

06 июля 2012 г.

На этой неделе эмитенты, ориентируясь на улучшение конъюнктуры, решили вернуться к локальным долговым рынкам. Как и прежде, первыми «в бой» идут банки. Так, на этой неделе обозначили свои размещения Меткомбанк, ТКС, Газпромбанк. СКБ-банк проводит вторичное размещение бумаг серии БО-3. Наибольший интерес, скорее, вызовут book-building бумаг Газпромбанка, а также ТКС Банка. На рынке евробондов инвесторы продолжают заимствования. Сейчас в списке первичного предложения значится суборд Банка Санкт-Петербург, который в силу срочности – 7 лет мы считаем довольно неинтересным инструментом для инвестирования. Вероятно, как на локальном, так и на рынке евробондов мы сможем в ближайшее время увидеть предложение и от корпоративных заемщиков. На сегодняшний день, по неофициальной информации, возможность выхода на рынок евробондов рассматривают ФСК и Газпром. При этом последний может открыть книгу уже в ближайшее время.

## 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 |
| <b>NEW</b> Газпромбанк, 06                        | Baa3 / BB+ / -                | Да                                 | 10 000          | 6 июл                 | 12 июл                    | 8,75-9,00% / 8,94-9,20%                 | -   | 2 / 4                                    | от 9,2%                       |
| СКБ-банк, БО-03 (вторичн.)                        | B1 / - / B                    | Да                                 | 1 500           | 10 июл                | 11 июл                    | 9,5% / 10,27-10,72% (цена 99,20-99,55)  | -   | 0,86 года (дюр.)                         | от 10,7%                      |
| Меткомбанк, БО-05                                 | B2 / - / -                    | Да                                 | 1 500           | 10 июл                | 12 июл                    | 11,25-11,75% / 11,57-12,10%             | -   | 1 / 3                                    | от 12,0%                      |
| Банк Санкт-Петербург, 2019 (суборд.)              | Ba3 / - / -                   | ---                                | \$250-300 млн   | road-show 6 июл       | n/a                       | от 11%                                  | -   | - / 7                                    | от 11,2%                      |
| ТКС Банк, БО-05                                   | B2 / - / B                    | Да                                 | 1 500           | вторая декада июля    |                           | 13,75-14,25% / 14,22-14,76%             | -   | 1 / 3                                    | -                             |
| Прошедшие размещения                              |                               |                                    |                 |                       |                           |   |   |  |                               |
| 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, еврооблигации, аукционы, book building |                               |                                    |                 |                       |                           |   |   |  |                               |
| Центр-инвест, 02 (вторичн.)                       | Ba3 / - / -                   | Да                                 | 1 400           | ---                   | 29 июня                   | 10,40% / 10,67-10,39% (цена 100-100,25) | -   | 10,40%/10,67% (цена 100)                 | 1 / 2                         |
| Газпромбанк, 2015                                 | Baa3 / BB+ / -                | ---                                | CHF 150 млн     | 5 июл                 | n/a                       | -                                       | -   | n/a                                      | - / 3                         |
| Банк Русский Стандарт, 2017                       | Ba3 / B+ / B+                 | ---                                | 350 \$ млн      | ---                   | 6 июл                     | 9,25-9,5%                               | -   | 9,25%                                    | - / 5                         |

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

## Комментарии к размещениям

### Газпромбанк (Baa3/BB+/-)

На фоне бумаг Россельхозбанка и МСП, рейтинг которых находится на уровне суверенного, предложение Газпромбанка выглядит интересным ближе к верхней границе. Поддерживать интерес инвесторов может «оттепель» на глобальных рынках, однако сдерживающим фактором является традиционно низкая ликвидность в бондах банка на вторичном рынке.

### Банк Санкт-Петербург (Ba3/-/-).

Исходя из уровня доходности обращающихся субординированных еврооблигаций частных банков и итогов последних размещений российских эмитентов на внешних площадках, мы считаем, что доходность по новым 7-летним субординированным евробондам Банка Санкт-Петербург должна быть не ниже 11% годовых, интересным для участия в размещении выглядит уровень 11,2% годовых.

### Меткомбанк / г.Череповец / (B2/-/-).

Предложение Меткомбанка по-прежнему может быть интересным ближе к верхней границе индикатива. Вместе с тем, на рынке имеются альтернативы, которые могут составить конкуренцию по доходности.

### СКБ-банк БО-03 (B1/-/B) /вторичное предложение/.

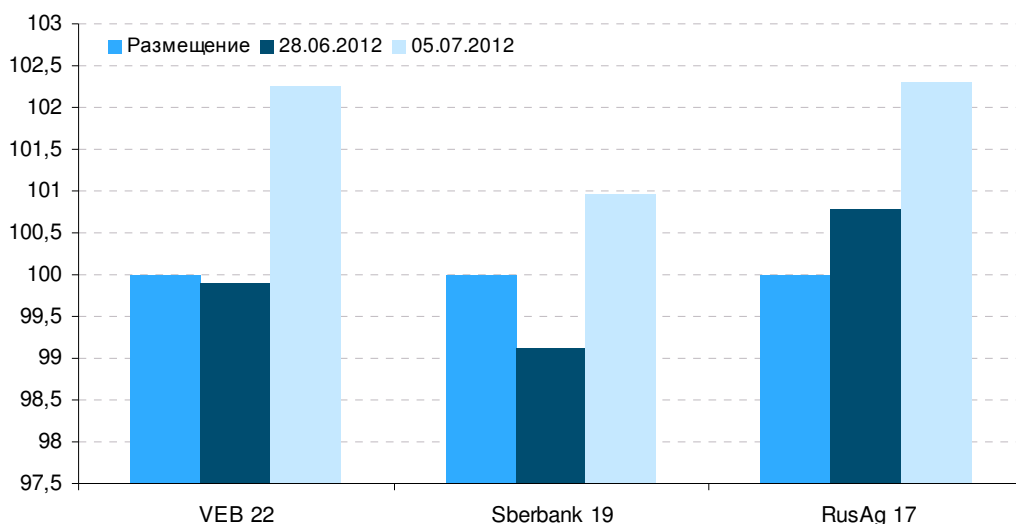
Биржевые облигации СКБ-банка могут представлять интерес ближе к верхней границе индикатива, учитывая уровень доходности собственных бумаг и выпусков других банков, а также в свете альтернативного предложения, имеющегося в настоящее время на первичном рынке.

## Итоги последних размещений:

Прошедшая неделя обозначилась для инвесторов преимущественно анонсированием новых выпусков. Взоры инвесторов на завершающейся неделе были «прикованы» к закрытию книги по евробондам Русского Стандарта, диапазон размещения которого составлял – 9,25-9,5% к оферте через три года. Вполне ожидаемо итогом размещения стал нижний ориентир. Мы считаем, что размещение по нижней границе РСБ сохраняет щедрую премию к бумагам других частных банков. Риском для бонда мы считаем возможную низкую ликвидность, характерную для бумаг частных банков.

Недавно разместившиеся бонды, как видно на графике, вернули себе уровни выше номинала, основной этому, конечно, стало улучшение настроений инвесторов.

**Цены еврооблигаций недавно разместившихся эмитентов**



## Комментарии:

### Банк Санкт-Петербург (Ва3/-/-).

**Событие.** Информационное агентство «Интерфакс», ссылаясь на источники в банковских кругах, сообщило, что Банк Санкт-Петербург вернулся к идее размещения 7-летних субординированных евробондов объемом 250-300 млн долл., которое планирует завершить на этой неделе. Напомним, банк хотел разместить еврооблигации еще весной этого года и провел 14-19 апреля road show для инвесторов в Азии и Европе, но, вероятно, из-за ухудшения ситуации на мировых долговых рынках намеченное пришлось отложить. Ориентир доходности для выпуска от 11% годовых.

**Комментарий.** Банк Санкт-Петербург, очевидно, решил воспользоваться возникшим «потеплением» конъюнктуры на долговом рынке, по крайней мере, для российских эмитентов. Напомним, что за последние 2 недели «классические» еврооблигации разместили Сбербанк, Россельхозбанк, ВЭБ. Кроме того, сейчас road show своих возможных евробондов проводят Банк Русский Стандарт и Газпромбанк.

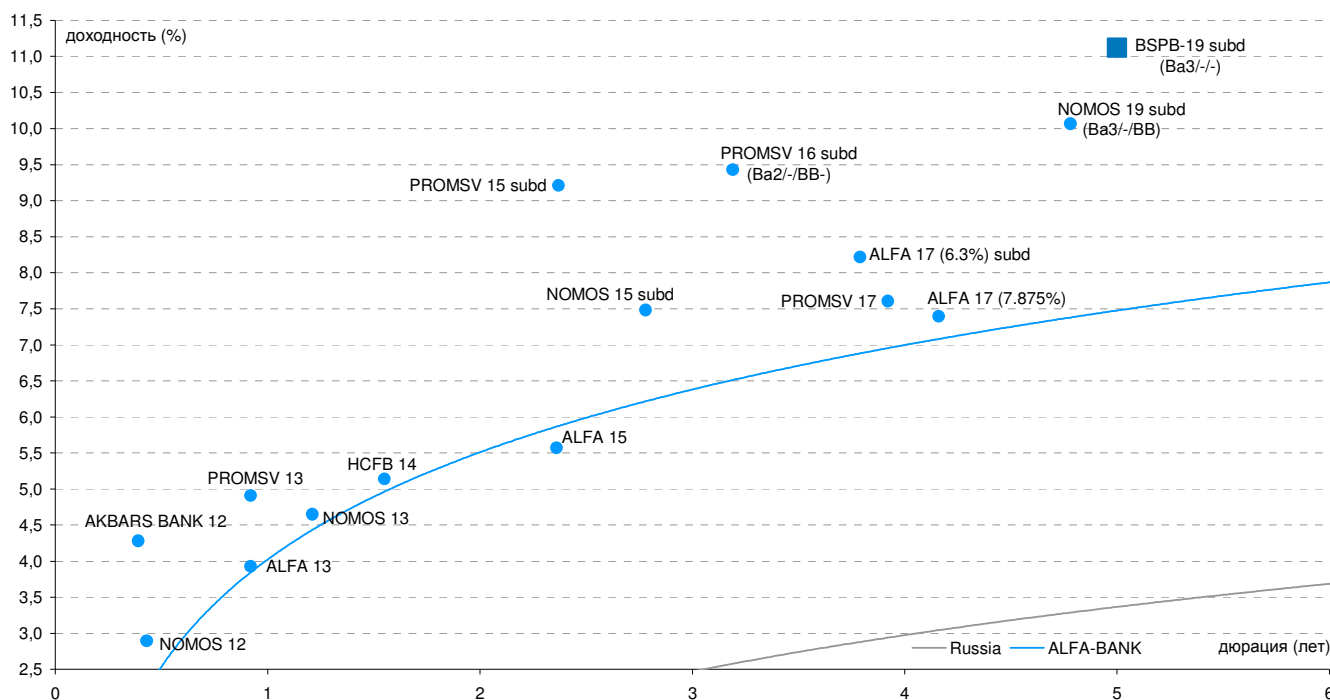
В свою очередь, Банк Санкт-Петербург планирует еврооблигации в статусе «субординированные», которые в апреле этого года смог разместить НОМОС-БАНК (Ва3/-/ВВ). Кроме того, неплохим ориентиром для бумаг Банка Санкт-Петербург, к тому же сопоставимого по уровню рейтинга, может стать субординированный евробонд Промсвязьбанка (Ва2/-/ВВ-). Собственный субординированный выпуск BSPB-17 в силу call-option в июле 2012 года вряд ли может выступить в качестве индикатива.

В настоящее время наиболее близкими по срочности к новому евробонду Банк Санкт-Петербург являются выпуски: NOMOS-19 (YTM 10,22%/4,78 года) и PROMSV-16 (9,72%/3,04 года). Учитывая сложившиеся уровни доходности бумаг рассматриваемых банков, их несколько больший масштаб бизнеса, а также не очень удачное начало года для Банка Санкт-Петербург (см. наш комментарий: [http://www.nomos.ru/upload/iblock/614/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_09\\_06\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/614/NOMOS_daily_debt_markets_09_06_2012.pdf)), мы считаем, что доходность его новых 7-летних субординированных евробондов должна составлять не менее 11% годовых. При этом учитывая премию ко вторичному рынку, которую, к примеру, предоставили Сбербанк, РСХБ и ВЭБ в своих последних размещениях (20-30 б.п.), интересным для участия выглядит доходность на уровне 11,2% годовых.

Вместе с тем, размещение субординированного займа положительно отразится на капитале Банка Санкт-Петербург, поскольку он, скорее всего, может быть включен в него (данный вопрос банками согласовывается с ЦБ). Кроме того, судя по всему, банк не планирует исполнять call-option по

обращающемуся субординированному евробонду BSPB-17 объемом 100 млн долл. Отметим, норматив Н1 (по РСБУ) на начало июня у банка составлял 11,86% (min 10%).

Доходности бумаг финансового сектора (04.07.2012)



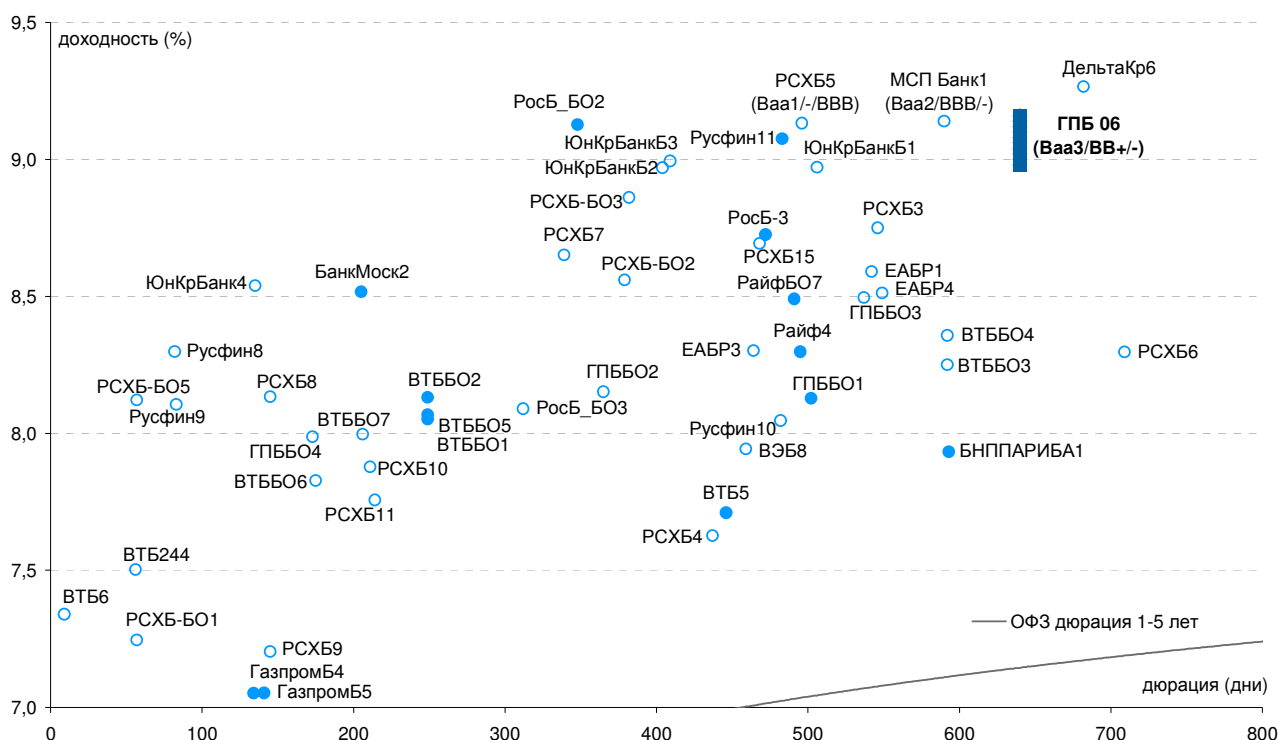
Александр Полютков

Газпромбанк (Ваа3/BB+/-).

**Событие.** Газпромбанк приступил 5 июля 2012 года к сбору заявок на облигаций серии 06 объемом 10 млрд руб. Ориентир по купону составляет 8,75-9,00% годовых, что соответствует доходности – 8,94-9,20% годовых к оферте через 2 года. Закрытие книги заявок намечено на 6 июля, размещение на ММВБ – 12 июля. Выпуск соответствует требованиям Ломбарда ЦБ.

**Комментарий.** Собственные выпуски рублевых облигаций Газпромбанка, главным образом вследствие довольно низкой ликвидности по сравнению с госбанками, довольно не показательны как бенчмарки для нового бонда. Здесь, скорее, стоит ориентироваться на бумаги Россельхозбанка (Ваа1-/BBB), а также МСП (Ваа2/BBB/-), ликвидность бондов которые выше. Отметим, что по сравнению с ГПБ бизнес Россельхозбанка и МСП меньше, однако их рейтинги на две ступени выше. Судя по всему, сказывается прямое участие государства в капитале финансовых институтов. Мы считаем, что разница в рейтингах в две ступени требует премии минимум в 70 б.п. Однако, более короткий выпуск РСХБЗ (PUT 08.2013), согласно последним торгам, предлагал доходность на уровне 8,7% годовых. Учитывая это даже доходность по верхней границе, по нашему мнению, не полностью компенсирует разницу в рейтинге. Доходность МСП Банка составляла 9,29%, однако здесь, вероятно, сказывается факт того, что бумага пока не в списке РЕПО ЦБ. Мы считаем, что участие в выпуске Газпромбанка интересно ближе к верхней границе. Спрос инвесторов к бонду может быть поддержан довольно благоприятной конъюнктурой на текущий момент.

## Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора (04.07.2012)



Игорь Голубев

**Меткомбанк /г.Череповец/ (В2/-/-).**

**Событие.** Меткомбанк вновь начал премаркетинг биржевых облигаций БО-05 объемом 1,5 млрд руб. По 3-летнему выпуску предусмотрена оферта через 1 год по цене 100% от номинала. Книга заявок будет открыта с 6 по 10 июля, планируемая дата начала размещения – 12 июля. Ориентир по купону составляет 11,25-11,75% годовых, что соответствует доходности – 11,57-12,1%.

**Комментарий.** Напомним, что в мае этого года Меткомбанк уже проводил маркетинг выпуска серии БО-05, предлагая доходность в диапазоне 11,3–11,83% годовых, но размещение было перенесено на неопределенный срок (См. наш комментарий: [http://www.nomos.ru/upload/iblock/8ad/primary\\_18052012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/8ad/primary_18052012.pdf)).

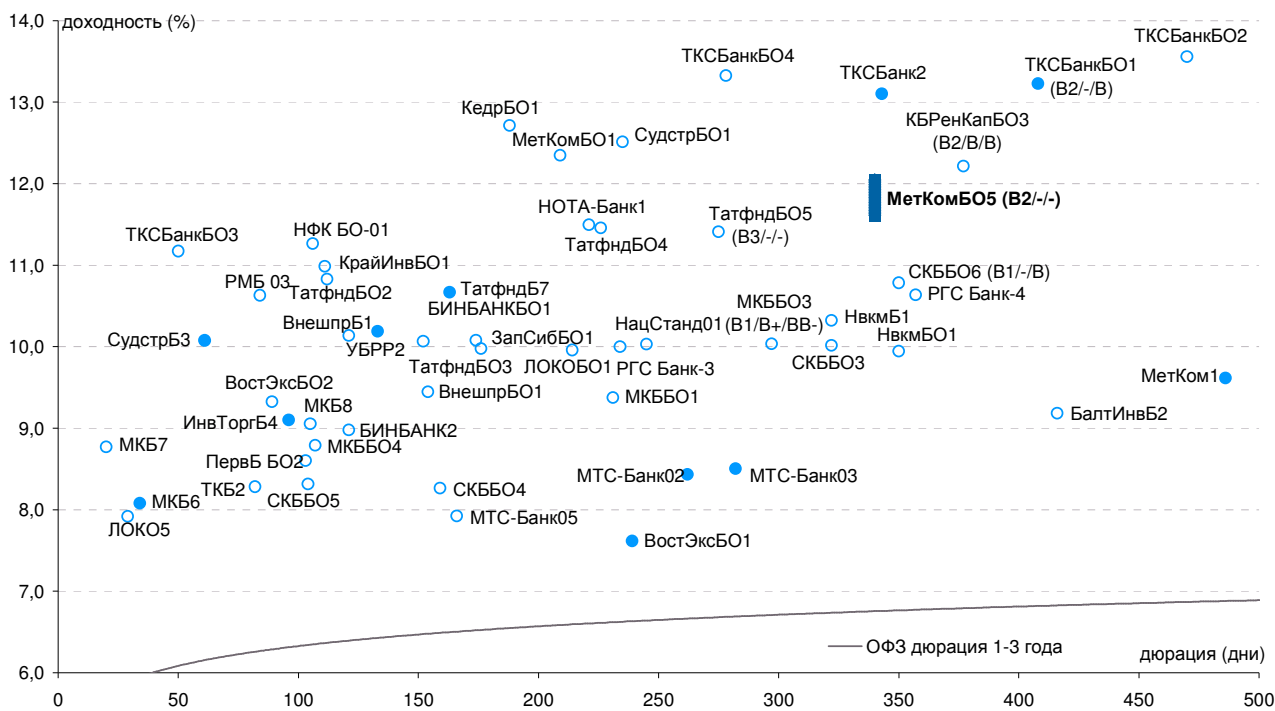
Очевидно, внеся коррективы в индикатив доходности с учетом текущей конъюнктуры, а также получив более престижную рейтинговую оценку от Moody's (рейтинг был повышен с «В3» до «В2») в конце мая, Меткомбанк решил вернуться к попытке разместить биржевые облигации БО-05.

Отметим, что обращающиеся выпуски банка серий 01 и БО-01 на общую сумму 2,4 млрд руб. по-прежнему остаются неликвидными, поэтому вряд ли они могут послужить ориентиром для новых бумаг.

В то же время, занимая 95 место в рэнкинге Интерфакс по размеру активов (по итогам 1 кв. 2012 года), Меткомбанк можно сравнить с такими розничными кредитными организациями, обладающими схожими рейтингами, как КБ Ренессанс Капитал /69 место/ (В2/В/В) и ТКС-Банк /101 место/ (В2/-/В). При этом облигации данных банков, например выпуски КБРенКапБО-03 (12,78%/373 дн.) и ТКСБанкБО-1 (12,94%/410 дн.), несут заметную премию к обозначенному Меткомбанком индикативу (порядка 60-130 б.п.), что делает их более привлекательными. Вместе с тем, весомым преимуществом Меткомбанка относительно рассматриваемых банков является его аффилированность с Северсталью (Ва1/ВВ+/ВВ-).

В свою очередь, неплохим ориентиром для биржевых облигаций Меткомбанка могут выступить бумаги СКБ-банка (В1/-/В), у которого также имеется аффилированность с крупным металлургическим холдингом /ТМК (В1/В+/-)/ и превалирует доля физлиц в кредитном портфеле. Наиболее близким по дюрации выпуском, по которому проходят сделки, является СКБ БО-06 (10,94%/350 дн.). Индикатив новых облигаций Меткомбанка предлагает премию к данным бумагам порядка 60-110 б.п., что за разницу в рейтингах на 1 ступень и больший масштаб бизнеса (в 3 раза), по нижней границе является довольно скромным предложением, учитывая присутствие бумаг СКБ-банка в Ломбарде ЦБ. Поэтому, на наш взгляд, интересным может быть участие в выпуске Меткомбанка ближе к верхней границе диапазона, от 12% годовых.

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора (04.07.2012)



Александр Полтутов

**СКБ-банк БО-03 (В1/-/В).**

**Событие.** СКБ-банк 11 июля 2012 года планирует провести вторичное размещение биржевых облигаций серии БО-03 в объеме не более 1,5 млрд руб. Сбор заявок на облигации будет осуществляться с 4 по 10 июля года. Объявленная организатором доходность находится в диапазоне 10,27-10,72% годовых, цена размещения - 99,20-99,55% от номинала. Дюрация - 0,86 года (оферта 31 мая 2013 г.). Выпуск включен в Ломбардный список ЦБ и котировальный список «А1» ММВБ.

**Комментарий.** Обратим внимание, что собственные выпуски облигаций СКБ-банка низколиквидные, тем не менее, они могут отразить общее восприятие рисков банка рынком. Наиболее подходящими для сравнения по дюрации являются биржевые облигации серии БО-06 (УТР 10,79%/348 дн.), которые за последний месяц на небольших оборотах показывают доходность в диапазоне 10,49-10,79% годовых.

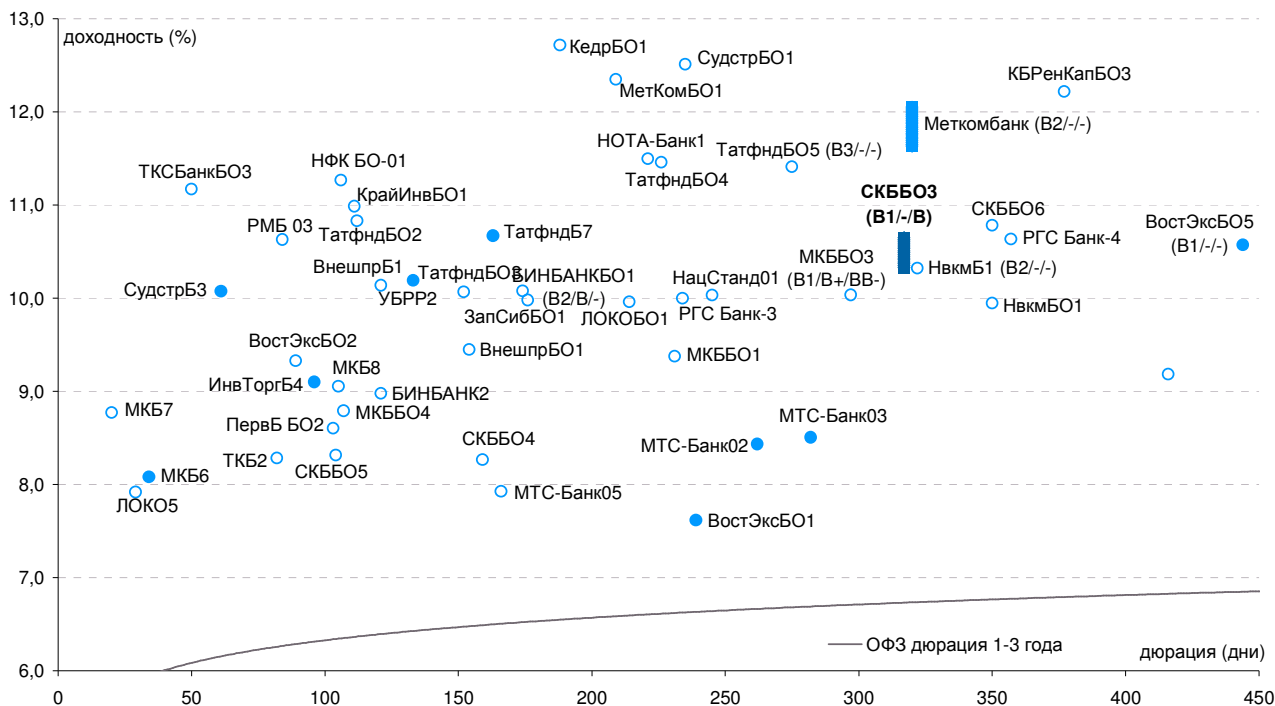
В то же время довольно близко от облигаций СКБ-банка БО-03 на «карте рынка» расположился выпуск МКБ БО-03 /В1/В+/ВВ-/ (10,05%/289 дн.), премии к которому по нижней границе индикатива (около 20 б.п.), на наш взгляд, не совсем достаточно, учитывая разницу в кредитных рейтингах (у МКБ на 2 степени выше от Fitch) и размерах бизнеса (21 место у МКБ по активам против 38 у СКБ-банка).

Кроме того, сейчас проходит премаркетинг биржевых облигаций Меткомбанка (В2/-/-) серии БО-05 тем же объемом 1,5 млрд руб.: банк предлагает доходность по займу на уровне 11,57-12,1%, что может составить неплохую конкуренцию бумагам СКБ-банка, учитывая аффилированность первого с крупным металлургическим холдингом – Северсталью (Ва1/ВВ+/ВВ-). Хотя здесь нужно сделать поправку на более низкий рейтинг Меткомбанка (на одну ступень), а также меньший масштаб бизнеса (95 место по активам).

Таким образом, принимая во внимание сложившийся уровень доходности собственных облигаций СКБ-банка, бумаг банков близких по дюрации, но из более высокой рейтинговой категории, а также имеющуюся альтернативу на первичном рынке, мы считаем интересным участие во вторичном размещении облигаций СКБ-банка серии БО-03 ближе к верхней границе индикатива, от 10,7% годовых (по цене 99,20%).

Что касается финансового положения СКБ-банка, то в 2011 году банк рос быстрее рынка и в рэнкинге Интерфакса по активам поднялся с 46 места (в 2010 году) до 40 места (на конец 2011 года), а уже по итогам 1 кв. 2012 года занял 38 место, приблизившись к ОТП-Банку (37 место), БИНБАНКу (36 место), Восточному Экспрессу (34 место) и ХКФ-Банку (31 место). В минувшем году СКБ-банк в большей степени приобрел статус розничного, что «сдвинуло» маржинальность бизнеса и уровень NPL вверх. (см. наш комментарий: [http://www.nomos.ru/upload/iblock/c6b/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_28\\_04\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/c6b/NOMOS_daily_debt_markets_28_04_2012.pdf)).

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора (04.07.2012)



*Александр Полютков*

**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 Воллов, 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 Полютов**

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.