

5 мая 2012 г.

В период между майскими праздниками торговая активность на первичном рынке минимальна. На локальном рынке в списке размещений значится лишь КБ Ренессанс Капитал, открытие книги по которому обозначено как 2 квартал. Вместе с тем, российские эмитенты продолжают привлекать средства на рынке евробондов. Так, сейчас проводится road show на бонды АФК Система и планируется с 9 мая продажа бумаг РСХБ. Ориентиры по ним на текущий момент не известны, однако наши оценки возможных уровней размещения в комментариях.

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
КБ Ренессанс Капитал, БО-2	B2/B/B	да	4 000	2 квартал		12,25-12,75%/12,63-13,1%	n/a	2 / 3	от 12,63%

Еврооблигации, аукционы, book building

NEW АФК Система	Ba3/BB/BB-	-	300-400 mln USD	road-show со 2 мая		n/a	n/a	10	270-300 б.п к суверенной кривой
NEW РСХБ	Baa1-/BBB	-	n/a	road-show 9-15 мая		n/a	n/a	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

Домашние деньги, 01	-/-	нет	1 000	28 апр	3 май	19%/19,90%	n/a	19/19,9%	1 / 3
Волгоградская обл., 11	-/-/BB-	да	5 000	аукцион	4 май	9,0-9,5% (сниж.) / 8,97% - 9,51%	n/a	8,99/8,98%	амортиз. / 2,66

Ис точники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс, собственные данные

Комментарии к первичным размещениям

NEW АФК Система (Ba3/BB/BB-)

Рекомендуем принять участие в размещении еврооблигаций при спрэде к суверенной кривой порядка 270-300 б.п., что в том числе предоставит неплохую премию к бумагам «дочерней» МТС.

NEW РСХБ (Baa1-/BBB)

На наш взгляд, вполне логично было бы ожидать 7-летнее предложение от банка на уровне от 9,0% и выше. В целом, кривая рублевых инструментов РСХБ на рынке еврооблигаций уже сформировалась.

Итоги последних размещений:

Самым интересным размещением прошлой недели стал дебют компании Домашние Деньги, которая разместила 1 млрд руб. на 1 год со ставкой купона в 19% годовых. Такое размещение может стать знаковым для компаний третьего эшелона, которые готовы на щедрую премию.

Комментарии:

NEW АФК СИСТЕМА

Событие. Вчера АФК «Система» начала серию встреч с инвесторами, посвященную размещению долларовых евробондов корпорации. Компания обсуждает возможность размещения 10-летних бумаг на сумму 300-400 млн долл.

Комментарий. Напомним, что в настоящее время у АФК нет в обращении еврооблигаций. Однако неплохо торгуются бумаги телекоммуникационной «дочки» - МТС-20 (YTM 6,0%/2166 дн.), чья доходность формирует спрэд к суверенной кривой порядка 230-240 б.п. На рынке рублевых облигаций премия Системы к МТС сейчас минимальная (до 15 б.п.), что не вполне оправдано, учитывая их различия в кредитном качестве и дополнительные риски материнской структуры, связанные с инвестициями в «развивающиеся» активы (справедливый спрэд, по нашим оценкам, может составлять 20-30 б.п.).

В то же время отметим, что во второй декаде апреля этого года свои 5-летние евробонды разместили: Распадская (B1/-B+) с доходностью 7,75% годовых и Евраз (Ba3/B+/BB-) – под 7,4% годовых. Причем, наиболее показательными могут стать итоги размещений Евраза с премией 410-420 б.п. к суверенной кривой, учитывая сопоставимость уровня рейтингов с АФК. Сейчас бумаги Evraz-17 торгуются чуть выше номинала (100,85%), что определяет доходность на уровне 7,19% годовых. Вместе с тем, по масштабам бизнеса и кредитному качеству, а также комфортности отрасли для инвестирования Система превосходит Евраз, что предполагает заметный дисконт к бумагам последнего.

Финансовые показатели сравниваемых компаний

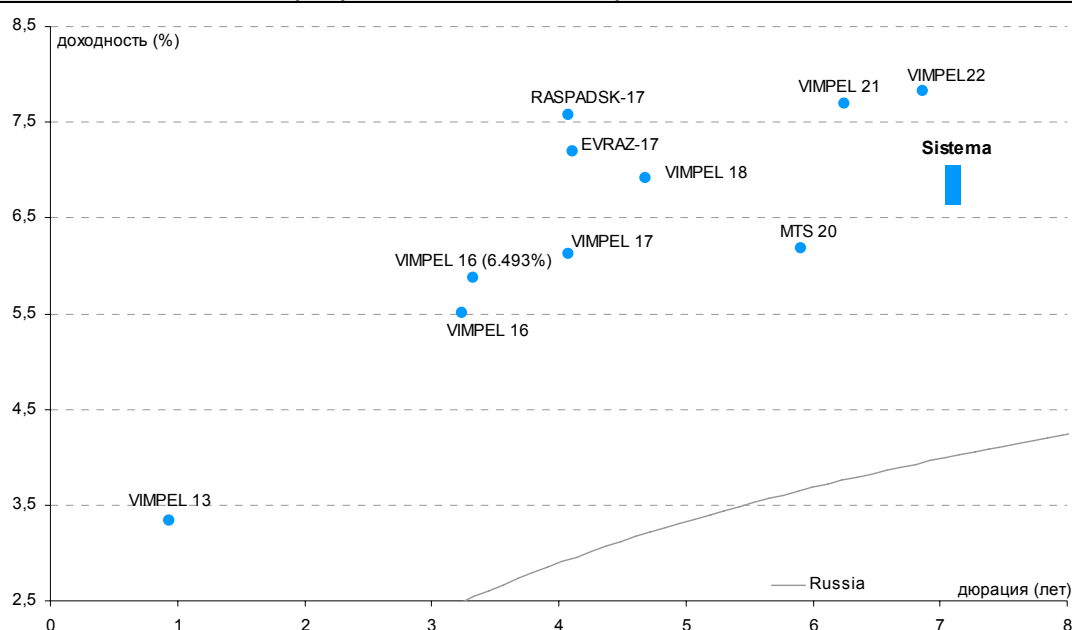
млн долл.	АФК Система (US GAAP)			Evraz (МСФО)		
	2010	2011	Изм., %	2010	2011	Изм., %
Выручка	26 811	32 981	23.0	13 394	16 400	22.4
OIBDA	7 165	7 223	0.8	2 350	2 898	23.3
Маржа, %	26.7	21.9		17.5	17.7	
Чистая прибыль	919	218	-76.3	548	461	-15.9
Чистый долг	13 138	13 486	2.7	7 171	6 435	-10.3
Чистый долг/OIBDA	1.83	1.87	0.04	3.05	2.22	-0.83

Источники: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

(См. наш комментарий к отчетности АФК «Система» за 2011 г.: http://www.nomos.ru/upload/iblock/e24/NOMOS_daily_debt_markets_27_04_2012.pdf).

Принимая во внимание уровень доходности евробондов МТС и необходимую к ним премию для бумаг АФК, а также итоги размещения евробондов Евраза, мы считаем, что спрэд к суверенной кривой для новых еврооблигаций Системы может составить 270-300 б.п.

График доходности еврооблигаций



Александр Полютков

NEW РСХБ (Ваа1/-/BBB)

На наш взгляд, вполне логично было бы ожидать 7-летнее предложение от банка на уровне от 9,0% и выше. В целом, кривая рублевых инструментов РСХБ на рынке еврооблигаций уже сформировалась.

Событие. Россельхозбанк проведет 9-15 мая road show рублевых евробондов.

Комментарий. Отметим, что в этом году РСХБ не первый раз выходит на рынок еврооблигаций с рублевым выпуском. Так, РСХБ в середине февраля разместил 5-летние евробонды на 10 млрд руб. с доходностью 8,625% годовых. В настоящее время заем торгуется с YTM 8,48% годовых. Ранее размещенные рублевые LPN с погашением в 2013 и 2016 годах обращаются с YTM 6,9% и YTM 7,91% соответственно.

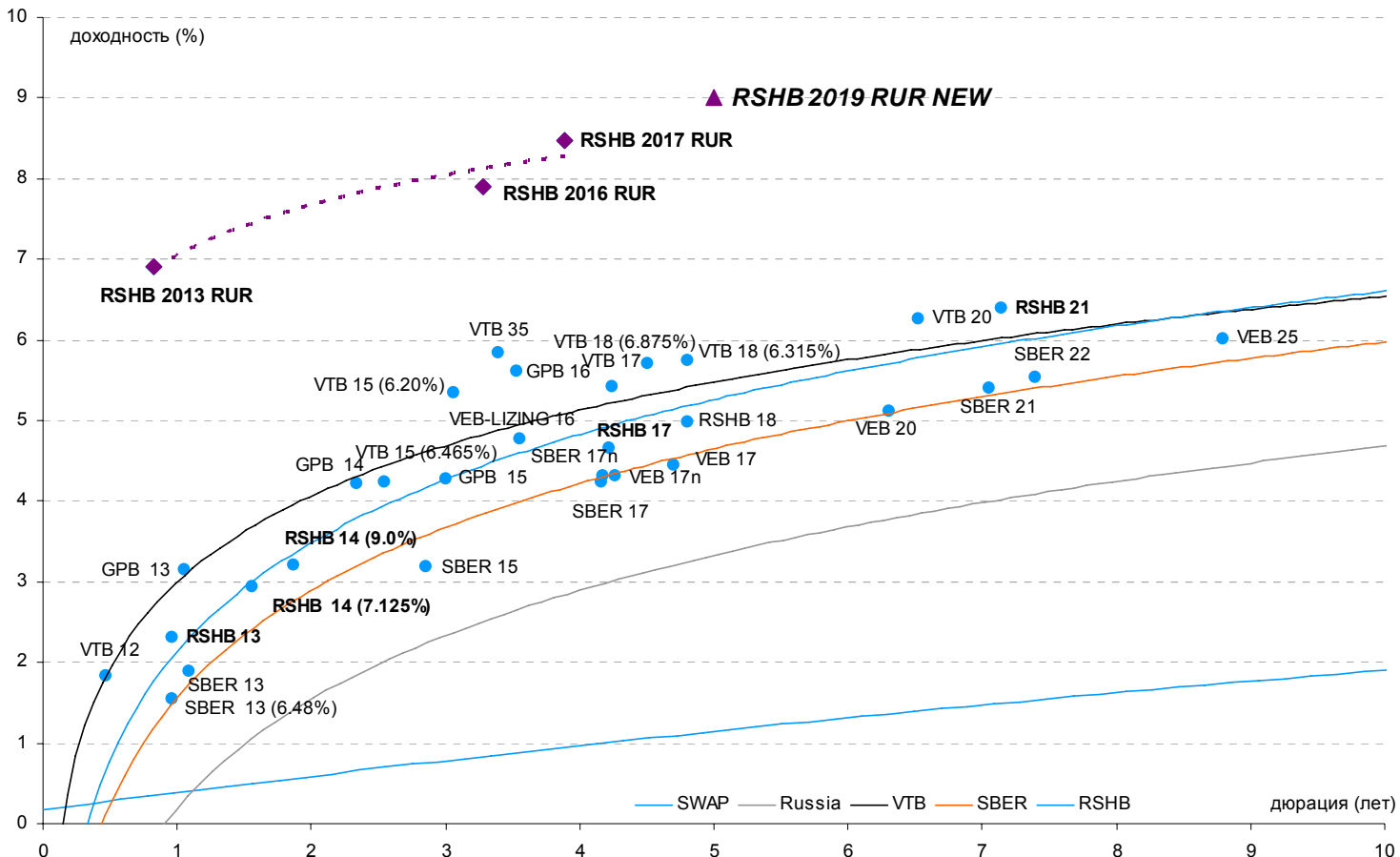
На наш взгляд, судя по представленным продуктам, наиболее целесообразно эмитенту было бы выходить с 7-летним займом, тем более не так давно протестировали эту срочность крупные частные банки. Исходя из сложившегося уже на рынке ориентира доходности по рублевым бумагам РСХБ, можно было бы ожидать уровень размещения от 9,0% годовых. При этом премия, предложенная к данному уровню, позитивно повлияла бы на ликвидность бумаг банка.

Финансовые результаты банков по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	Сбербанк		ВТБ		ГПБ		РСХБ	
	2011	Изм-е за 2011г	2011	Изм-е за 2011г	2011	Изм-е за 2011г	2011	Изм-е за 2011г
Активы	10 835	26%	6 790	58%	2 478	27%	1 284	38%
Кредиты (net)	7 720	41%	4 302	54%	1 396	35%	904	31%
Кредиты (gross)	8 382	35%	4 590	50%	1 454	34%	980	31%
доля в активах	71%	---	63%	---	56,4%	---	70,4%	---
NPL (>90дн.)	4,9%	---	5,4%	---	1,4%	---	7,3%	---
покрытие NPL резервами	1,6	---	1,16	---	2,84	---	1,1	---
кредиты /средства клиентов	1,0	---	1,2	---	97,7%	---	1,5	---
Финансовые активы	1 626	-11%	970	115%	260	13%	145	82%
доля в активах	15%	---	14%	---	10,5%	---	11,3%	---
Средства клиентов	7 932	19%	3 597	63%	1 430	21%	607	57%
доля в активах	73%	---	53%	---	57,7%	---	47,3%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	15,2%	---	13,0%	---	14,6%	-13%	17,1%	-9%
Чистые процентные доходы (до вычета резервов)	561	13%	227	33%	58	83%	54	4%
Прибыль	316	74%	91	165%	41	-38%	0,06	-84%
Качественные показатели деятельности	2011	Изм-е за 2011г	2011	Изм-е за 2011г	2011	Изм-е за 2011г	2011	Изм-е за 2011г
ROAE	28,0%	+7,4 п.п.	15,0%	+4,7 п.п.	17,1%	+4,3 п.п.	0,04%	-0,27 п.п.
ROAA	3,2%	+0,9 п.п.	1,6%	+0,1 п.п.	2,0%	+0,4 п.п.	0,01%	-0,04 п.п.
C / I	46,9%	+4,5 п.п.	49,4%	+6,4 п.п.	39,4%	-6,1 п.п.	56,0%	+11,37 п.п.
NIM	6,4%	-0,2 п.п.	5,0%	stable	3,6%	+1,1 п.п.	5,67%	-1,24 п.п.

Источники: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей еврооблигаций эмитентов финансового сектора



Елена Федоткова

Ренессанс Капитал (B2/B/B)

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

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

Финансовые показатели КБ Ренессанс Капитал (МСФО)

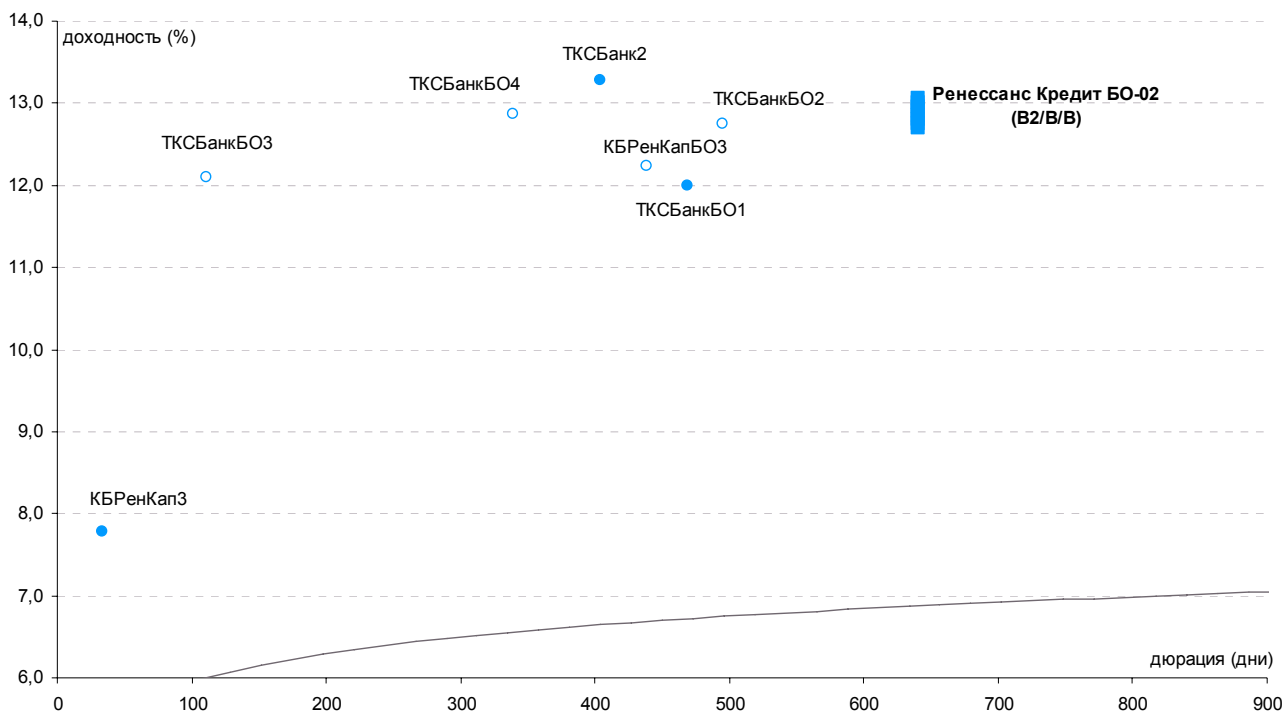
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	1H 2011	9M2011	2011	2011 к 2010
ASSETS	43,1	41	44	51	62	51%
Loans	28,2	31	35	43	50	59%
Loans (gross)	33,0	32	37	44	52	59%
% assets	65%	77%	80%	84%	81%	---
NPL (>90дн.)	19%	6,3%	5,0%	4,8%	4,6%	---
allowance for loan impairment / NPL	0,8	0,6	0,7	0,6	0,7	
Customer accounts	6,2	18	22	n/a	32	74%
% assets	14,4%	45%	49%	n/a	51%	---
EQUITY	9,5	11	12	n/a	14	20%
Total Capital Adequacy Ratio	21,2%	29%	27%	26%	23%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	1H 2011	9M2011	2011	2011 к 2010
Net interest income	12,5	9,5	5,1	5,6	11,3	19%
Fee and commission income (net)	0,7	2,5	1,8	n/a	5	87%
Allowance for loan impairment	-12,5	-5,1	-1,1	n/a	-3	-49%
Operating income*	11,2	11,9	5,2	7,0	12,6	6%
Profit	-4,2	1,6	0,8	1,8	2,7	72%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	1H 2011	9M2011	2011	2011 vs 2010
RoAA	отриц.	3,7%	3,6%	5,3%	5,2%	1,5%
RoAE	отриц.	15,0%	13,1%	20,5%	21,5%	6,5%
NIM	26,0%	28,0%	20,0%	22,0%	19,0%	-9,0%
Cost / Income	32,5%	42,2%	59,4%	54,0%	52,5%	10,4%

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

Источники: данные банка, Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

На сегодняшний день у банка в обращении находятся два выпуска облигаций. Наиболее близкий к обращающемуся выпуску биржевой бонд серии 03 по последним сделкам торговался на отметке 12,23% при дюрации в 1,2 года. Вместе с тем, мы не рекомендуем обращать внимание на результаты последних торгов, поскольку средневзвешенная доходность за последний месяц все же ниже 12% и, скорее всего, рост доходности вызван техническими сделками. Последнюю доходность мы считаем более индикативной. Для инвесторов ориентиром может выступить последнее размещение ТКС Банка, который довольно успешно разместил годовой заем под ставку купона 13,25%. Напомним, что, несмотря на схожие рейтинги, масштабы банков несколько разные. По итогам прошлого года Ренессанс Капитал занимал 81 место по активам, а ТКС – 105. Отметим, что ТКС рос за прошлый год в два раза быстрее и отличается меньшим уровнем просрочки NPL (90+) – 3,7% против 4,6% у Ренессанса. Однако данный факт отчасти является следствием агрессивного роста ТКС в последнее время, что не позволяет в достаточной мере увидеть качество портфеля. В данной рейтинговой группе, а также среди розничных банков на сегодняшний день предложение КБ Ренессанс Капитал является одним из наиболее высокодоходных. Мы считаем участие по нижней границе вполне интересным.

Распределение доходностей облигаций эмитентов финансового сектора



Игорь Голубев

Аналитический департамент

Тел. (495) 797-32-48
Факс. (495) 797-52-48
research@nomos.ru

Директор департамента

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru

Нефть и газ

Денис Борисов
Borisov_DV@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волов, CFA
Volov_YM@nomos.ru

Электроэнергетика

Михаил Лямин
Lyamin_MY@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Игорь Нуждин
Nuzhdin_IA@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов
Tremasov_KV@nomos.ru
Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной
Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров
Egorov_AVi@nomos.ru

Александр 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 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.