

18 февраля 2013 г.

Эмитенты по-прежнему предлагают интересные ставки при хорошем спросе со стороны инвесторов, поэтому практически по всем текущим предложениям мы рекомендовали участие ближе к нижним границам обозначенных диапазонов. Интересно, что некоторые эмитенты (Газпром капитал и Банк Русский Стандарт) тестируют рынок, предлагая сразу несколько вариантов дюрации, при этом более короткие выпуски, на наш взгляд, все же смотрятся интереснее.

Календарь событий первичного рынка

| Текущие предложения | | | | | | | | | |
|------------------------------------|-------------------------------|------------------------------------|------------------|-----------------------|-----------------------------|---------------------------------|---|--|-------------------------------|
| Облигации, аукционы, book building | | | | | | | | | |
| Выпуск | Рейтинг эмитента, М / S&P / F | Возможность включения в Ломбард ЦБ | Объем, млн руб. | Закрытие книги заявок | Планируемая дата размещения | Ориентир купона / доходности | Пересмотренный ориентир купона / доходности | PUT / MATURITY, лет | Наша рекомендация, доходность |
| NEW Газпром капитал 04 | | - | 5 000 | | | 7,70-7,95% / 7,85-8,11% | - | - / 5 | от 7,85% |
| NEW Газпром капитал 05 | Рейтинг Газпрома Ваа1/BBB/BBB | - | 10 000 | 19 фев | 21 фев | 7,60-7,80% / 7,74-7,95% | - | - / 4 | от 7,74% |
| NEW Газпром капитал 06 | | - | 15 000 | | | 7,50-7,65% / 7,64-7,80% | - | - / 3 | от 7,64% |
| NEW ВЭБ 01в (вторичн.) | Ваа1/BBB/BBB | да | до 500 млн долл. | 20 фев | 21 фев | 1,99% / цена не менее 100,0% | - | 1 / 2 | - |
| NEW Магнит 01 | -BB-/- | да | 5 000 | 20 фев | 26 фев | 8,6-8,8% / 8,78-8,99% | - | - / 3 | от 8,78% |
| NEW ЮУ ЮКСИ 01 | -BB+/BB+ | да | 2 500 | 22 фев | 26 фев | 10,0-10,5% / 10,25-10,78% | - | - / 3 | - |
| NEW Банк ЗЕНИТ БО-05 (вторичн.) | Ва3/-/В+ | да | до 3 млрд руб. | - | 18 фев | 8,75%, цена 100% | - | 1 / 2 | см.комментарий |
| NEW Банк Русский Стандарт БО-03 | Ва3/В+/В+ | да | 3 000 | 22 фев | 26 фев | 9,4-9,9% / 9,62-10,15% | - | 1,5 / 3 | от 9,7% |
| NEW Банк Русский Стандарт БО-04 | | да | 3 000 | | | 9,65-10,15% / 9,88-10,41% | - | 2 / 3 | - |
| NEW Запсибкомбанк БО 03 | -/В+/- | да | 2 000 | 26 фев | 28 фев | 11,9-12,5% / 12,25-12,89% | - | 2 / 3 | от 12,3% |
| NEW СДМ-Банк 01 | -/В | да | 1 500 | 27 фев | 1 мар | 12,25-12,75% / 12,63-13,16% | - | 1 / 3 | - |
| Еврооблигации / ECP | | | | | | | | | |
| VTB, ECP | Ваа1/BBB/BBB | - | в руб. | - | - | 7,0% | - | - / 1 | - |
| Sberbank 2017 (доразм.) | Ваа1/-/BBB | - | в CHF | - | - | YTP ms +172,5 б.п. | - | - / 4 | - |
| 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 |
| Завершенные размещения | | | | | | | | | |
| Татфондбанк БО-07 | В3/-/ | да | 2 000 | 6 фев | 8 фев | 12,5-13,0% / 12,89-13,42% | - | 12,75% / 13,15% | 1 / 3 |
| Металлоинвест 02 | Ва3/BB-/BB- | да | 5 000 | 6 фев | 8 фев | 9,0-9,5% / 9,2-9,73% | - | 8,9% / 9,09% | 5 / 10 |
| Металлоинвест 03 | | да | 5 000 | | | 8,5-8,75% / 8,68-8,94% | - | 8,65% / 8,84% | 5 / 10 |
| Башнефть 06 | | да | 10 000 | | | 8,7-8,95% / 8,89-9,15% | - | 8,85% / 9,05% | 7 / 10 |
| Башнефть 07 | Ва2/-/BB | да | 10 000 | 7 фев | 12 фев | 8,5-8,75% / 8,68-8,94% | - | 8,65% / 8,84% | 5 / 10 |
| Башнефть 08 | | да | 5 000 | | | 8,7-8,95% / 8,89-9,15% | - | 8,85% / 9,05% | 7 / 10 |
| Башнефть 09 | | да | 5 000 | | | 8,7-8,9% / 8,89-9,1% | 8,6-8,7% / 8,79-8,89% | 8,6% / 8,79% | - / 3 |
| ЮниКредит БО-06 | -/BBB/BBB+ | да | 5 000 | 8 фев | 14 фев | 8,5-8,75% / 8,68-8,94% | - | 8,5% / 8,68% | 5 / 10 |
| ЮниКредит БО-07 | | да | 5 000 | | | 13,4-13,9% / 13,85-14,38% | - | 13,6% / 14,05% | - / 5,5 |
| РусГидро 07 | Ва1/BB+/BB+ | да | 10 000 | 8 фев | 14 фев | 10,25-10,75% / 10,51-11,04% | 10,25-10,5% / 10,51-10,78% | 10,4% / 10,6% | 1 / 3 |
| РусГидро 08 | | да | 10 000 | | | не выше 8,65% / не больше 8,84% | - | 8,5% / 8,68% | - / 3 |
| КБ Восточный 02 (суб.) | В1/-/ | да | 4 429 | 12 фев | 14 фев | 7,9-8,15% / 8,14-8,4% | - | 7,9% / 8,14% | - / 3 |
| ЛОКО-Банк БО-02 | В2/-/В+ | да | 4 000 | 12 фев | 14 фев | 9,3-9,8% / 9,52-10,04% | - | 9,6% / 9,83% | 1 / 3 |
| МОЭСК БО-03 | Ва2/BB-/ | да | 5 000 | - | 13 фев | 10,5-11,0% / 10,78-11,3% | 10,35-10,5% / 10,61-10,78% | 10,4% / 10,66% | 1,5 / 3 |
| ВТБ БО-22 | Ваа1/BBB/BBB | да | 15 000 | 15 фев | 19 фев | н/д | н/д | н/д | - / 3 |
| КРЕДИТ Европа Банк БО-04 | Ва3/-/BB- | да | 5 000 | 15 фев | 19 фев | | | | |
| Азиатско-Тихоокеанский Банк БО-01 | В2/-/ | да | 3 000 | 15 фев | 19 фев | | | | |
| РЕСО-Лизинг 01 | -/-/ | нет | 2 500 | 18 фев | 20 фев | | | | |

| | | Еврооблигации | | | | | | | | |
|--|----------------|---------------|--------------|------------------------|----------|---------------|-------------|----------------------|-----------|--|
| Ruspetro | - | - | 50 млн евро | перенесено | 11-11,5% | - | - | - | - | |
| Gasprombank | Baa3/BBB-/- | - | 500 млн CHF | - | 4 фев | около 4% | - | 4,0% | - / 3 | |
| ФосАгро 2018 | Baa3/-BB+ | - | \$ 500 млн | - | 6 фев | ms + 320 б.п. | - | 4,20% | - / 5 | |
| NLMK 2018 | Baa3/BBB-/BBB- | - | \$ 800 млн | 8 фев | 11 фев | 4,625-4,75% | 4,45-4,55% | 4,45% | - / 5 | |
| Novatek | Baa3/BBB-/BBB- | - | 14 млрд руб. | road-show 29-30 янв | 12 фев | - | - | 7,75% | - / 4 | |
| Gasprombank ECP 06 | | - | \$ 17 млн | - | - | - | - | - | 08.май.13 | |
| Gasprombank ECP 07 | Baa1/BBB/BBB | - | \$ 32,45 млн | - | 13 фев | - | - | - | 15.авг.13 | |
| Gasprombank ECP 08 | | - | \$ 11,33 млн | - | - | - | - | - | 06.фев.14 | |
| Vimpelcom 2018 | | - | 12 млрд руб. | - | 13 фев | - | - | 9,00% | - / 5 | |
| Vimpelcom 2019 | Ba3/-/BB | - | \$ 600 млн | - | 13 фев | - | - | 5,20% | - / 6 | |
| Vimpelcom 2023 | | - | \$ 1000 млн | - | 13 фев | - | - | 5,95% | - / 10 | |
| Russian Standard Finance SA 2015 | Ba3/B+/B+ | - | 500 млн CHF | road-show 29-30 янв | 14 фев | около 8% | - | 8,00% | - / 2 | |
| TCS 2018 (суб., доразм.) | B2/-/B | - | \$ 75 млн | - | 14 фев | цена 106% | - | 12,16%, цена 107% | - / 5 | |
| VEB 2018 | | - | 1 млрд евро | - | - | ms+220 б.п. | ms+195 б.п. | 3,035% | - / 5 | |
| VEB 2023 | Baa1/BBB/BBB | - | 500 млн евро | - | 15 фев | ms+240 б.п. | ms+215 б.п. | 4,032% | - / 10 | |
| Promsvyazbank 2019 (суб., доразм.) | Ba2/-/BB- | - | \$ 200 млн | - | 15 фев | 9,0-9,2% | 9,0% | 9,0% | - / 5 | |
| КБ Ренессанс Кредит 2018 (суб., доразм.) | B2/B/B | - | \$ 50 млн | - | 15 фев | - | - | 12,63%, цена 103,25% | - / 5 | |

Комментарии к размещениям

NEW Газпром капитал

Предложение монополии выглядит вполне интересно. Рекомендуем участие по нижней границе.

NEW Магнит (-/BB-/-)

Облигации Магнита наверняка найдут повышенный спрос у инвесторов, учитывая последние впечатляющие финансовые результаты компании и высокий интерес на рынке к новым бумагам корпоративных эмитентов. Предложение интересно по нижней границе индикатива.

NEW Банк ЗЕНИТ (Ba3/-/B+)

Привлекательность вторичного размещения ограничена отсутствием премии к другим выпускам банка и текущим уровнем кривой эмитента.

NEW Русский Стандарт (Ba3/B+/B+)

Более короткий выпуск выглядит привлекательней, рекомендуем участвовать в займе от 9,7% годовых.

NEW Запсибкомбанк (-/B+/-)

Размещение в займе интересно по нижней границе диапазона, что оставляет достаточную премию к остальным предложениям первичного рынка. При этом мы не исключаем снижения ориентира, судя по последним размещениям.

Итоги последних размещений:

Прошедшие недели потребовали от инвесторов дополнительного внимания к первичному рынку: множество предложений позволяло выбирать наиболее интересные варианты.

На внутреннем рынке наиболее удачно выступили Металлоинвест, ЮниКредит Банк и Азиатско-Тихоокеанский Банк, ставки по выпускам которых сложились ниже первоначально заявленных ориентиров. ЛОКО-Банк, почувствовав активный спрос, увеличил размещаемый объем до 4 млрд руб., хотя ранее принималось решение о размещении облигаций на 3 млрд руб. По нижнему краю диапазона закрыли книги РусГидро и ВТБ. При этом те займы, которые уже вышли во вторичное обращение, продолжают пользоваться спросом – цены при первых сделках складываются выше номинала. В особенности здесь можно отметить ЮниКредит Банк, где уровень доходил почти до 100,9%.

На внешних площадках также все смотрелось очень даже неплохо: одним днем разместились НЛМК, заняв на рынке 800 млн долл. на 5 лет, при этом ставка ушла ниже первоначальных ориентиров, и ВымпелКом – три займа на 1,6 млрд долл. и 12 млрд руб. Также успешен был ВЭБ, который привлек 1,5 млрд евро, сумев по величине купона опуститься ниже анонсированного диапазона. Из высокорискового сегмента отметим ТКС Банк, который провел доразмещение субординированного выпуска на 75 млн долл. по 107% от номинала при первоначально озвученной цене в 106%. Интересно, что на вторичном

рынке наибольший рост показали ВымпелКом (выше 101% по коротким займам) и ТКС Банк (до 107,7%), также выше номинала ушел НЛМК, а вот ВЭБ продемонстрировал небольшое снижение цены – до 99,4%.

Отметим, что предложений в феврале по субординированным выпускам было много, что связано с повышением требований к расчету величины достаточности капитала и структуре субординированных займов. Помимо уже упомянутого ТКС Банка доразмещения также провели Промсвязьбанк и КБ Ренессанс Кредит.

Комментарии:

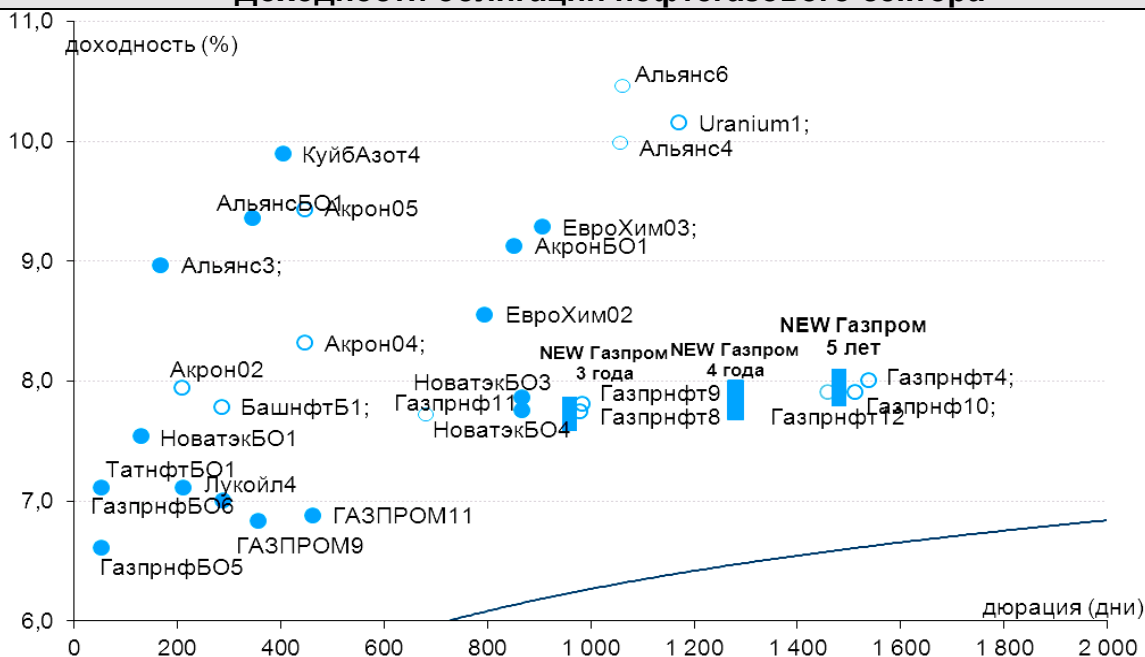
NEW Газпром капитал

Предложение монополии выглядит вполне интересно. Рекомендуем участие по нижней границе.

Событие. Газпром капитал 18 февраля откроет книгу заявок на облигации серий 04-06. Закрытие книги намечено на 19 февраля. Ориентир купона 5-летних облигаций серии 04 на 5 млрд руб. был объявлен в диапазоне 7,70-7,95% (YTM 7,85-8,11%) годовых, по 4-летним облигациям серии 05 на 10 млрд. рублей - 7,60-7,80% (YTM 7,74-7,95%) годовых, по 3-летним облигациям серии 06 на 15 млрд. руб. - 7,50-7,65% (YTM 7,64-7,80%) годовых.

Комментарий. Газпром достаточно мало представлен на локальном рынке, в основном предпочитая заимствования на рынке евробондов, где у эмитента сформирована кривая доходностей. На рублевый рынок компания выходила последний раз в 2007 году. В обращении сегодня всего два выпуска серии 09 и 11, которые отличаются довольно умеренной ликвидностью для «голубых фишек». Так, оборот (ММВБ) за последний месяц составил около 400 млн руб., что в свою очередь не сопоставимо с оборотами по ФСК, РЖД, которые превышают 1 млрд руб. Мы считаем, что неплохим ориентиром могут выступить бонды Газпром нефти, прежде всего бумаги серии 12 с офертой в декабре 2017 года, которые являются самым ликвидным инструментом среди бондов нефтяной компании. Последние дни облигации торговались с доходность около 7,9%, что практически совпадает с нижней границей предложенного Газпромом диапазона по 5-летнему выпуску. Отметим, что если обратить внимание на рынок евробондов, то здесь спрэд между бумагами дочерней и материнской компаниями составляют около 15-20 б.п. Исходя из этого, мы видим, что уровни размещения, вероятно, будут ниже. На данном отрезке дюрации мы рекомендуем участие до 7,7% годовых. Что касается более коротких выпусков, то отметим, что на сегодняшний день выпуск Газпромнефти-8, который ближе всего по дюрации к новому трехлетнему выпуску Газпрома, показывает сегодня на рынке предложение на покупку с доходностью 7,68%, что совпадает с нижней границей трехлетнего выпуска. Фактором, несколько смущающим инвесторов, может стать премия за дюрацию в год между выпусками, которая составляет порядка 10 б.п. в плюс к этому участникам торгов стоит подождать вхождения бумаг в список РЕПО ЦБ. Резюмируя, мы считаем участие в выпусках уже по нижней границе вполне интересным, при этом трехлетний выпуск в силу большего объема и как следствие большей ликвидности в дальнейшем кажется более привлекательной инвестицией.

Доходности облигаций нефтегазового сектора



Игорь Голубев

NEW Магнит (-/ВВ-/-)

Облигации Магнита наверняка найдут повышенный спрос у инвесторов, учитывая последние впечатляющие финансовые результаты компании и высокий интерес на рынке к новым бумагам корпоративных эмитентов. Предложение интересно по нижней границе индикатива.

Событие. Магнит начал пре-маркетинг 3-летних облигаций серии 01 объемом 5 млрд руб. Заявленный эмитентом индикатив ставки 1 купона составляет 8,6-8,8% годовых (YTM 8,78-8,99% годовых). Предварительный период сбора заявок – 19-20 февраля 2013 г., размещение выпуска намечено на 26 февраля.

Комментарий. Отметим, что в настоящее время обращающиеся выпуски ритейлера практически неликвидные. Небольшой объем сделок проходит по биржевым облигациям серий БО-05 и БО-07, средневзвешенная доходность которых формирует спрэд к кривой ОФЗ порядка 250-270 б.п. Учитывая эти спрэды, а также повышенный интерес инвесторов к бумагам корпоративных эмитентов на первичном рынке, новые бумаги Магнита, наверняка, найдут спрос уже по нижней границе индикатива.

Предложение Магнита выглядит вполне конкурентным и на фоне облигаций ИКС 5 Финанс (В2/В+/-) серии БО-01 (YTM /ср.взвеш./ 9,24%/845 дн., спрэд к кривой ОФЗ около 310 б.п.), которые дают премию к новым бумагам Магнита 20-40 б.п., что за разницу в кредитных оценках (на 1 степень ниже) и слабые результаты Х5 в 2012 г. выглядит вполне оправданно. БОльшую премию – порядка 80-100 б.п. – могут предложить бумаги О'КЕЙ (-/В+) серии 02 (9,86%/913 дн./ спрэд к кривой ОФЗ 360 б.п.), но здесь следует учитывать меньший масштаб бизнеса, а также узкую специализацию на гипермаркетах и концентрацию деятельности в С.-Петербурге, что в условиях повышенной конкуренции не оставляет выбора ритейлеру кроме как проводить активную региональную экспансию, которая наверняка потребует крупные капвложения и окажет давление на долговую нагрузку.

В свою очередь, Магнит продемонстрировал в 2012 г. одни из самых сильных (если не из лучших в секторе) операционные и финансовые результаты: за год было открыто 1 575 магазинов (торговая площадь расширилась на 29% до 2,55 млн кв. м.), выручка выросла на 26% до 14,43 млрд долл. (в рублях на 33%), EBITDA – на 62% до 1,5 млрд долл., EBITDA margin прибавила 2,3 п.п. до 10,6%. Магнит пока еще не представил данные по размеру долга на конец 2012 г (публикация отчетности ожидается в марте), но менеджмент сообщал, что соотношение Чистый долг/EBITDA составит 1,4-1,5х против 1,2х в 2011 г. Не исключено, что в свете более высокого, чем ожидалось, значения EBITDA, данная метрика может оказаться и ниже - 1,2-1,3х.

(См. наш комментарий:

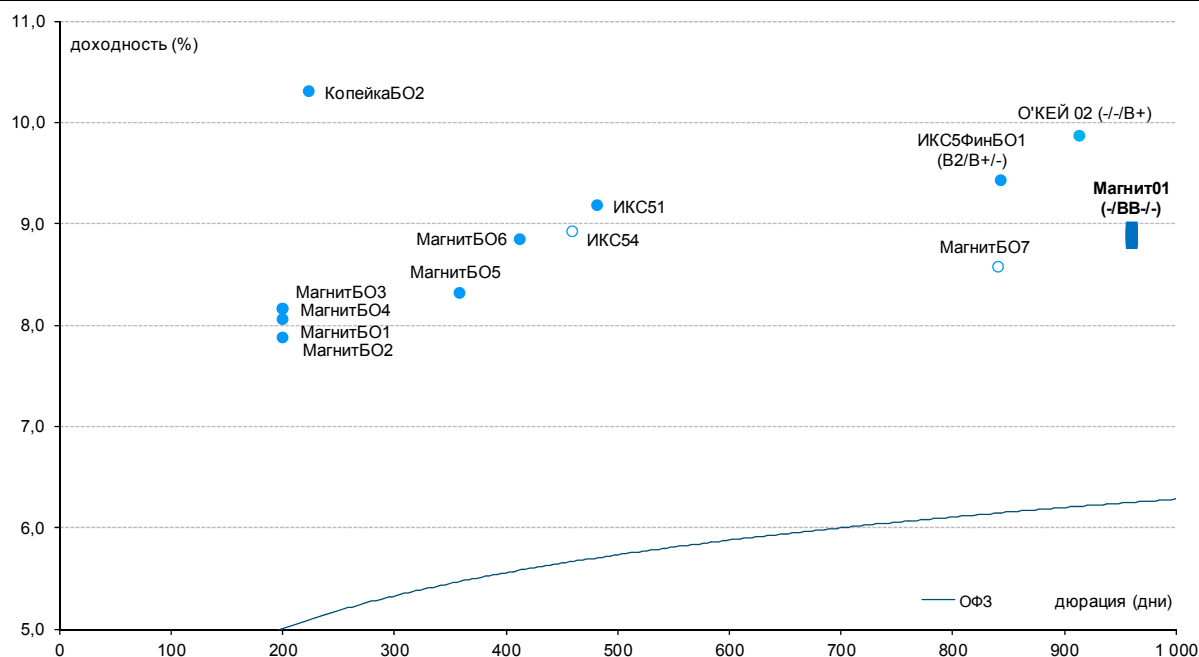
http://www.nomos.ru/upload/iblock/252/NOMOS_daily_debt_markets_23_01_2012.pdf).

Финансовые показатели Магнита (МСФО)

| млн долл. | 2012 | 2011 | Изм., % |
|--------------------|--------|--------|-----------|
| Выручка | 14 430 | 11 423 | 26,3 |
| EBITDA | 1 524 | 939 | 62,3 |
| EBITD margin | 10,6% | 8,2% | 2,34 п.п. |
| Чистая прибыль | 804 | 419 | 91,9 |
| margin | 5,6% | 3,7% | 1,9 п.п. |
| Долг | n/a | 1 617 | - |
| Долг/EBITDA | n/a | 1,7 | - |
| Чистый долг/EBITDA | n/a | 1,2 | - |

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций розничных компаний (14.02.2013)



Александр Полютков

NEW Банк ЗЕНИТ (Ba3/-/B+)

Привлекательность вторичного размещения ограничена отсутствием премии к другим выпускам банка и текущим уровнем кривой эмитента.

Событие. По облигациям серии БО-05 Банка ЗЕНИТ 18 февраля 2013 года должна состояться оферта. Цена выкупа облигаций - 100% от номинала. Тогда же, в дату исполнения оферты, эмитент намерен провести вторичное размещение облигаций указанного выпуска объемом до 3 млрд руб. Объявленный ориентир цены размещения составляет 100% от номинала. Ставка 3-4 купонов составляет 8,75%.

Комментарий. Отметим, что банк при вторичном размещении при цене 100,0% не предложил инвесторам какой-либо заметной премии к рынку: оферта по займу сложится с УТР порядка 8,94%, при этом займы БО-04 и БО-07 с близкой дюрацией торгуются с доходностью 8,9% годовых. Напомним, как и остальные займы банка, выпуск входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17,5%.

Также мы принимаем в расчет, что облигации эмитента торгуются заметно ниже (до 30 б.п.) выпусков других частных банков, таким образом возможность самостоятельного апсайда бумаг банка несколько ограничена. На наш взгляд, участие в займе интересно, в первую очередь, для консервативного инвестора.

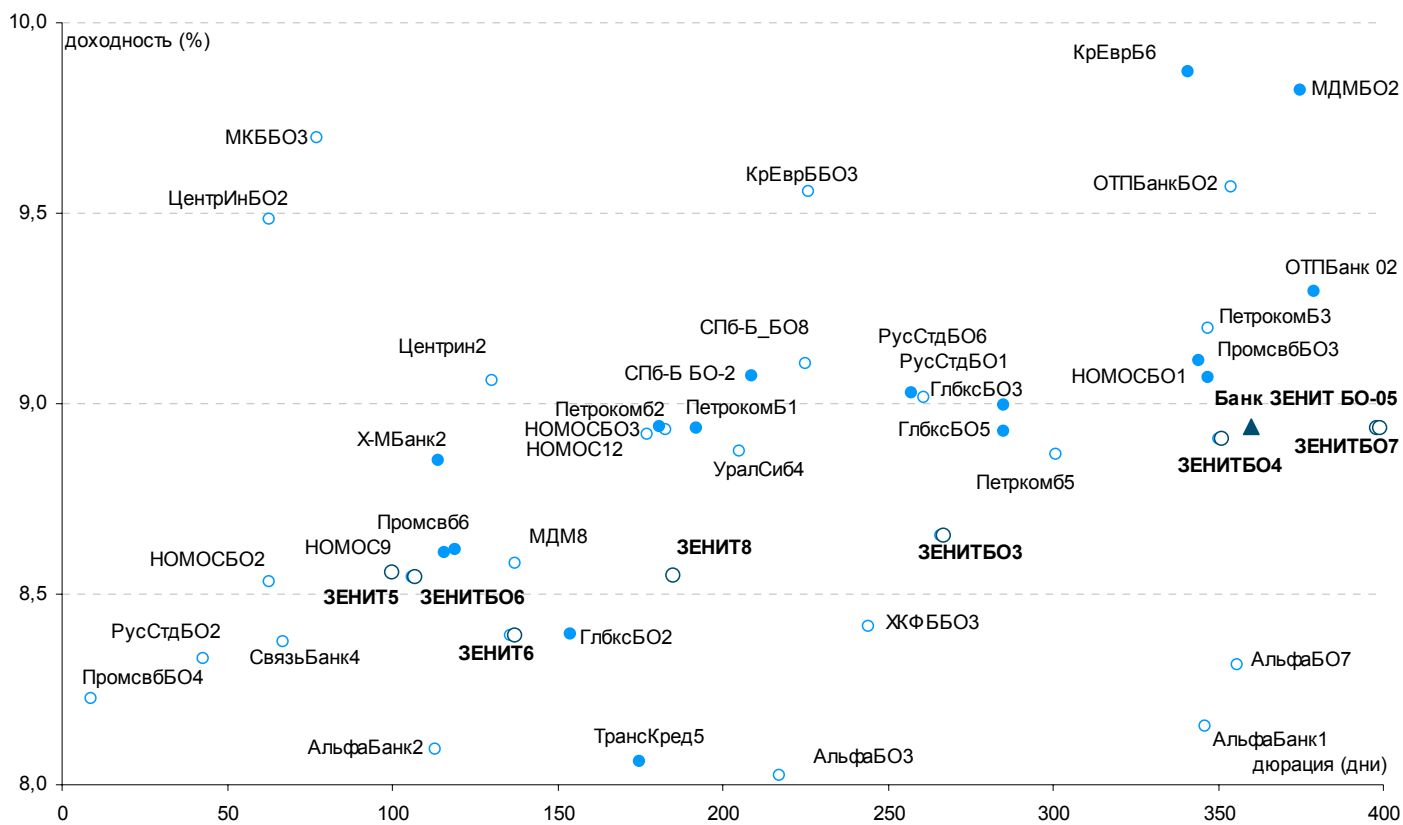
Финансовые показатели Банка ЗЕНИТ по МСФО

| Показатели отчетности, млрд руб. | 2010 | 2011 | 1H 2011 | 1H 2012 | % |
|---|-------|-------|---------|---------|-------|
| Активы | 199,8 | 246,7 | 228,3 | 257,8 | 5% |
| Кредиты (net) | 127,0 | 164,3 | 149,4 | 173,8 | 6% |
| Кредиты (gross) | 136,8 | 174,8 | 159,7 | 183,7 | 5% |
| доля в активах | 63,6% | 66,6% | 65,4% | 67,4% | --- |
| NPL (>90дн.) | 4,4% | 3,9% | n/a | n/a | --- |
| Покрытие NPL резервами | 1,64 | 1,56 | n/a | n/a | --- |
| Кредиты / Средства клиентов | 1,09 | 1,16 | 1,12 | 1,13 | --- |
| уровень резервов | 7,2% | 6,0% | 6,4% | 5,4% | --- |
| Вложения в финансовые активы | 23,5 | 23,6 | 30,3 | 23,1 | -2% |
| доля в активах | 11,8% | 9,6% | 13,2% | 9,0% | --- |
| Средства клиентов | 116,2 | 142,2 | 132,8 | 153,7 | 8% |
| доля в активах | 58,1% | 57,7% | 58,2% | 59,6% | --- |
| Кoeffициент достаточности общего капитала | 16,3% | 13,9% | 14,8% | | --- |
| Чистые процентные доходы (до резервов) | 7,0 | 7,4 | 3,5 | 3,9 | 11% |
| Прибыль | 3,7 | 2,5 | 1,2 | 1,4 | 21% |
| Качественные показатели деятельности* | 2010 | 2011 | 1H 2011 | 1H 2012 | % |
| Рентабельность собственных средств | 17,5% | 10,9% | 10,6% | 11,7% | 1,1% |
| Рентабельность активов | 1,9% | 1,1% | 1,1% | 1,1% | 0,0% |
| NIM* | 4,5% | 4,1% | 4,1% | 3,8% | -0,2% |
| C / I | 51,0% | 58,0% | 56,5% | 52,6% | -3,8% |

* показатели рассчитаны по методологии НОМОС-БАНКА

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций банков



Елена Федоткова

NEW Банк Русский Стандарт (Ва3/В+/В+)

Более короткий выпуск выглядит привлекательней, рекомендуем участвовать в займе от 9,7% годовых.

Событие. Банк Русский Стандарт планирует на 20-22 февраля открыть книгу заявок инвесторов на приобретение биржевых облигаций серий БО-3 и БО-4 на общую сумму 6 млрд руб. Техническое размещение запланировано на 26 февраля. Ориентир ставки 1 купона облигаций серии БО-3 объемом 3 млрд руб. установлен в диапазоне 9,40-9,90% годовых, ему соответствует доходность к 1,5-годовой оферте на уровне 9,62-10,15% годовых. Ориентир ставки 1-го купона бондов серии БО-4 объемом 3 млрд руб. установлен в размере 9,65-10,15% годовых, что соответствует доходности к 2-летней оферте в размере 9,88-10,41% годовых.

Комментарий. В настоящее время объем обращающихся выпусков эмитента скромнен: всего три займа БО-01, БО-02 и БО-06 общим объемом 15 млрд руб., причем все они входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17,5%. Впрочем, банк довольно активен на рынке еврооблигаций, в частности совсем недавно был размещен выпуск на 500 млн CHF на 2 года.

Из ближайших обязательств банку предстоит исполнить оферту по облигациям серии БО-02 на 5 млрд руб. в апреле текущего года и погашение также в апреле ЕСП на 150 млн долл. Таким образом, новое размещение станет для кредитной организации хорошим подспорьем в предстоящие месяцы с точки зрения давления на ликвидность.

Из предложенных вариантов 1,5 и 2 года нам больше нравится предложение по более короткому займу: во-первых, из-за величины дюрации, во-вторых, на наш взгляд, премия за разницу в полгода должна была быть на этом отрезке более 30 б.п., а не предложенные банком 25 б.п. Относительно выпусков других крупных частных банков, премия нового займа БО-03 к НОМОС-БАНК 11 в размере 20 б.п. выглядит немного скромной. Однако займы Русского Стандарта серий БО-01 и БО-06 торгуются практически на уровне кривой крупных частных банков, поэтому в целом предложение соответствует текущей рыночной ситуации, но не предоставляет дополнительной премии ко вторичному рынку. Таким образом, участие в более коротком займе серии БО-03 нам кажется интересным не совсем по нижней границе, а чуть выше - от 9,7% годовых к 1,5-летней оферте.

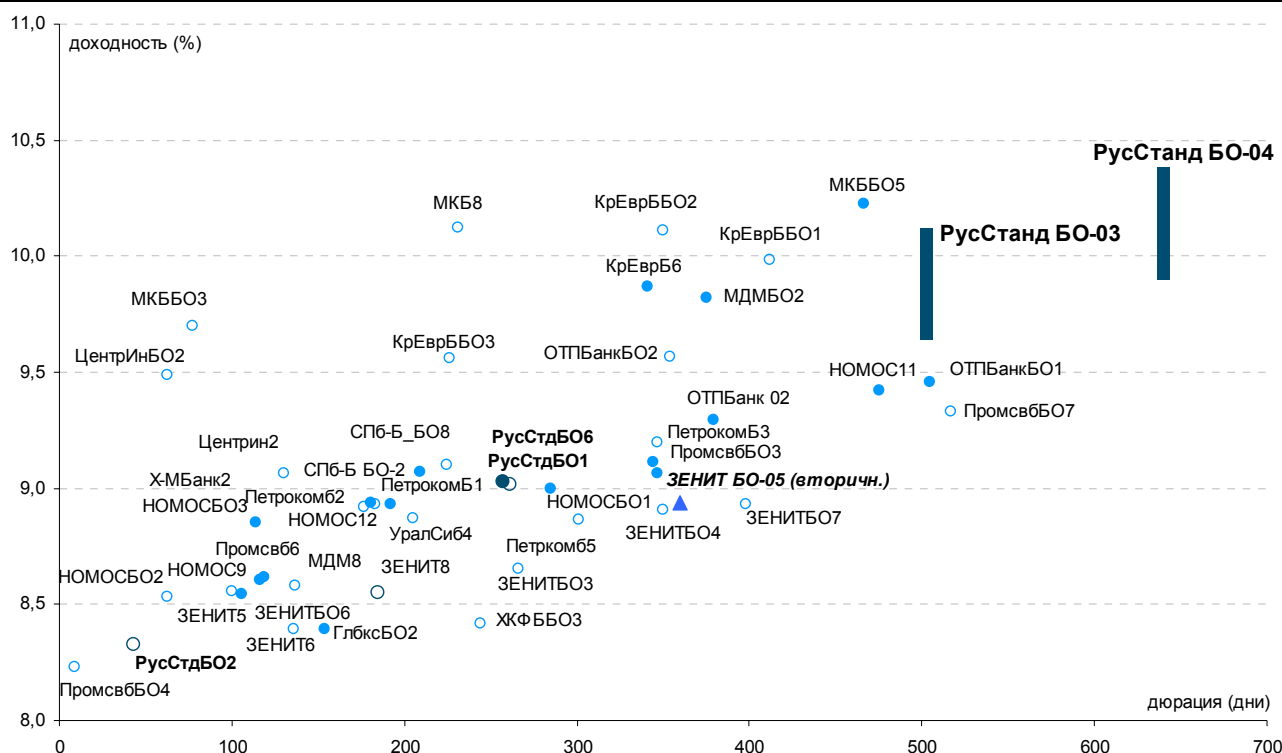
Финансовые показатели Банка Русский Стандарт по МСФО

| Балансовые показатели | 2010 | 1H 2011 | 2011 | 1H 2012 | 1H 2012 / 2011 |
|---|-------|---------|-------|---------|--------------------|
| ASSETS | 137,1 | 144,1 | 188,1 | 222,8 | 18% |
| Cash and cash equivalents | 11,4 | 8,2 | 18,3 | 15,3 | -16% |
| Loans | 81,9 | 88,7 | 113,8 | 140,8 | 24% |
| Loans (gross) | 89,7 | 96,4 | 122,2 | 152,2 | 25% |
| allowance for loan impairment | 5,9% | 5,0% | 4,5% | 5,2% | --- |
| NPL (>90дн.) | 8,7% | 7,9% | 6,9% | 7,5% | --- |
| Impairment allowance / NPL (90+) | 1,5 | 1,6 | 1,5 | 1,4 | --- |
| Loans / Customer accounts | 1,3 | 1,1 | 1,0 | 1,1 | 1,1 |
| Customer accounts | 62,9 | 81,9 | 109,5 | 133,8 | 22% |
| EQUITY | 27,0 | 27,7 | 27,1 | 26,0 | -4% |
| Total Capital Adequacy Ratio | 28,2% | 27,4% | 21,0% | 17,4% | --- |
| Показатели прибыльности | 2010 | 1H 2011 | 2011 | 1H 2012 | 1H 2012 / 1H 2011 |
| Net interest income | 19,5 | 9,9 | 22,8 | 15,3 | 55% |
| Fee and commission income (net) | 0,3 | 0,3 | 0,9 | 0,6 | 97% |
| Provisions charge for loan impairment | -6,3 | -1,7 | -4,6 | -5,3 | 211% |
| Operating income* | 22,6 | 12,4 | 28,4 | 19,2 | 55% |
| General Administrative expenses | -13,7 | -7,6 | -17,2 | -10,1 | 33% |
| Profit | 1,8 | 2,5 | 5,0 | 3,1 | --- |
| Качественные показатели деятельности | 2010 | 1H 2011 | 2011 | 1H 2012 | 1H 2012 vs 1H 2011 |
| RoAA | 1,3% | 3,6% | 3,1% | 3,0% | -0,6% |
| RoAE | 6,5% | 16,9% | 18,5% | 23,1% | 6,2% |
| NIM | 17,6% | 16,9% | 17,3% | 18,0% | 1,0% |
| Cost / Income | 60,7% | 61,5% | 60,6% | 52,6% | -8,8% |

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

Источники: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций банков



Елена Федоткова

NEW Запсибкомбанк (-/В+/-)

Размещение в займе интересно по нижней границе диапазона, что оставляет достаточную премию к остальным предложениям первичного рынка. При этом мы не исключаем снижения ориентира, судя по последним размещениям.

Событие. 20 февраля откроется книга по облигациям Запсибкомбанка серии БО-03 объемом 2 млрд руб. Ориентир по ставке купона составляет 11,9-12,5%, что соответствует доходности к оферте через 2

года на уровне 12,25-12,89% годовых. Планируемая дата закрытия книги – 26 февраля, размещения – 28 февраля.

Комментарий. Отметим, что у банка сейчас в обращении два выпуска облигационных займов, однако они оба характеризуются слабой ликвидностью. Отметим, что выпуск серии БО-02 входит в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 25%. Что касается текущего размещения, то открытию книги по бумагам эмитента предшествовало довольно много предложений на первичном рынке от банков с высокоспекулятивным рейтингом (ВЗ/В1, В-/В+). В частности, можно говорить о выпусках Авангарда, Татфондбанка, АТБ, ЛОКО-Банка. Последний закрыл книгу вчера с купоном 10,4% до феры через 1 год.

При этом обращаем внимание, что займы были в большинстве короткие – с годовыми офертами (исключением был разве что субординированный заем от КБ Восточный). Запсибкомбанк был несколько агрессивнее, предложив 2-летний выпуск.

Напомним, что эмитент является региональным розничным банком, специализирующимся в большей части на ипотечных кредитах. Отчетность по МСФО составляется раз в год, таким образом инвестор располагает только данными за 2011 год и выборочной управленческой информацией по итогам 2012 года. Судя по всему, темпы роста у кредитной организации в прошлом году были умеренные – ниже среднеотраслевых значений («+18%» по кредитному портфелю). При этом сохраняется положение, когда розничный портфель демонстрирует более высокое качество по сравнению с корпоративным (см. наш комментарий к размещению выпуска БО-02 в августе прошлого года http://www.nomos.ru/upload/iblock/31e/primary_10082012.pdf) – NPL (30+) составил на начало текущего года 1,3% по розничным кредитам и 6,6% по корпоративным. Показатели рентабельности банка можно назвать скромными для розничных банков, впрочем это можно объяснить ипотечной направленностью деятельности – в данном сегменте и риски меньше, и рентабельность. Акционерами банка являются частные лица, по данным СМИ, имеющие связи с правительством Тюменской области, основным регионом развития бизнеса эмитента.

В целом, привлекательность нового выпуска, на наш взгляд, снижает его дюрация и слабая прозрачность бизнеса. Отметим, что АТБ, имеющий рейтинг на ступень ниже (В2/-/-), размещал выпуск с доходностью 10,78-11,30% к оферте через 1,5 года (в итоге доходность сложилась на уровне 10,66%). Несмотря на разницу в рейтингах, транспарентность дальневосточного банка и акционерная структура отчасти компенсируют данные различия. В связи с этим, мы рекомендуем участвовать в займе Запсибкомбанке от 12,25%, то есть с премией 159-223 б.п. к выпуску АТБ. При этом мы не исключаем снижения диапазона.

Финансовые показатели Запсибкомбанка по МСФО

| Балансовые показатели, млрд руб. | 2010 | 2011 | 2012F | 2012F / 2011 |
|---------------------------------------|-------|-------|-------|--------------|
| ASSETS | 62,0 | 74,4 | 83,3 | 12% |
| Cash and cash equivalents | 11,5 | 13,8 | - | - |
| % assets | 19% | 19% | - | - |
| Financial Assets | 4,9 | 6,5 | - | - |
| % assets | 8% | 9% | - | - |
| Loans | 39,7 | 44,4 | 53,3 | 20% |
| Loans (gross) | 43,5 | 49,2 | 58,0 | 18% |
| % assets | 64% | 60% | 64% | - |
| NPL (>30дн.) | 1,8% | 4,9% | 3,1% | - |
| allowance for loan impairment | 8,8% | 9,7% | 8,2% | - |
| Loans / Customer accounts | 0,8 | 0,7 | - | - |
| allowance for loan impairment / NPL | 4,87 | 2,00 | 2,64 | - |
| Customer accounts | 52,7 | 63,4 | - | - |
| % assets | 85% | 85% | - | - |
| EQUITY | 6,0 | 7,0 | 9,5 | 34% |
| % assets | 10% | 9% | - | - |
| Capital Adequacy Ratio (H1)* | 13,3% | 11,6% | 12,3% | - |
| Показатели прибыльности, млрд руб. | 2010 | 2011 | 2012F | 2012F / 2011 |
| Net interest income | 3,1 | 4,5 | 4,7 | 6% |
| Fee and commission income (net) | 1,2 | 1,4 | - | - |
| Provisions charge for loan impairment | -0,9 | -1,0 | - | - |
| Operating income | 4,4 | 6,0 | - | - |
| General Administrative expenses | -2,8 | -3,3 | - | - |
| Profit | 0,4 | 1,3 | 2,0 | 54% |
| Качественные показатели деятельности | 2010 | 2011 | 2012F | 2012F / 2011 |
| RoAA | 0,8% | 1,9% | 2,4% | +0,5 п.п. |
| RoAE | 8,2% | 19,6% | 23,5% | +3,9 п.п. |
| NIM | 7,4% | 8,6% | 8,0% | -0,6 п.п. |
| Cost / Income | 63,5% | 55,0% | - | - |

* достаточность капитала по РСБУ (H1)

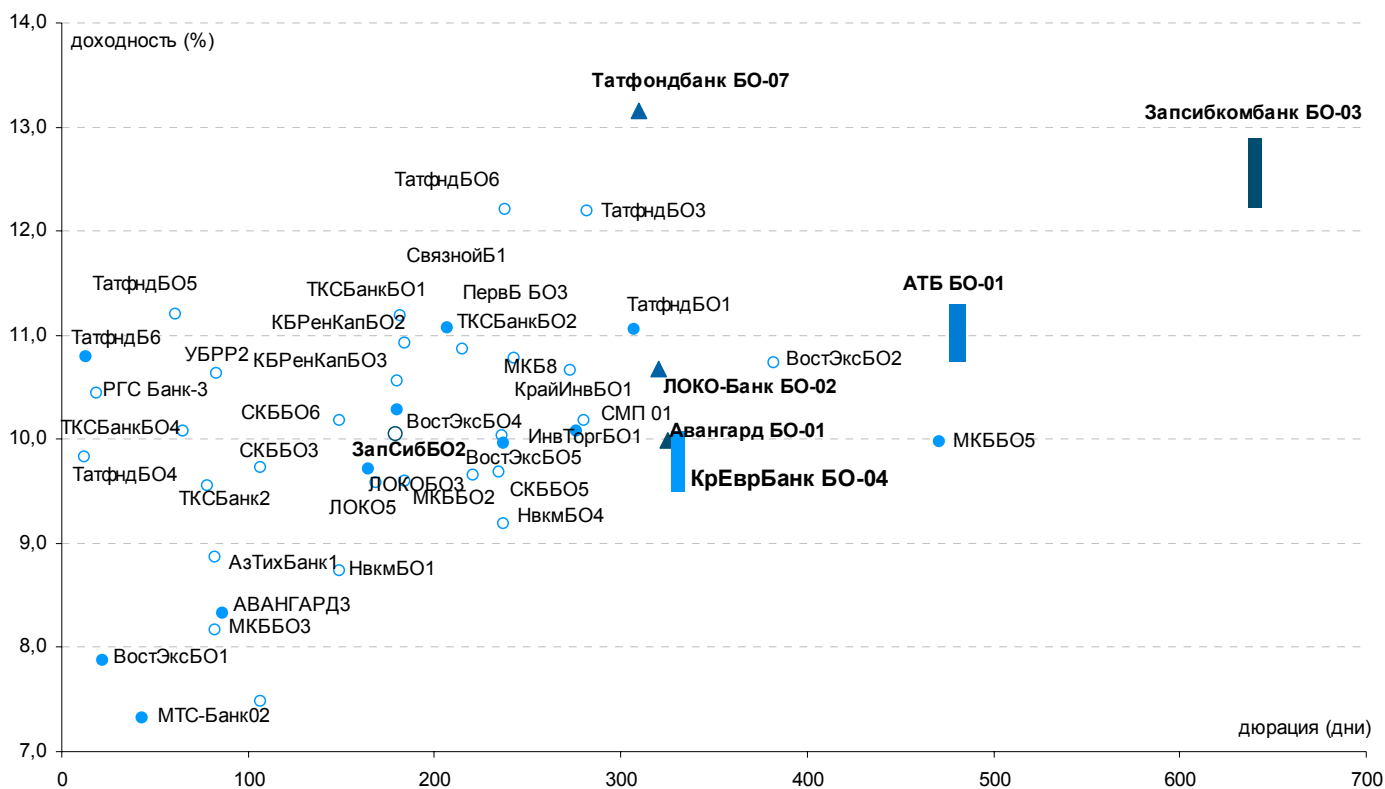
Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Финансовые показатели Запсибкомбанка по РСБУ

| Организация | Рейтинги (M/S&P/F) | Регион | Активы | | | Нераспределенная прибыль | |
|-----------------------------|--------------------|-----------------------|--------------------------|------------------------|--------------------------------|--------------------------|--------------------------------|
| | | | 1 января 2013, млрд руб. | В % к 1 января 2012 г. | Позиция в рейтинге рос. банков | 2012 год, млрд руб. | Позиция в рейтинге рос. банков |
| КБ Восточный | B1/-/- | Амурская обл. | 220,4 | 63,39 | 29 | 4,8 | 19 |
| Кредит Европа Банк | Ba3/-/BB- | Москва | 114,8 | 20,13 | 45 | 2,3 | 39 |
| Авангард АКБ | B2/-/- | Москва | 102,3 | 29,57 | 52 | 1,4 | 56 |
| Азиатско-Тихоокеанский Банк | B2/-/- | Амурская обл. | 87,5 | 52,9 | 61 | 3,4 | 27 |
| Запсибкомбанк | -B+/- | Тюменская обл. | 82,4 | 11,0 | 67 | 1,7 | 50 |
| ЛОКО-Банк КБ | B2/-/B+ | Москва | 70,5 | 17,78 | 75 | 1,4 | 57 |

Источник: Интерфакс

Доходности облигаций финансового сектора



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

ТЭК

Михаил Лямин

Lyamin_MY@nomos.ru

Металлургия

Юрий Волон, CFA

Volov_YM@nomos.ru

Банки

Андрей Михайлов, FCCA

Mikhajlov_AS@nomos.ru

Стратегия

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Макроэкономика

Кирилл Тремасов

Tremasov_KV@nomos.ru

Ольга Ефремова

Efremova_OV@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.