

1 июня 2012 г.

На фоне текущего негатива со внешних площадок немногие эмитенты готовы выходить на первичный рынок. Интересно, что Металлинвестбанк даже пробует разместить дебютный выпуск на 1,5 млрд руб., правда, пойдя на уступки и предложив вслед за СМП-Банком полугодовую оферту. Синергия не новичок на долговом рынке и планирует занять 2 млрд руб., продержав книгу открытой всего 1 день – сегодня.

Учитывая нынешнюю конъюнктуру, на наш взгляд, оба выпуска смотрятся не очень интересно, однако по Металлинвестбанку мы ждем презентацию, которая должна пройти в среду на следующей неделе.

## Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Синергия, БО-03 <b>NEW</b>	-/B	Да	2 000	1 июня	6 июня	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	-	аморт. 2,3	от 11,4%
Металлинвестбанк, 01 <b>NEW</b>	B2/-	Да	1 500	15 июня	19 июня	9,75-10,25%	-	0,5 / 5	от 10,2%
Еврооблигации, аукционы, book building									
Глобэкс ЕСП	-/BB/BB	-	2 млрд USD*	n/a	n/a	n/a	n/a	- / 1	n/a
Итоги последних размещений									
Выпуск	Рейтинг, M / 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
Облигации, аукционы, book building									
СМП Банк, 01	B3/-	Да	3 000	25 май	29 май	10,0-10,5%	-	10,25%	0,5 / 5
Липецкая область, 34007	-/BB/-	Да	2 500**	29 май	1 июня	8,75-9,25% / 8,94-9,46%	-	9,0% / 9,2%	аморт. 2,62

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

\*\*по факту размещено бумаг на 1,1 млрд руб.

## Комментарии к первичным размещениям

### **NEW** Синергия (-/B):

Новые облигации Синергии при текущей напряженной конъюнктуре если найдут интерес, то, скорее всего, у ограниченного круга инвесторов (готовых принять, в том числе и риски водочной отрасли), для которых привлекательной будет доходность ближе к верхней границе озвученного диапазона.

### **NEW** Металлинвестбанк (B2/-/-):

С такой же полугодовой офертой на днях закрыл книгу СМП Банк (B3/-/-). На наш взгляд, учитывая масштабы бизнеса обоих банков, акционерную структуру и текущую конъюнктуру, участие в займе Металлинвестбанка может быть интересно разве что по верхней границе диапазона.

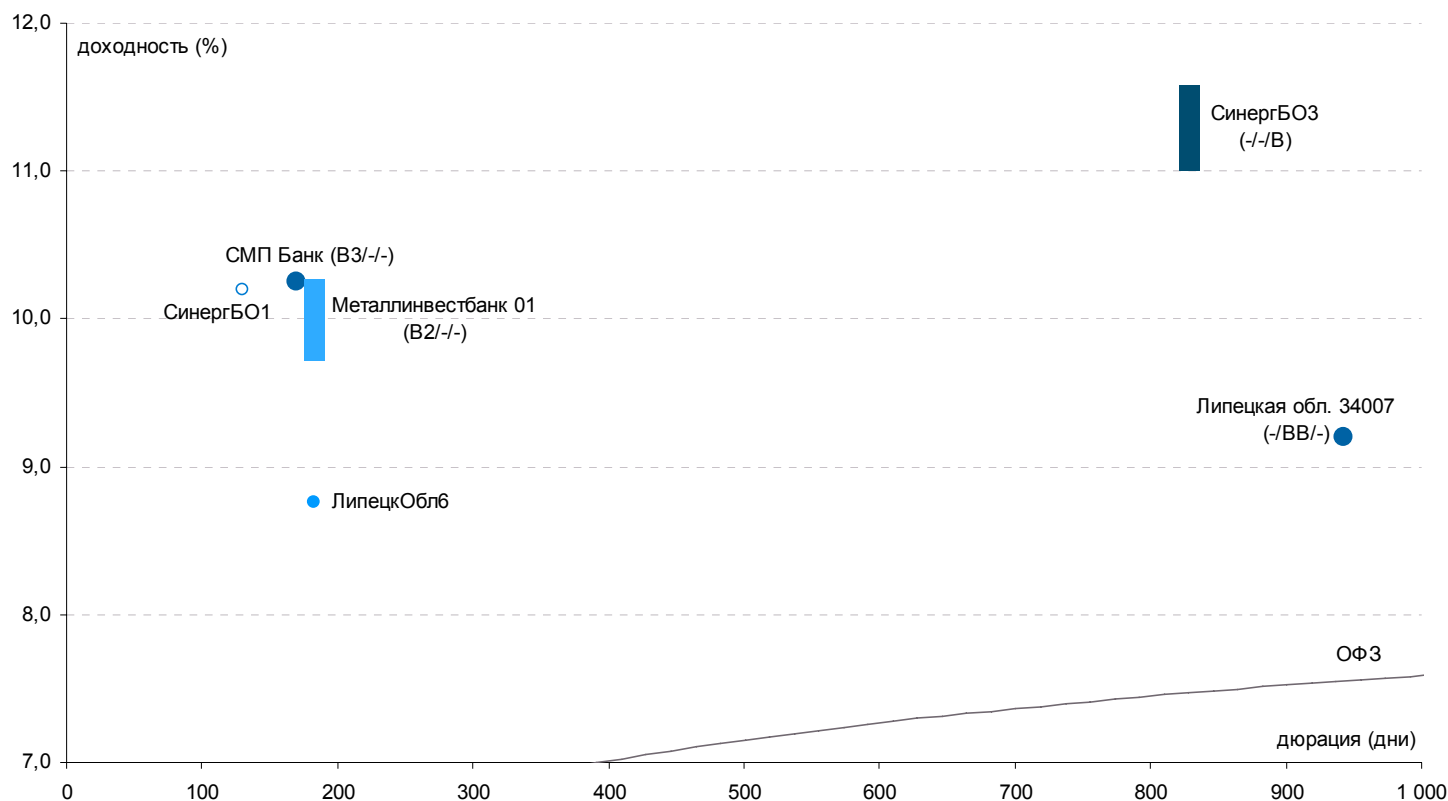
## Итоги последних размещений:

На этой неделе разместились СМП-Банк (B3/-/-) и Липецкая область (-/BB/-).

У первого эмитента выпуск был дебютный, поэтому то, что ему удалось вывести на рынок заем по ставке купона 10,25% (середина предложенного диапазона), несмотря на ухудшающуюся конъюнктуру, можно считать успехом.

Попытка Липецкой области удалась ей не в полной мере, поскольку спрос нашелся только на 1,11 млрд руб. при заявленных 2,5 млрд руб. При этом ставка купона была установлена по середине индикатива на уровне 9% годовых.

## Распределение доходностей бумаг эмитентов



Источник: ММВБ

## Комментарии:

**NEW Синергия (-/-/В)**

**Событие.** Группа Синергия в течение только сегодняшнего дня проведет сбор заявок на 3-летние биржевые облигации серии БО-03 объемом 2 млрд руб. Размещение намечено на 6 июня 2012 г. Индикатив купона находится в диапазоне 10,75-11,25% годовых, что соответствует доходности 11,04-11,57% годовых при дюрации 2,3 года. Отметим, что по выпуску нет промежуточной оферты, но предусмотрена амортизационная схема погашения номинала: по 25% в июне и декабре 2014 г., оставшиеся 50% - в июне 2015 г. Облигации соответствуют критериям Ломбарда ЦБ.

**Комментарий.** Отметим, что эмитенты из потребсектора давно не выходили на первичный рынок, а количество обращающихся бумаг весьма ограничено и при этом они неликвидны, в том числе и выпуск Синергии серии БО-1 (УТР 10,2%/126 дн.). Поэтому новые облигации Синергии могли бы стать хорошей возможностью разнообразить портфель ценных бумаг представителем из данной отрасли.

В то же время момент выхода на рынок, на наш взгляд, вряд ли можно назвать удачным, учитывая весь негатив, преобладающий в отношении рублевых активов. Даже довольно высокий уровень ставки купона, предложенный эмитентом, в настоящее время с трудом сможет изменить отношение инвесторов к рисковому активу. Отметим, что на этой неделе свои облигации размещала Липецкая область (серии 34007), но вряд ли ее попытку выйти на первичный рынок можно считать успешной, поскольку из всего заявленного объема 2,5 млрд руб. спрос на бумаги нашелся только на 1,1 млрд руб. при ставке купона 9% годовых (индикатив находился в диапазоне 8,75-9,25% годовых).

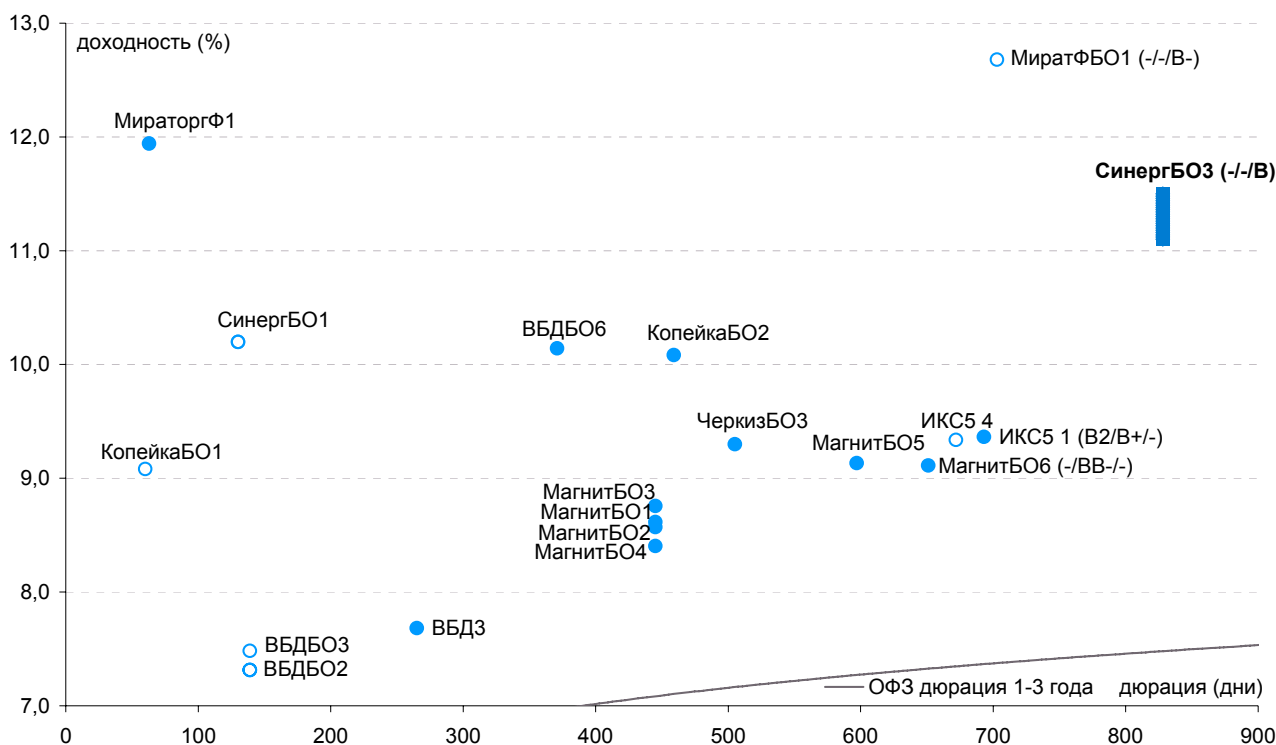
На наш взгляд, отсутствие промежуточной оферты по новым бумагам Синергии также может не устроить многих инвесторов, поскольку, даже несмотря на амортизацию номинала, срочность бумаги все-таки остается 3 года.

Учитывая все выше перечисленное, мы считаем, что биржевые облигации Синергии серии БО-3 в текущих условиях, если найдут интерес, то, скорее всего, у ограниченного круга инвесторов, готовых принять риски водочной отрасли, для которых привлекательной является доходность ближе к верхней границе обозначенного индикатива.

Что касается кредитного качества Группы Синергия, то оно, исходя из отчетности за 2011 г. по МСФО,

было удовлетворительным, а долговая нагрузка находилась на приемлемом уровне. Компания демонстрирует хорошую динамику роста бизнеса за счет активной экспансии на рынке крепкого алкоголя. Но за рост масштабов эмитенту пришлось «пожертвовать» своей прибыльностью (EBITDA margin составила 12,9% против 15,8% в 2010 г.). Операционный денежный поток был отрицательным («-795 млн руб.») на фоне активных инвестиций в оборотный капитал (был покрыт имевшимся запасом денежных средств на счетах). Долговая нагрузка группы была невысокой: метрика Долг/EBITDA – на уровне 1,7х, а Чистый долг/EBITDA – 1,3х. (см. наш более детальный комментарий к отчетности Синергии за 2011 г. по МСФО: [http://www.nomos.ru/upload/iblock/22d/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_11\\_04\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/22d/NOMOS_daily_debt_markets_11_04_2012.pdf)).

Распределение доходностей субфедеральных и муниципальных облигаций (24.05.2012 г.)



Александр Полютков

**NEW** Металлинвестбанк (В2/-/-)

**Событие.** Металлинвестбанк 29 мая открыл книгу заявок инвесторов на приобретение облигаций серии 01 объемом 1,5 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона облигаций установлен в диапазоне 9,75-10,25% годовых. Заявки будут приниматься до 15 июня включительно. Техническое размещение бумаг запланировано на 19 июня.

**Комментарий.** На помним, что с похожей структурой выпуска на днях закрыл книгу СМП-Банк ([http://www.nomos.ru/upload/iblock/b47/primary\\_25052012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/b47/primary_25052012.pdf)), который в 2 раза крупнее Металлинвестбанка, однако на 1 ступень уступает по рейтингу текущему эмитенту (см.таблицу ниже). У обоих банков акционерная структура усилена: в случае СМП Банка – в качестве конечных бенефициаров выступают братья Аркадий и Борис Ротенберги, у Металлинвестбанка – председатель совета директоров Объединенной Металлургической Компании Анатолий Седых.

Структура баланса обоих банков достаточно схожа – в активах кредитный портфель занимает меньше 50%, при этом существуют довольно серьезные вложения в финансовые активы. В пассивах существенную роль играют средства клиентов. Среди важных моментов отметим, что у Металлинвестбанка эффективность деятельности заметно выше. При этом, оглядываясь на уровень резервирования – 12,9%, некоторые вопросы вызывает качество кредитного портфеля, однако уровень NPL (90+) банк не раскрывает. В качестве положительного момента отметим высокий уровень достаточности капитала – по МСФО на конец 2011 года 15,4%, по РСБУ на 1 мая 2012 года – 14,15%.

Как и в случае с СМП Банком, при определении доходности мы бы ориентировались не на эффективную, а на простую доходность ввиду совпадения срока одного купона и оферты, которая составляет 9,75-10,25%. Таким образом, верхняя граница диапазона совпадает с уровнем размещения СМП Банка. Несмотря на разницу в рейтингах, учитывая информационную закрытость ОМК и более скромные

масштабы бизнеса, на наш взгляд, при текущей конъюнктуре участие в займе интересно все же ближе к верхней границе диапазона.

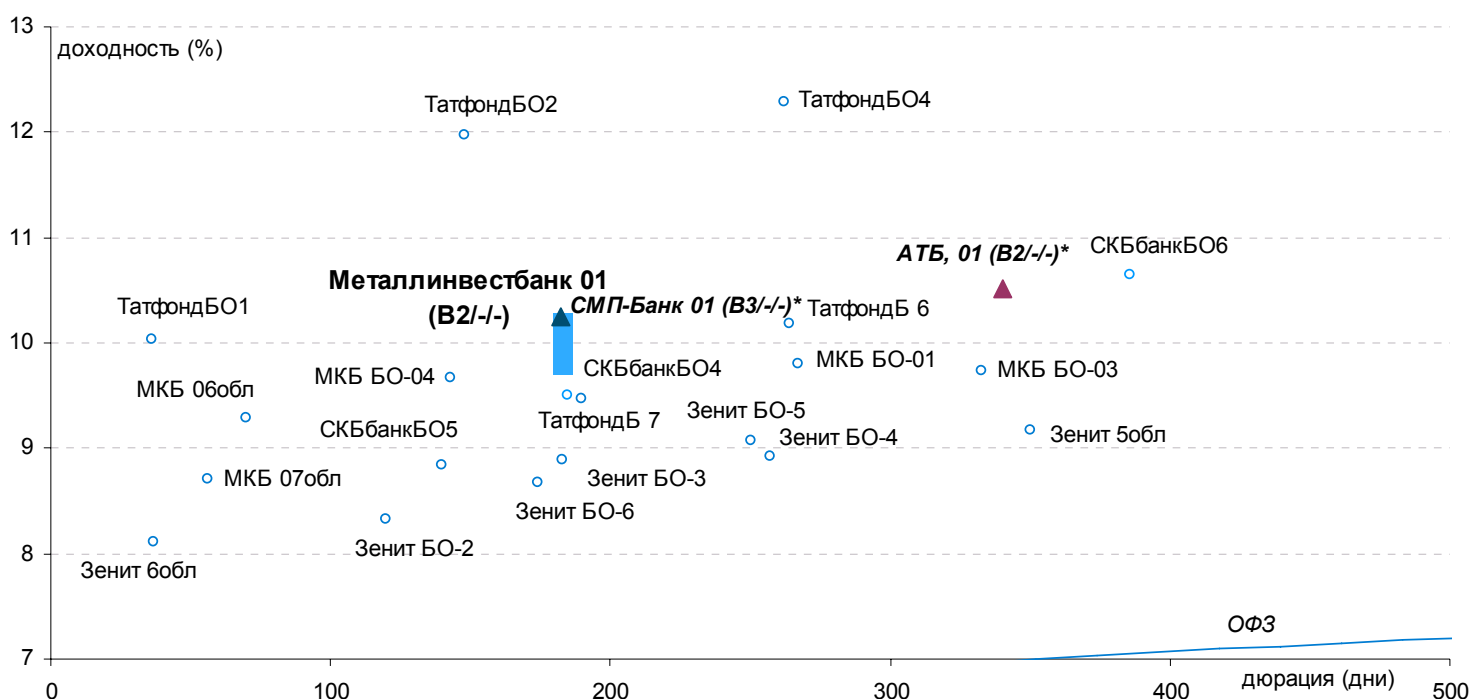
Финансовые показатели банков по МСФО

млрд руб.	Металл-инвест-банк	АТБ	Татфонд-банк	СКБ-Банк	СМП Банк	МКБ	ЗЕНИТ
Рейтинги (M / S&P / F)	B2/-/-	B2/-/-	B2/-/-	B1/-/B	B3/-/-	B1 / - / B+	Ba3/- /B+
Показатели отчетности	2011	2011	6м2011	2011	2011	2011	2011
Активы	52	61	67	109	115	232	247
Кредиты (net)	23	39	44	69	54	159	164
Кредиты (gross)	27	41	н/д	74	57	164	175
доля в активах	45,1%	65,2%	65,7%	63,3%	47,1%	68,4%	66,6%
NPL (>90 дн.)*	н/д	5,8%	4,4%	7,0%	2,5%	1,1%	3,9%
уровень резервов*	12,9%	4,4%	н/д	7,1%	5,1%	2,9%	6,0%
Резервы / NPL (>90 дн.)	н/д	0,6	2,7	1,0	2,0	2,6	1,6
Кредиты / средства клиентов	0,81	0,9	1,3	0,8	0,6	1,1	1,2
Вложения в финансовые активы	11	10	9	13	28	25	24
доля в активах	20,6%	16,3%	13,4%	11,8%	24,3%	10,7%	9,6%
Средства клиентов	29	46	33	83	85,56	147	142
доля в активах	55,4%	76,6%	49,3%	76,2%	74,5%	63,1%	57,7%
Коэффициент достаточности общего капитала	15,4%	16,8%	13,4%	13,2%	11,3%	14,4%	13,9%
Чистые процентные доходы (до резервов)	2	5	н/д	7	1	9	7
Прибыль	1	2	0,1	1	1	4	3
Качественные показатели деятельности	2011	2011	6м2011	2011	2011	2011	2011
Рентабельность собственных средств (RoAE)	17,4%	30,9%	2,1%	13,6%	12,7%	19,7%	10,9%
Рентабельность активов (RoAA)	2,1%	4,3%	0,2%	1,0%	1,2%	2,0%	1,1%
NIM	4,3%	10,7%	2,8%	8,1%	1,3%	5,0%	4,1%
C / I	46,6%	50,5%	н/д	54,7%	60,3%	39,8%	58,0%

\* для АТБ данные даны только по кредитному портфелю, без учета лизинга

Источники: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора (средневзв.)



\* справочно: уровни недавних размещений

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 Волков, CFA

Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин

Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Игорь Нуждин

Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов

Tremasov\_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova\_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/****Потребсектор**

Евгений Голосной

Golosnoy\_EA@nomos.ru

**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 Полютков**

Polyutov\_AV@nomos.ru

**Елена Федоткова**

Fedotkova\_EV@nomos.ru

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