протяжении последних 2 лет организация в отношении рынков капитала сфокусировалась исключительно на погашении уже выпущенных облигаций, используя для этого все доступные источники.

С фундаментальной точки зрения мы пока не можем сделать вывод о том, что восстановление потребительской активности в стране и спроса со стороны населения на кредиты в ближайшие годы – вопрос однозначно решенный. Как минимум, можно обратить внимание на возросшую склонность населения к сбережениям (на что указывает как официальная статистика, так и продолжавшийся на протяжении последних месяцев приток средств физлиц в депозиты). Однако мы полагаем, что на горизонте 1 года способность организации рассчитываться по своим долгам в большей степени определяется даже не глобальным положением дел в секторе, а ее умением решать стоящие перед ней краткосрочные задачи и вовремя привлекать необходимые денежные ресурсы.

Мы выделяем следующие аспекты кредитного профиля Банка Русский Стандарт на перспективу ближайшего года:

- ▶ **Достаточно прочные позиции в ключевом сегменте деятельности.** В кризис БРС несколько переосмыслил свою стратегию кредитования, сконцентрировав основное внимание на сегменте кредитных карт (48,9% совокупного кредитного портфеля (gross) организации на 30 июня 2010 г. по МСФО). В настоящее время даже несмотря на агрессивную экспансию со стороны других игроков (в частности, госбанков) организации удается удерживать свое лидерство в данном сегменте (с 35%-ной долей рынка по итогам 2-го квартала 2010 года, по данным самого БРС), в том числе благодаря предложению более инновационных продуктов. Отметим, что одновременно с этим БРС сохраняет за собой право эксклюзивного выпуска и обслуживания на территории РФ карт American Express (насколько нам известно, с точки зрения эквайринга данные карты более прибыльны для банка, чем Visa или MasterCard).
- ▶ **Объемы розничного кредитования демонстрируют признаки восстановления.** На проходившей недавно телеконференции, посвященной итогам 1П10 г. по МСФО, руководство БРС заявило о том, что портфель POS-кредитов организации растет с июня, портфель кредитных карт – с августа. Разумеется, пока трудно судить о том, насколько устойчивым окажется данный рост и удастся ли ему преломить нисходящий тренд объема розничного кредитного портфеля банка (по РСБУ в помесечном сопоставлении наблюдается с октября 2008 года). Тем не менее, даже появление намеков на восстановление кредитной экспансии БРС мы склонны воспринимать позитивно.
- ▶ **Качество кредитов – под контролем.** БРС уже давно присутствует в сегменте розничного кредитования, что позволило организации хорошо «отточить» внутреннюю систему риск-менеджмента. БРС традиционно создает масштабные резервы и списывает за их счет существенную часть проблемных кредитов. При этом доходность кредитных операций банка столь высока (по нашим подсчетам, чистая процентная маржа в 16,3% по итогам 1П10 г. по МСФО), что, даже несмотря на активное аккумулирование резервов, банку, как правило, удается функционировать с прибылью (исключением стал лишь наиболее тяжелый 2009 год). Закономерно, что уровень NPL, находящих отражение на балансе банка по МСФО, минимален – лишь 3,1% портфеля на конец 1П10 г.
- ▶ **Ликвидность банка позволяет не беспокоиться за выплаты по его долгам в ближайшее время.** На 30 июня 2010 года кумулятивный избыток ликвидности БРС на горизонте до 1 года, согласно данным МСФО, составлял 21,4 млрд руб., что должно обеспечить своевременное исполнение банком своих обязательств, в том числе по публичным долгам, в обозримом будущем.

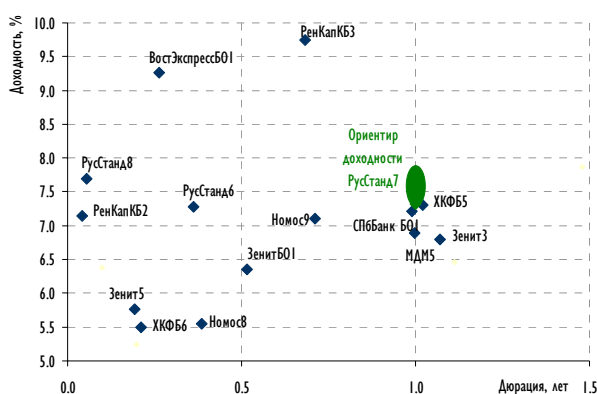
Разумеется, существует определенный риск того, что данный излишек ликвидности может быть использован акционерами БРС в своих интересах: так, можно вспомнить о выплате 1,4 млрд руб. промежуточных дивидендов по итогам 1П10 г. или факт выкупа банком в июле 14,5% акций своего главного акционера – ЗАО «Компания Русский Стандарт» – за 6,5 млрд руб. Однако, на наш взгляд, масштаб данных выплат не несет угроз для операционной деятельности банка. К тому же, как пояснило руководство БРС во время недавней телеконференции, сделка по выкупу акций материнской компании была во многом технической и не привела к реальному оттоку денежных средств из банка; в будущем проведение аналогичных сделок пока не планируется.

График погашения долгов Русского Стандарта в ближайшие месяцы выглядит несколько насыщенным. Из облигаций серии 07 в рынке находится бумаг всего на 0,2 млрд руб., поэтому ближайшая oferta по ним в любом случае не приведет к существенному оттоку ликвидности из банка. Однако уже в октябре состоится погашение выпуска RSB 10 (441,6 млн дол., или порядка 13,7 млрд руб. по курсу ЦБ) и oferta по рублевой бумаге БРС 08 (в рынке бумаг на 2,1 млрд руб.). К тому же по субординированной бумаге RSB 15 (0,2 млрд дол., или 6,2 млрд руб.) в декабре 2010 года банком может быть исполнен ком-опцион.

Тем не менее, организация уже сейчас располагает ликвидными активами на осуществление данных выплат (на 1 августа по РСБУ сумма денежных средств банка, остатков на его корсчетах в других банках и вложений в ликвидные долговые бумаги превысила 24,7 млрд руб.). Средства от вторичного размещения облигаций серии 07 могут быть использованы БРС как для наращивания кредитной активности, так и (один из вариантов) на дополнительное накопление ликвидности в преддверии возможного участия БРС в проекте создания Почтового банка (первоначальный взнос, по словам главы ВЭБа Владимира Дмитриева, со стороны участника должен составить 6,0 млрд руб.).

Справедливую доходность выпуска облигаций БРС-07 при вторичном размещении мы считаем наиболее

Позиционирование выпуска БРС-07



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

правильным определять относительно выпуска ХКФ Банк-05 (УТР 7,3% @ октябрь 2011 г.) аналогичной дюрации. Из двух организаций ХКФ Банк в настоящее время нравится нам несколько больше в силу меньших отчислений в резервы (стоимость риска в 4,2% по итогам 1П10 г., МСФО, против 5,5% у БРС), генерирования более существенных объемов прибыли, чуть лучшей динамики кредитного портфеля (+2,5% за 2-й кв. 2010 г. по МСФО против -5,4% у БРС). Однако на горизонте 1 года мы оценили бы премию долга БРС к облигациям ХКФ Банка на уровне не больше 20–30 б. п. Как следствие, вторичное размещение выпуска БРС-07 представляется нам справедливым с доходностью ближе к середине – верхней границе указанного организаторами диапазона.

Основные финансовые показатели Банка Русский Стандарт по МСФО, млрд руб.

	2007 г.	2008 г.	2009 г.	1П10 г.
Чистые процентные доходы	44,1	37,5	20,7	9,9
Чистые комиссионные доходы	2,3	-0,4	0,2	0,2
Операционная прибыль	49,3	37,1	20,1	11,3
Операционные расходы	(18,2)	(17,9)	(13,2)	(6,4)
Резервы	(18,6)	(9,8)	(12,5)	(2,7)
Чистая прибыль	9,5	7,4	(4,5)	1,8
Денежные средства и эквиваленты	22,2	48,6	12,6	12,5
Ценные бумаги	0,0	4,7	16,0	16,1
Нетто кредитный портфель	160,1	144,7	93,0	83,7
Задолженность перед ЦБ	0,0	48,4	15,6	1,0
Задолженность перед другими банками	25,1	9,1	0,0	0,3
Средства клиентов	20,2	19,9	26,8	41,0
Долговые ценные бумаги	112,1	90,8	42,7	30,1
Субординированный долг	9,8	11,8	22,2	22,8
Собственный капитал	35,1	38,5	29,5	30,6
Всего активов	208,8	224,8	140,1	128,4
Ключевые показатели				
Чистая процентная маржа (NIM, %)	22,8%	19,9%	13,4%	16,3%
Чистый процентный спред (NIS, %)	21,7%	19,3%	12,7%	14,7%
Стоимость риска (%)	10,5%	6,0%	9,8%	5,5%
Расходы/доходы (%)	36,8%	48,1%	65,6%	56,3%
Нетто кредитный портфель/Депозиты (%)	791,3%	726,0%	346,5%	204,0%
NPL/Кредиты (%)	5,5%	3,2%	5,4%	3,1%
Резервы/Кредиты (%)	8,2%	5,6%	9,2%	7,7%
Капитал/Активы (%)	16,8%	17,1%	21,1%	23,8%
Денежные средства/Активы (%)	10,6%	21,6%	9,0%	9,7%

Источник: данные банка, оценки Газпромбанка

Юрий Тулинов
Yury.Tulinov@gazprombank.ru
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44

Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёжкин, CFA
+7 (495) 980 43 10
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17
Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Потребительский сектор

Рустам Шихамедов
+7 (495) 428 50 69

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Юлия Мельникова
+7 (495) 980 43 81

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+ 7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+ 7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Мионов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина
+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак

Роберто Пещименти

Трејдинг

Елена Капица
+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук
+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Максим Шашенков
начальник департамента
+7 (495) 988 23 24
Maxim.Shashenkov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Константин Шалшаров
директор
+7 (495) 983 18 11

Евгений Терещенко
+7 (495) 988 24 10

Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский
+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодикина
+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Трејдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11

Андрей Чичерин
директор
+7 (495) 983 19 14

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации. Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.