

17 августа 2012 г.

На текущей неделе предложения поступали от эмитентов второго эшелона, поэтому предлагаемые ставки по купонам ниже 10%, в то время как на прошлой неделе, когда преваляровал третий эшелон, можно было найти бумаги и выше 12%. Среди наиболее интересных с точки зрения соотношения риск / доходность мы отмечаем заем РЕСО-Гарантия, предлагающий доходности ближе к 10% при рейтинге «BB+» и потенциалом роста масштабов бизнеса за счет планируемого объединения с другим крупным игроком рынка страхования.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, М / 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
Ярославская область 34011	-/BB	Да	3 000	1 пол. августа		8,75-9,15% / 8,83-9,25%	-	аморт. / 2,37	от 9,1%
Петрокоммерц БО-02			3 000			9,25-10,00% / 9,46-10,25%	-	1,5 / 3	от 9,8%
Петрокоммерц БО-03	Va3/B+/-	Да	5 000	21 авг	23 авг	9,50-10,25% / 9,73-10,51%	-	2 / 3	от 10,1%
NEW Банк ЗЕНИТ 09	Va3/-B+	Да	5 000	24 авг	29 авг	9,20-9,40% / 9,41-9,62%	-	1 / 3	от 9,5%
NEW Альфа-Банк БО-07	Va1/BB/BBB-	Да	5 000	29 авг	30 авг	8,50-8,75% / 8,68-8,94%	-	1,5 / 3	от 8,8%
NEW РЕСО-Гарантия 01	-/BB+/-	Да	5 000	30 авг	3 сен	9,40-9,80% / 9,62-10,04%	-	2 / 3	от 9,9%
Прошедшие размещения									
Выпуск	Рейтинг, М / 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									
ЛОКО-Банк БО-03	B2/-B+	Да	3 000	10 авг	14 авг	10,25-10,75% / 10,51-11,04%	-	10,75% / 11,04%	1 / 3
КБ Восточный БО-04	B1/-	Да	3 000	15 авг	17 авг	10,65-11,15% / 11,08-11,62%	10,65-11,0% / 11,08-11,46%	11,0% / 11,46%	1 / 3
Запсибкомбанк БО-02	-/B+/-	Да	2 000	15 авг	17 авг	12,0-12,5% / 12,36-12,89%	-	12,5% / 12,89%	1 / 3
МСП Банк 02	Vaa2/BBB/-	Да	5 000	16 авг	23 авг	9,0-9,5% / 9,2-9,73%	-	9,2% / 9,41%	2 / 3

Источники: данные эмитентов, Sbonds, Finambonds, Интерфакс

Комментарии к размещениям

NEW Банк ЗЕНИТ (-/-/BB).

На наш взгляд, участие в займе интересно на уровнях доходности от 9,5% к годовой оферте. Интересу инвесторов будет способствовать выставленная дополнительная оферта по займу БО-02.

NEW Альфа-Банк (Ba1/BB/BBB-).

Позитивный новостной фон и малое присутствие эмитента на рублевом долговом рынке должно подогреть интерес инвесторов к выпуску банка. На наш взгляд, стоит участвовать в размещении на уровнях доходности от 8,8% годовых к оферте через 1,5 года.

NEW РЕСО-Гарантия (-/BB+/-).

Эмитент является довольно уникальным, поскольку страховые компании редко отмечаются на публичном долговой рынке. В то же время компания имеет довольно крепкий кредитный профиль, высокий рейтинг и сильный, на наш взгляд, состав акционеров, что может привлечь внимание инвесторов. Мы считаем облигации компании интересными ближе к верхней границе, с доходностью от 9,9% годовых.

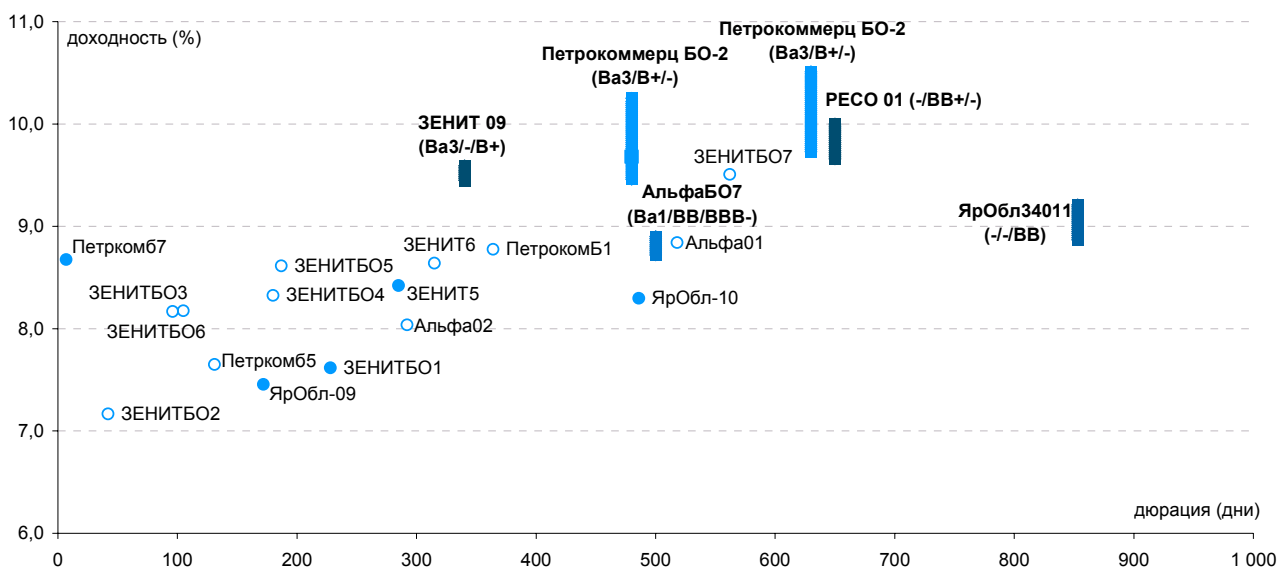
Ярославская область (-/-/BB).

Новые бонды области в свете последних размещений облигаций сопоставимых регионов могут представлять интерес с доходностью от 9,1% годовых.

Банк Петрокоммерц (Ba3/B+/-).

Учитывая текущие предложения на первичном рынке, на наш взгляд, следует ориентироваться, скорее, на середину предложенных по обоим выпускам диапазонов.

Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг



Итоги последних размещений:

Наиболее успешным можно назвать размещение МСП-Банка, который держал открытой книгу всего два дня и определил купон ближе к нижней границе предложения – 9,2% (оферта через 2 года). При этом на форварде бумага уже котируется выше номинала - по цене 100,15-100,29. КБ Восточный, закрывший книгу внутри обозначенного им диапазона (купон 11%), проводит расчеты сегодня. На форварде появились первые ориентиры по бумагам – 100,0-100,1. ЛОКО-Банк разместился по верхней границе (купон 10,75%), и, отыгрывая ставку на вторичном рынке, цена облигаций поднялась выше номинала (100,0-100,14). Запсибкомбанк не смог отойти от верхних уровней и закрыл книгу со ставкой 12,5%. Как поведет себя бумага на вторичном рынке – пока не очень понятно. Кроме МСП-Банка никто не рискнул занимать на долгий срок – по трем займам выставлены оферты через 1 год.

Комментарии:

NEW Банк ЗЕНИТ (Ba3/-B+).

Событие. Банк ЗЕНИТ 14 августа открыл книгу на облигации серии 09 объемом 5 млрд руб. Заккрытие – 24 августа, дата размещения – 29 августа 2012 года. Срок обращения бумаг – 5 лет. Ориентир по ставке купона – 9,2-9,4% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 9,41-9,62% годовых.

Комментарий. Прежде чем перейти к предложению банка по новому выпуску, обращаем внимание, что эмитент выставил 28 августа 2012 года, то есть за день до планируемой даты размещения, дополнительную оферту по биржевым облигациям серии БО-02 (объем выпуска 5 млрд руб.) в количестве до 5 млн ценных бумаг. При этом выкуп бумаг будет осуществляться по цене 100,1% от номинала облигаций. Дополнительно владельцам будет выплачен НКД.

Напомним, что «плановая» оферта должна была состояться месяцем позднее, погашение бумаг – в сентябре 2013 года. Выставленная оферта, на наш взгляд, стимулирует инвесторов «переложиться» из старого выпуска с купоном 7,75% в новый с более высокой доходностью (подобный прием банк уже использовал весной текущего года). Отметим, что размещаемый заем серии 09 дает премию ко вторичному рынку (к кривой Банка ЗЕНИТ) в размере 30-50 б.п., что делает его интересным для приобретения уже по нижней границе предложенного диапазона. Хотя учитывая, что выпуск не имеет статус биржевого и будет присутствовать некоторый временной лаг перед выходом на вторичный рынок, а также тот факт, что в отличие от займа БО-02 новый выпуск пока еще не входит в перечень прямого РЕПО, мы рекомендовали бы участие в новом займе от 9,5% годовых.

Показатели банков по МСФО

	Петрокоммерц		Банк ЗЕНИТ		Промсвязьбанк		НОМОС-БАНК		Альфа-Банк****	
Рейтинги (M / S&P / F)	Ba3/B+/-		Ba3/-B+		Ba2/-BB-		Ba3/-BB		Ba1/BB/BBB-	
Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010
Активы	200	10%	247	23%	563	18%	662	25%	1 010	16%
Кредиты (net)	131	24%	164	29%	396	27%	448	32%	702	37%
Кредиты (gross)	149	21%	175	28%	425	22%	468	32%	746	35%
Доля (net) в активах	65,5%	---	66,6%	---	70,4%	---	67,6%	---	69,5%	---
NPL (>90дн.)	9,8%	---	3,9%	---	5,7%	---	2,0%	---	1,4%	---
Покрытие NPL (90+) резервами	1,2	---	1,56	---	1,21	---	2,1	---	4,1	---
Кредиты / Средства клиентов	0,9	---	1,16	---	1,2	---	1,2	---	1,2	---
Вложения в финансовые активы	22	-45%	24	0%	67	1%	88	7%	120	-20%
доля в активах	11,1%	---	9,6%	---	11,8%	---	13,3%	---	11,9%	---
Средства клиентов	141	19%	142	22%	339	14%	382	22%	588	15%
доля в активах	70,4%	---	57,7%	---	60,2%	---	57,8%	---	58,2%	---
Коэффициент достаточности общего капитала (TCAR)	18,8%	---	13,9%	---	13,9%	---	16,2%	---	n/a	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	6	11%	7	6%	24	14,7%	28	37%***	42	5%
Прибыль	0,4	107%	3	-31%	5	111%	12	16%***	19	12%
Качественные показатели деятельности	2011	%	2011	%	2011	%	2011	%	2011	%
Рентабельность собственных средств (RoAE)*	1,6%	+0,8 п.п.	10,9%	-6,5 п.п.	10,6%	+4,6 п.п.	18,5%**	-2,6 п.п.	18,4%	-0,7 п.п.
Рентабельность активов (RoAA)	0,2%	+0,1 п.п.	1,1%	-0,8 п.п.	1,0%	+0,5 п.п.	2,1%**	-0,2 п.п.	2,0%	-0,2 п.п.
NIM	4,2%	-0,2 п.п.	4,1%	-0,4 п.п.	5,5%	-0,2 п.п.	5,5%	+0,2 п.п.	5,1%	-1,02 п.п.
C / I	71,8%	+12,4 п.п.	58,0%	+7,0 п.п.	50,8%	-2,0 п.п.	46,6%**	+3,1 п.п.	51,8%	+7,7 п.п.

Источник: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

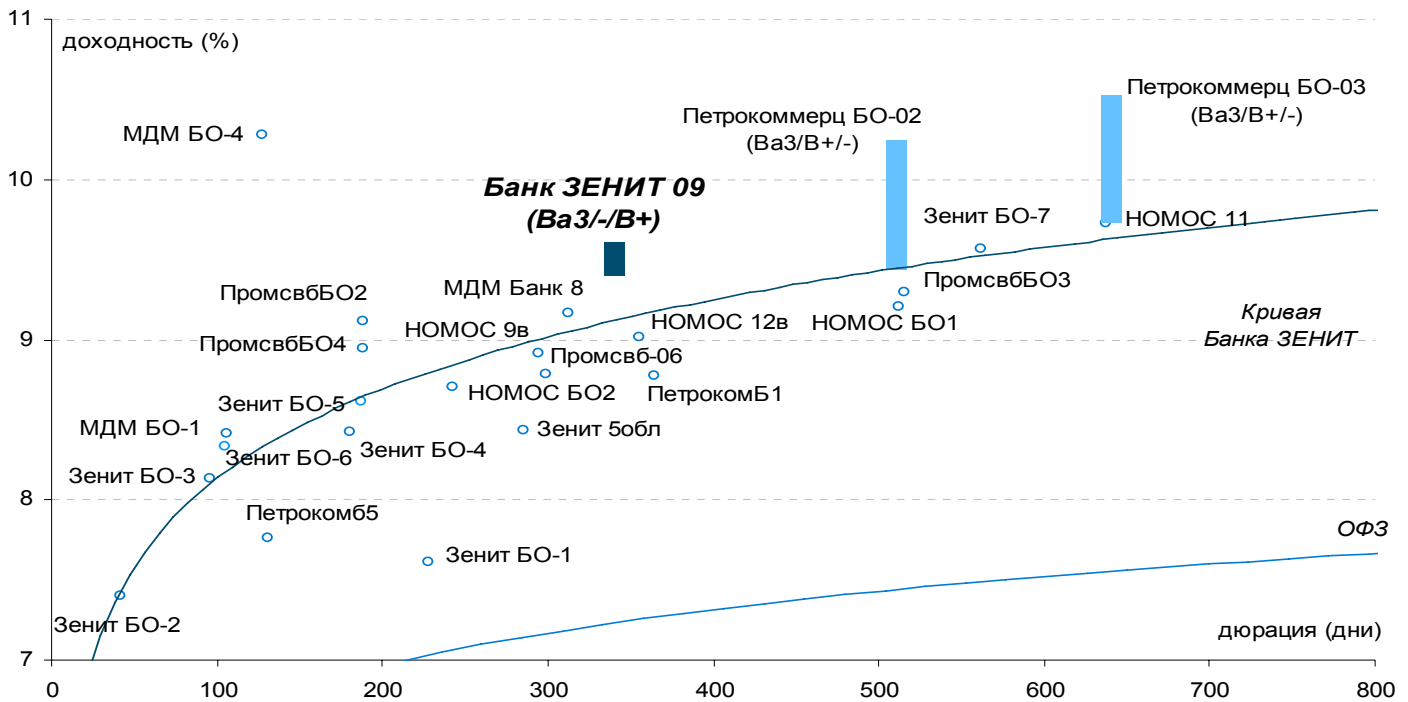
* RoAE для акционеров Группы НОМОС-БАНКА.

** Исключая разовые расходы на IPO в размере в 215 млн руб. С учетом расходов RoAE составил 18,2%, RoAA – 2,0%, Cost / Income – 47,2%.

*** Показатели указаны в предположении, что приобретение ХМБ произошло 1 января 2010 г.

**** Отчетность Альфа-Банка была переведена из долларов США в рубли для большей репрезентативности и возможности сравнения.

Доходности бумаг финансового сектора (средневзв. за неделю)



Елена Федоткова

NEW Альфа-Банк (Ва1/ВВ/ВВВ-).

Событие. Альфа-Банк 23 августа откроет книгу на размещение облигаций серии БО-07 объемом 5 млрд руб. Планируемая дата закрытия книги – 29 августа, размещение – 31 августа.

Комментарий. Напомним, что в июле агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента Альфа-Банка с «ВВ+» до «ВВВ-» со «Стабильным» прогнозом (см. наш комментарий в ежедневном обзоре от 16 июля http://www.nomos.ru/upload/iblock/d97/NOMOS_daily_debt_markets_16_07_2012.pdf). Еще ранее S&P пересмотрело прогноз по рейтингу банка на «Позитивный» (http://www.nomos.ru/upload/iblock/46c/NOMOS_daily_debt_markets_09_07_2012.pdf). Положительный новостной фон вокруг эмитента должен способствовать росту интереса инвесторов к новому выпуску банка.

При этом если мы посмотрим на недавно прошедшие и текущие размещения крупных частных банков, то премия к рынку составляет до 30 б.п. В этом отношении Альфа-Банк, на первый взгляд, выставил более агрессивные уровни: нижняя граница диапазона соответствует уровням обращения займа серии 01 (средневзв. за посл. неделю) с офертой в феврале 2014 года, то есть также с дюрацией в 1,5 года. Хотя он и слаболиквидный, на наш взгляд его премия к ВТБ около 40 б.п. более объективна, чем у выпуска серии 02, который ликвиднее.

С учетом того, что обращающийся заем входит уже в перечень прямого РЕПО с ЦБ, по нашему мнению, премия до 15 б.п. к рынку все же должна присутствовать, поэтому мы рекомендуем участвовать в размещении на уровнях доходности от 8,8% годовых. Сокращение премии к обращающимся выпускам по сравнению с другими первичными предложениями обусловлено как кредитным качеством эмитента, так и малым присутствием заемщика на рублевом долговом рынке.

Альтернатив текущему предложению на долговом рынке с инвестиционным рейтингом мало. Среди таких выпусков можно отметить заем ВТБ Лизинг Финанс серии 04, демонстрировавший на этой неделе доходность около 8,3% годовых к оферте в марте 2013 года.

Финансовые показатели деятельности крупных российских частных банков (МСФО)

Рейтинги (M / S&P / F)	Петрокоммерц		Банк ЗЕНИТ		Промсвязьбанк		НОМОС-БАНК		Альфа-Банк****	
	ВаЗ/В+/-		ВаЗ/-/В+		Ва2/-/ВВ-		ВаЗ/-/ВВ		Ва1/ВВ/ВВВ-	
Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010
Активы	200	10%	247	23%	563	18%	662	25%	1 010	16%
Кредиты (net)	131	24%	164	29%	396	27%	448	32%	702	37%
Кредиты (gross)	149	21%	175	28%	425	22%	468	32%	746	35%

Доля (net) в активах	65,5%	---	66,6%	---	70,4%	---	67,6%	---	69,5%	---
NPL (>90дн.)	9,8%	---	3,9%	---	5,7%	---	2,0%	---	1,4%	---
Покрытие NPL (90+) резервами	1,2	---	1,56	---	1,21	---	2,1	---	4,1	---
Кредиты / Средства клиентов	0,9	---	1,16	---	1,2	---	1,2	---	1,2	---
Вложения в финансовые активы	22	-45%	24	0%	67	1%	88	7%	120	-20%
доля в активах	11,1%	---	9,6%	---	11,8%	---	13,3%	---	11,9%	---
Средства клиентов	141	19%	142	22%	339	14%	382	22%	588	15%
доля в активах	70,4%	---	57,7%	---	60,2%	---	57,8%	---	58,2%	---
Коэффициент достаточности общего капитала (TCAR)	18,8%	---	13,9%	---	13,9%	---	16,2%	---	n/a	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	6	11%	7	6%	24	14,7%	28	37%***	42	5%
Прибыль	0,4	107%	3	-31%	5	111%	12	16%***	19	12%
Качественные показатели	2011	%	2011	%	2011	%	2011	%	2011	%
RoAE*	1,6%	+0,8 п.п.	10,9%	-6,5 п.п.	10,6%	+4,6 п.п.	18,5%**	-2,6 п.п.	18,4%	-0,7 п.п.
RoAA	0,2%	+0,1 п.п.	1,1%	-0,8 п.п.	1,0%	+0,5 п.п.	2,1%**	-0,2 п.п.	2,0%	-0,2 п.п.
NIM	4,2%	-0,2 п.п.	4,1%	-0,4 п.п.	5,5%	-0,2 п.п.	5,5%	+0,2 п.п.	5,1%	-1,02 п.п.
C / I	71,8%	+12,4 п.п.	58,0%	+7,0 п.п.	50,8%	-2,0 п.п.	46,6%**	+3,1 п.п.	51,8%	+7,7 п.п.

Источник: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

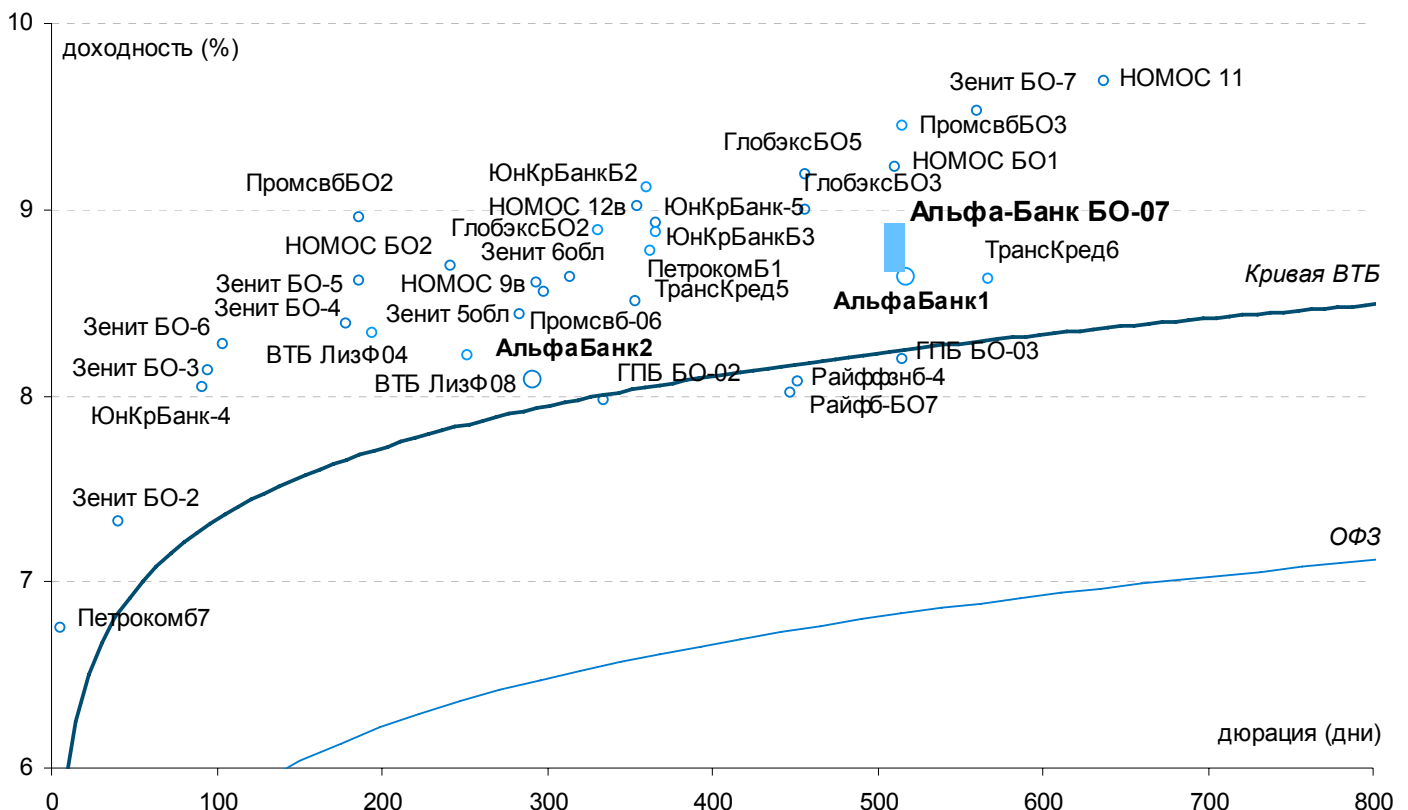
* RoAE для акционеров Группы НОМОС-БАНКА.

** Исключая разовые расходы на IPO в размере в 215 млн руб. С учетом расходов RoAE составил 18,2%, RoAA – 2,0%, Cost / Income – 47,2%.

*** Показатели указаны в предположении, что приобретение ХМБ произошло 1 января 2010 г.

**** Отчетность Альфа-Банка была переведена из долларов США в рубли для большей репрезентативности и возможности сравнения.

Доходности бумаг финансового сектора (средневзв.)



Елена Федоткова

NEW PECO Гарантия (-/BB+/-).

Событие. Страховая компания PECO Гарантия планирует (предварительно) 30 августа 2012 г. начать сбор заявок на 10-летние облигации серии 02 объемом 5 млрд руб. Индикатив ставки 1 купона установлен в диапазоне 9,4-9,8% годовых, что соответствует доходности 9,62-10,04% годовых к 2-летней оферте. Бумаги отвечают критериям Ломбарда ЦБ. Размещение выпуска на ММВБ запланировано на 3 сентября 2012 г. Компания размещает облигации в целях рефинансирования оставшейся части кредита от ВТБ (6,5 млрд руб. (на 31.03.2012 г.)).

Комментарий. PECO Гарантия – новичок на публичном долговом рынке, кроме того, размещение облигаций страховой компании – явление редкое. Так, к примеру, в настоящее время в обращении находится единственный выпуск Росгосстраха. Учитывая, что размещение бондов для эмитента дебютное, остановимся более подробно на кредитном профиле компании.

Вкратце о PECO Гарантия.

PECO Гарантия – российская страховая компания, основанная в 1991 году и имеющая в настоящее время вторую в России по обширности агентскую сеть после Росгосстраха. Так, в компании работает свыше 20 тыс. агентов, филиальная сеть включает в себя более 780 филиалов и офисов продаж во всех регионах России. Продуктами и услугами PECO Гарантия пользуются более 9,1 млн клиентов – организаций и частных лиц.

По объему собираемых премий PECO Гарантия в 2011 г., по данным ФСФР, занимала 4 строчку в рейтинге российских страховых компаний после Ингосстраха, СОГАЗа, и Росгосстраха. Основным видом страхования, приносящим компании около 70% премий, является автомобильное страхование, в том числе КАСКО – 42%. При этом доля PECO Гарантия на рынке страхования на сегодняшний день составляет 6,8% (без учета ОМС), а на рынке КАСКО – 12,7%, что обеспечило компании 2 место в сегменте после Ингосстраха. Вместе с тем, темп роста сбора премий в 2011 г. у PECO Гарантия был выше, чем у конкурентов из Топ-5 – на 26% против 12% у Росгосстраха, 15% у СОГАЗа, 18% у ВСК. Немного быстрее рос лишь Ингосстрах – на 28%.

Основными акционерами PECO Гарантия являются ее основатели – братья Сергей и Николай Саркисовы, которым принадлежит 54%. Также в капитал компании входит международная страховая группа АХА (Аа3/АА/АА-) с долей 37%, ЕБРР (Ааа/-/ААА) – 6% и 3% находится у топ-менеджмента. Отметим, что группа АХА, по данным эмитента, занимала в 2011 г. 2 место в мире по объему собранных страховых премий (около 86 млрд евро), а ее рыночная капитализация составляет порядка 22,9 млрд евро (на 30 июня 2012 г.). В сентябре 2011 г. PECO Гарантия объявила о приобретении 25% страховой компании ВСК и получила право на выкуп еще 25% акций. Компании рассматривали в будущем возможность слияния бизнеса – в результате, на рынке может появиться второй по величине игрок на страховом рынке России после Росгосстраха с долей порядка 11,3%.

Финансовый профиль.

Что касается финансового состояния PECO Гарантия, то оно является весьма устойчивым, что подтверждают цифры консолидированной отчетности группы за 2011 г. по МСФО (аудитор KPMG). Напомним, в 2011 г. общий объем собранных премий составил 49,7 млрд руб. («+26,5%» к 2010 г.), чистая прибыль – 3,6 млрд руб. («+8,2%»).

Мы считаем, что самостоятельный кредитный профиль PECO Гарантия является довольно крепким, в том числе и в свете возможного объединения с ВСК. Отметим, что данный факт также подтвердило своими действиями и агентство S&P, которое в январе 2012 г. пересмотрело прогноз по рейтингу компании («BB+») с «Негативного» на «Стабильный». Напомним, ранее, в октябре 2011 г., после того как PECO Гарантия объявила о сделке с ВСК, S&P изменило прогноз рейтинга на «Негативный», но убедившись, что устойчивости компании ничего не угрожает, «вернуло» его на прежний уровень. В частности, S&P отметило, что «финансирование сделки будет осуществляться за счет 5-летнего конвертируемого займа ЕБРР на 110 млн долл., а компания намерена предпринимать активные усилия по поддержанию необходимого уровня капитала, в связи с чем потенциальное давление покупки 25%+1 акция ВСК сокращается».

Финансовые показатели PECO Гарантия (МСФО)

млрд руб.	1кв.2012	1кв.2011	2011	2010	2011/2010, %	1кв.2012/ 1кв. 2011, %
Валовая премия	13,4	10,2	49,7	39,3	26,5	31,4
Чистые заработанные премии	10,7	8,5	37,8	31,9	18,4	25,5
Страховой результат	1,7	1,6	6,2	5,2	18,7	9,6
Прибыль до уплаты налога	1,5	1,6	4,5	4,2	5,6	-7,8
Чистая прибыль	1,2	1,3	3,6	3,3	8,2	-7,7

	1кв.2012	1кв.2011	2011	2010	2011/2010, %	1кв.2012/ 2011, %
Активы	81,7	n/a	83,9	60,9	37,6	-2,6
Денежные средства и их эквиваленты	2,5	n/a	2,1	5,8	-63,5	18,0
Финансовые активы	30,4	n/a	35,6	25,6	39,1	-14,5
Банковские депозиты	19,9	n/a	20,7	9,9	109,9	-4,3
Страховая дебиторская задолженность	12,8	n/a	11,0	8,3	32,5	15,6
	1кв.2012	1кв.2011	2011	2010	2011/2010, %	1кв.2012/ 2011, %
Собственный капитал	16,1	n/a	15,0	14,4	4,1	7,2
Резервы по страховым контрактам	41,3	n/a	38,6	30,1	28,2	7,0
Обязательства по соглашениям РЕПО	8,1	n/a	14,0	11,1	25,9	-42,5
Страховая кредиторская задолженность	4,6	n/a	4,3	3,0	43,8	7,1
Кредиты и займы	9,8	n/a	10,0	0,0	-	-2,9

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Место на долговом рынке.

Облигации единственной страховой компании Росгосстрах (-/-/-) серии 02 (УТР 9,6%/84 дн.) вряд ли могут послужить ориентиром для дебютных бумаг РЕСО-Гарантия в силу их короткой дюрации. Вместе с тем, по специфике бизнеса и рискам компания наиболее соотносима с эмитентами финансового сектора. Так, в настоящее время на рынке обращаются выпуски банков с сопоставимой рейтинговой оценкой «BB-/BB+»: Альфа-Банк (Ba1/BB/BBB-), Газпромбанк (Ba3/BB+/-), Банк ЗЕНИТ (Ba2/-/B+), Банк Петрокоммерц (Ba2/B+/-), Промсвязьбанк (Ba2/-/BB-), Банк Интеза (Ba1/-/-), ОТП Банк (Ba2/-/BB) и др. В свою очередь, мы считаем, что наилучшим образом для сравнения могут подойти выпуски Альфа-Банка, Банка ЗЕНИТ и Банка Петрокоммерц, которые также находятся в частной собственности, занимают передовые позиции на рынке среди российских негосударственных банков, более того, у этих банков в настоящее время проходят размещения выпусков облигаций, которые потенциально составляют конкуренцию бумагам РЕСО Гарантия.

По масштабам бизнеса (по активам, собственному капиталу) РЕСО Гарантия уступает сравниваемым банкам. При этом доля долга в пассивах у компании наиболее сопоставим с Банком Петрокоммерц и заметно меньше, чем у Альфа-Банка и Банка ЗЕНИТ, что, вероятно, объясняется спецификой страхового бизнеса: страховые компании, в отличие от банков, редко прибегают к заимствованиям для осуществления основной деятельности и привлекают денежные средства как правило на развитие (филиальной и агентской сети, на сделки M&A и др.). Вместе с тем, маржинальность бизнеса у РЕСО Гарантия выше, чем у сравниваемых банков (см. таблицу).

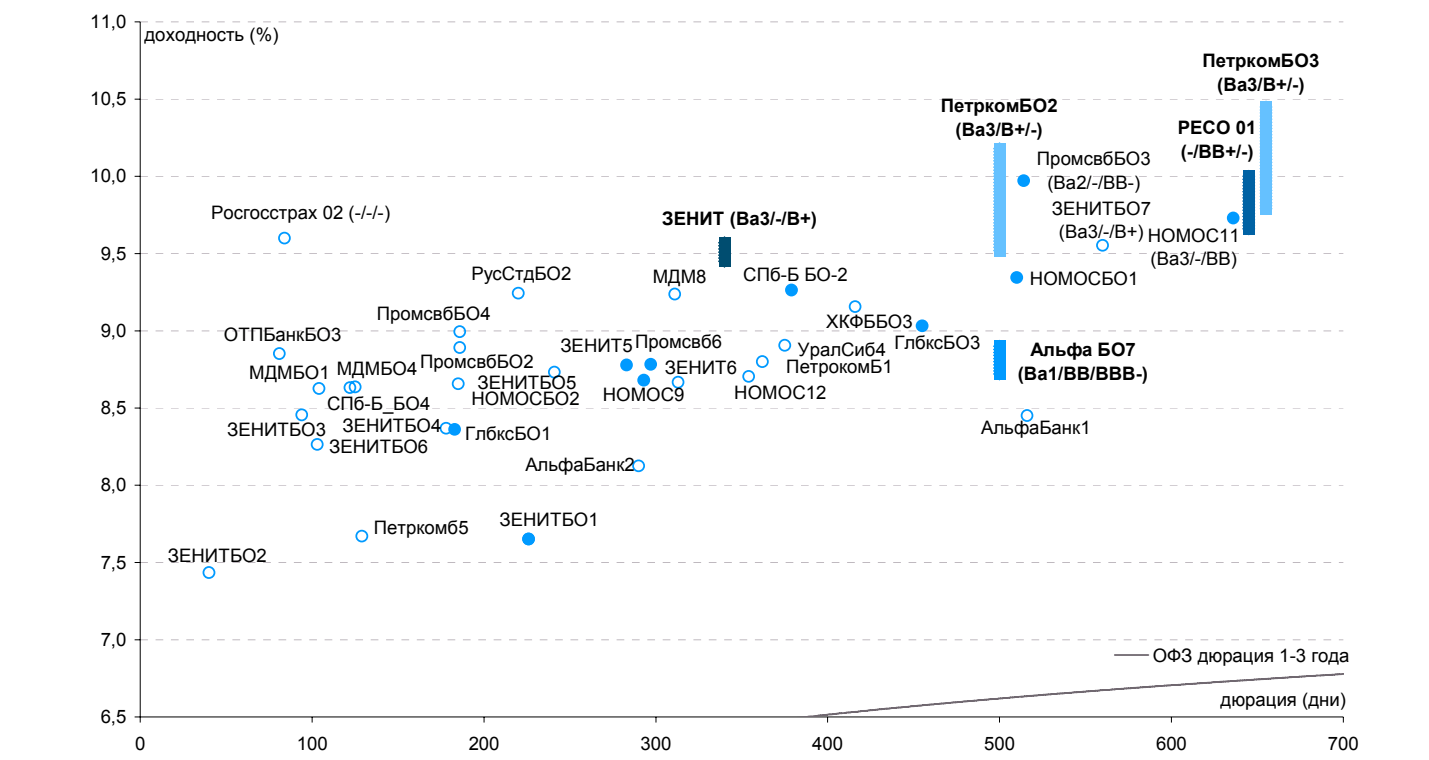
Финансовые показатели РЕСО и банков за 2011 г. (МСФО)

млрд руб.	Группа РЕСО	Альфа-Банк	Банк Петрокоммерц	Банк ЗЕНИТ
	-/BB+/-	Ba1/BB/BBB-	Ba3/B+/-	Ba3/-/B+
Активы	84	1 010	200	247
Соб. капитал	15	111	28	24
Долг	10	204	12	56
Соб. капитал/Активы	17,9%	11,0%	14,0%	9,7%
Долг/Пассивы	11,9%	20,2%	6,1%	22,7%
Чистая прибыль	4	19	0,4	3
RoAA	5,0%	2,0%	0,2%	1,1%

Источник: данные компании и банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

В целом, предлагаемая РЕСО Гарантия доходность находится на уровне крупнейших частных банков с рейтингом «BB-/BB» (спред кривой ОФЗ около 280-320 б.п.). Тем не менее, несмотря на то, что самостоятельный кредитный профиль эмитента является довольно надежным и в составе акционеров присутствуют крупные международные финансовые институты, для инвесторов в рублевые облигации риски банковского сектора более понятны (прозрачны), нежели страхового бизнеса. Кроме того, в развитие бизнеса РЕСО Гарантия некоторую неопределенность все же добавляет возможное объединение с ВСК. Таким образом, принимая во внимание все выше перечисленное, мы считаем, что облигации РЕСО Гарантия серии 01 с поправкой на дебют могут представлять интерес для инвесторов с доходностью ближе к верхней границе (от 9,9% годовых).

Доходности бумаг финансового сектора (16.08.2012 г.)



Александр Полютков

Ярославская область (-/-/ВВ).

Событие. Ярославская область начала пре-маркетинг облигаций серии 34011 объемом 3 млрд руб., размещение которых ожидается в первой половине августа 2012 г. Предварительные параметры выпуска: индикатив ставки купона составляет 8,75-9,15% годовых, доходность 8,83-9,25% годовых при дюреции 2,37 года (облигации с амортизацией). Цена размещения 100% номинала.

Комментарий. Обращающиеся облигации Ярославской области серий 34009 (УТМ 7,49%/179 дн.) и 34010 (УТМ 8,13%/493 дн.) в настоящее время неликвидные, поэтому, на наш взгляд, наиболее показательным, при позиционировании новых бумаг региона, будет воспользоваться итогами последних размещений субфедеральных эмитентов.

Так, в конце второй декады июля 2012 г. состоялось доразмещение облигаций Липецкой области (-/ВВ/-) серии 34007 на сумму 1,39 млрд руб. с доходностью 9,19% годовых при дюреции 2,49 года (спрос составил 2 млрд руб.), сейчас УТМ 9,13%/2,46 года. Кроме того, 18 июля 2012 г. прошел аукцион по облигациям Чувашии (Ва2/-/-) серии 34009 объемом 1,5 млрд руб., по итогам которого доходность была определена на уровне 8,88% при дюреции 1,82 года, спрос превысил предложение в 2,2 раза, сейчас УТМ 8,66%/1,79 года. Вчера закрылась книга заявок на облигации Белгородской области (Ва1/-/-) серии 34006 объемом 3 млрд руб., ставка купона, как и мы и ожидали, была установлена на уровне 8% годовых, а доходность составила 9,2% годовых при дюреции 2,47 года, а также прошел аукцион по бумагам Республики Хакасия (-/-/ВВ-) серии 34002 объемом 2 млрд руб., по итогам которого, по данным министерства финансов региона, выпуск был размещен полностью с доходностью 9,52% годовых. Напомним, индикатив УТМ бондов республики был в диапазоне 9,25-9,75% годовых при дюреции 2,08 года.

Что касается кредитного качества Ярославской области, то, на наш взгляд, оно является умеренным: регион располагает средним по размеру бюджетом среди других субъектов РФ (более 40 млрд руб.), при этом доля собственных доходов является довольно высокой (свыше 80%), а долговая нагрузка находится на приемлемом уровне (госдолг/соб.доходы – около 39%). В то же время отметим, что в 2012 г. бюджет области запланирован с весьма значительным дефицитом (15,9% доходов или 6,9 млрд руб.), покрытие которого может потребовать, в том числе привлечения заемных средств. Поэтому не исключено, что в связи с этим долговая нагрузка региона возрастет, по нашим оценкам, госдолг/соб.доходы может составить до 47% (по итогам 2012 г.).

Вместе с тем, по размеру ВРП Ярославская область в 2010 г. занимала 42 место (с 234 млрд руб.) в России, а экономика региона является довольно диверсифицированной (наиболее развитыми являются

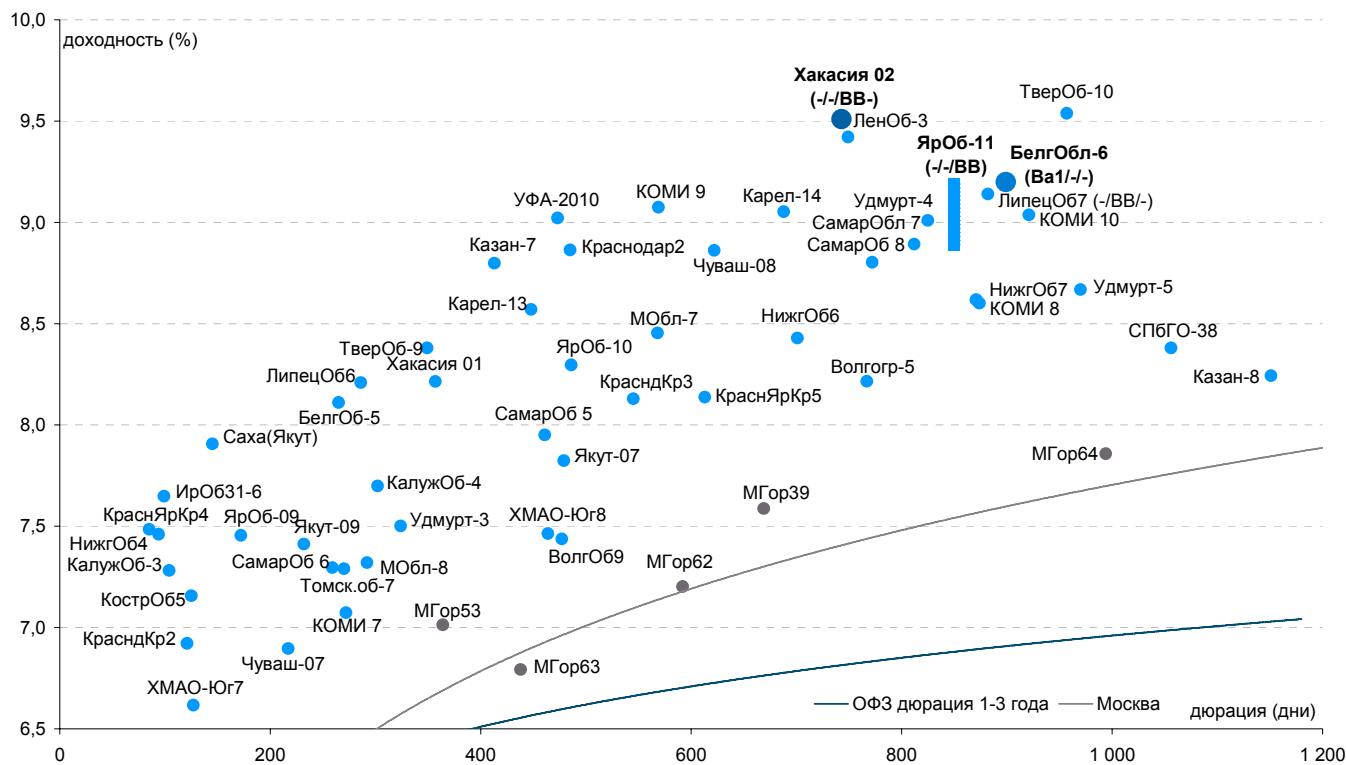
химическая и нефтехимическая промышленность, машиностроение, пищевая промышленность и др.). В свою очередь, среди субфедеральных заемщиков, недавно размещавших свои бумаги, на наш взгляд, с Ярославской областью в большей степени сопоставима Липецкая область, в частности: по размеру региональной экономики (42 место против 38 места по объему ВРП соответственно); по уровню кредитного рейтинга («ВВ»/Стабильный от Fitch и S&P соответственно), по объему бюджета (43,5 млрд руб. против 32,7 млрд руб. соответственно), высокой доле собственных доходов (82% против 78% соответственно), уровню долговой нагрузки (госдолг/соб.доходы – 39% против 34% соответственно). Таким образом, учитывая итоги последних размещений/доразмещений субъектов РФ, особенно облигаций наиболее сопоставимой Липецкой области, мы считаем, что бумаги Ярославской области должны размещаться на схожих уровнях, то есть, по нашим оценкам, с доходностью от 9,1% годовых при дюрации 2,37 года.

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

Регионы	Рейтинг (M/S&P/F)	Доходы		Соб. доходы		Доля соб.дох-в в дох-х		Расходы		Дефицит/профицит		Госдолг	Госдолг/Соб.доходы
		2012П	5М12	2012П	5М12	2012П	5М12	2012П	5М12	2012П	5М12	5М12	5М12*
Ярославская область	- / - / ВВ	43,5	18,1	35,8	14,9	87,8%	82,2%	50,4	18,5	-6,9	-0,4	13,9	38,9%
Республика Хакасия	- / - / ВВ-	16,5	7,5	13,8	5,7	83,8%	76,3%	19,8	6,6	-3,4	0,9	3,3	24,1%
Белгородская область	Ba1 / - / -	66,8	27,0	49,4	17,6	73,9%	65,3%	70,8	21,8	-4,0	5,2	26,3	62,3%
Липецкая область	- / ВВ / -	32,7	13,3	27,2	10,4	83,0%	78,1%	36,7	13,8	-4,0	-0,6	8,6	34,4%
Чувашская Республика	Ba2 / - / -	29,5	14,3	17,7	7,5	59,9%	52,3%	33,4	12,0	-3,9	2,3	5,8	32,5%

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа
* соб.доходы приведены к году

Доходности бумаг субъектов РФ и муниципальных образований



Александр Полотов

Банк Петрокоммерц (Ba3/B+/-).

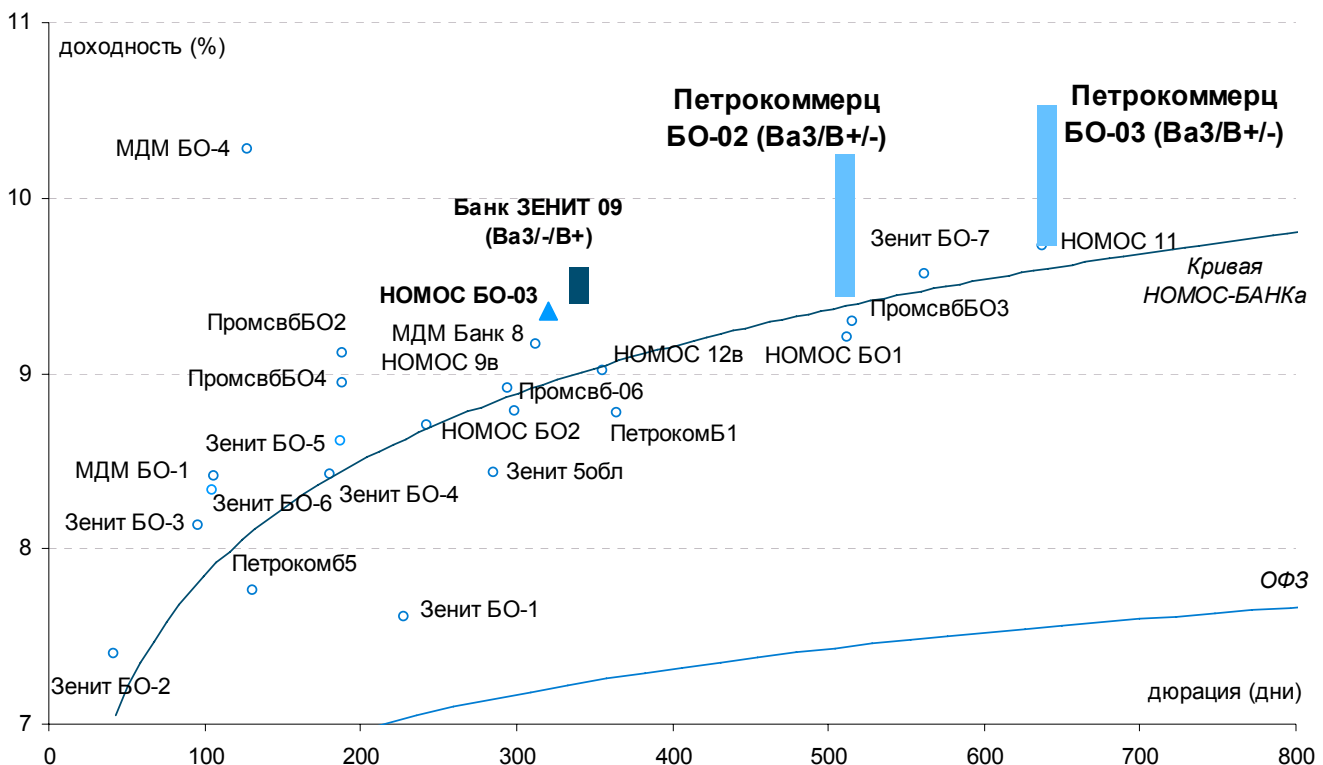
Событие. Банк «Петрокоммерц» планирует 15 августа открыть книгу заявок двух выпусков биржевых облигаций общим объемом 8 млрд руб., размещение – 21 августа. Ориентир ставки 1 купона бондов БО-02 на 3 млрд руб. установлен на уровне 9,25-10% годовых (УТР 9,46-10,25%). По выпуску планируется объявить 1,5-летнюю оферту на выкуп бумаг. Ориентир по купону бондов БО-03 на 5 млрд руб. предварительно составляет 9,5-10,25% (9,73-10,51%) годовых при 2-летней оферте.

Комментарий. Напомним, НОМОС-БАНК разместил биржевые облигации серии БО-03 объемом 5 млрд

руб. с доходностью 9,36% к годовой оферте при первоначальном ориентире 9,0-9,46% годовых. На наш взгляд, НОМОС-БАНК не только предложил по своим бумагам более комфортный срок дюрации, но и обеспечил более выгодные, по нашему мнению, по соотношению риск / доходность уровни. Так, между рейтингами банков разница достигает 2 ступеней (у НОМОС-БАНКА от Fitch «BB» и у Банка Петрокоммерц от S&P «B+»). Отдельно отметим, что Группа НОМОС-БАНКа в 3,3 раза крупнее Банка Петрокоммерц (см.таблицу «Финансовые показатели деятельности крупных российских частных банков»). Но, несмотря на это, минимальная премия к «Кривой НОМОС-БАНКа» по всем трем обозначенным выпускам составляет 20-30 б.п.

Таким образом, участие по нижней границе предложенных диапазонов доходности бумаг Банка Петрокоммерц, неинтересно. Скорее, в качестве ориентира стоит выбрать середину предложенного диапазона, закладывая тем самым премию к выпуску НОМОС-БАНКа до 20 б.п.

Доходности бумаг финансового сектора (средневзв.)



Финансовые показатели деятельности крупных российских частных банков (МСФО)

	Петрокоммерц		Банк ЗЕНИТ		Промсвязьбанк		НОМОС-БАНК		Альфа-Банк****	
М / S&P / F	Ba3/B+/-		Ba3/-/B+		Ba2/-/BB-		Ba3/-/BB		Ba1/BB/BBB-	
Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010
Активы	200	10%	247	23%	563	18%	662	25%	1 010	16%
Кредиты (net)	131	24%	164	29%	396	27%	448	32%	702	37%
Кредиты (gross)	149	21%	175	28%	425	22%	468	32%	746	35%
Доля (net) в активах	65,5%	---	66,6%	---	70,4%	---	67,6%	---	69,5%	---
NPL (>90дн.)	9,8%	---	3,9%	---	5,7%	---	2,0%	---	1,4%	---
Покрытие NPL (90+) резервами	1,2	---	1,56	---	1,21	---	2,1	---	4,1	---
Кредиты / Средства клиентов	0,9	---	1,16	---	1,2	---	1,2	---	1,2	---
Вложения в финансовые активы	22	-45%	24	0%	67	1%	88	7%	120	-20%
доля в активах	11,1%	---	9,6%	---	11,8%	---	13,3%	---	11,9%	---
Средства клиентов	141	19%	142	22%	339	14%	382	22%	588	15%
доля в активах	70,4%	---	57,7%	---	60,2%	---	57,8%	---	58,2%	---
ТСАР	18,8%	---	13,9%	---	13,9%	---	16,2%	---	n/a	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	6	11%	7	6%	24	14,7%	28	37%***	42	5%
Прибыль	0,4	107%	3	-31%	5	111%	12	16%***	19	12%

Качественные показатели	2011		2011		2011		2011		2011	
		%		%		%		%		%
RoAE*	1,6%	+0,8 п.п.	10,9%	-6,5 п.п.	10,6%	+4,6 п.п.	18,5%**	-2,6 п.п.	18,4%	-0,7 п.п.
RoAA	0,2%	+0,1 п.п.	1,1%	-0,8 п.п.	1,0%	+0,5 п.п.	2,1%**	-0,2 п.п.	2,0%	-0,2 п.п.
NIM	4,2%	-0,2 п.п.	4,1%	-0,4 п.п.	5,5%	-0,2 п.п.	5,5%	+0,2 п.п.	5,1%	-1,02 п.п.
C / I	71,8%	+12,4 п.п.	58,0%	+7,0 п.п.	50,8%	-2,0 п.п.	46,6%**	+3,1 п.п.	51,8%	+7,7 п.п.

Источник: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

* RoAE для акционеров Группы НОМОС-БАНКА.

** Исключая разовые расходы на IPO в размере в 215 млн руб. С учетом расходов RoAE составил 18,2%, RoAA – 2,0%, Cost / Income – 47,2%.

*** Показатели указаны в предположении, что приобретение ХМБ произошло 1 января 2010 г.

**** Отчетность Альфа-Банка была переведена из долларов США в рубли для большей репрезентативности и возможности сравнения.

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 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.