

19 октября 2012 г.

На этой неделе на первичном рынке появилось довольно много новых имен. Так, на рынок вышли 11 новых выпусков. Наиболее интересными на сегодняшний день мы считаем облигации Почты России, Юникредит Банка, короткий бонд ФСК ЕЭС. В целом, общий объем предложения (с учетом вторичного) превысил 112 млрд руб., что более чем в два раза выше объемов предыдущей недели.

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	Планируемая дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
NEW МКБ, БО-04 (вторич.)	B1/B+/BB-	Да	5 000*	18 окт	19 окт	10,25% / 10,5%	-	-/1,5	10,5%
Россельхозбанк, 17	Baa1/-/BBB	Да	10 000	18 окт	23 окт	8,45-8,65% / 8,63-8,84%	8,35-8,40% / 8,52-8,58%	2/10	от 8,63%
NEW Россельхозбанк, 18			5 000	19 окт	25 окт	8,35%	-		
NEW ФСК, БО-01	Baa2/BBB/-	Да	10 000	19 окт	24 окт	8,2-8,4% / 8,37-8,58%	8,2-8,3% / 8,37-8,47%	2,5/3	от 8,37%
NEW ФСК, 21			10 000			8,8-9,0% / 8,99-9,20%	-	4,5/15	от 8,99%
АКБ Российский Капитал, 03	-/-/В+	Да	3 000	19 окт	25 окт	10,5-11,0% / 10,78-11,30%	-	1/3	от 10,78%
Крайинвестбанк, БО-01 (вторич.)	-/В+/В+	Да	1 500	22 окт	23 окт	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	-	1/1,5	от 11,3%
Красноярский край, 34006	Ba2/BB+/BB+	Да	16 910	-	25 окт	8,82-9,30% / 8,70-9,20%	-	аморт/2,89	от 8,8%
Банк Интеза, БО-01	Ba1/-/-	Да	3 000	23 окт	25 окт	9,5-10,0% / 9,73-10,25%	-	1,5/3	от 10%
NEW Почта России, 02, 03, 04	-/-/BBB	Да	9 000 (по 3 млрд руб.)	23 окт	26 окт	8,7-8,9% / 8,89-9,1%	-	3/7	от 8,7%
Роснефть, 04	Baa1/BBB-/BBB	Да	10 000	23 окт	29 окт	8,8-9,1% / 8,99-9,31%	-	5/10	-
Роснефть, 05			10 000						
Внешпромбанк, БО-02	B2/B/-	Да	3 000	24 окт	26 окт	11,75-12,25% / 12,10-12,63%	-	1/3	от 12,1%
NEW ЮниКредит Банк, БО-04	-/BBB/BBB+	Да	5 000	24 окт	26 окт	9,2-9,5% / 9,41-9,73%	-	2/3	от 9,6%
NEW ЛСР, 04	B2/-/В	Да	5 000	-	26 окт	11,5-11,75% / 11,83-12,10%	-	2/5	от 12,0%
NEW ХКФ Банк, БО-01 (вторич.)	Ba3/-/BB-	Да	3 000	26 окт	29 окт	Mosprime3M+2% / 9,55-9,17% (цена 100-100,5%)	-	-/1,5	-
NEW Европлан, 03	- / - / BB-	Да	3 000**	30 окт	1 ноя	11,25-11,75% / 11,57-12,10%	-	2/5	-

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									
Акрон, БО-01	B1/-/В+	Да	5 000	12 окт	16 окт	9,75-10,25% / 9,99% - 10,51%	9,75-10,0% / 9,99% - 10,25%	9,75% / 9,99%	-/3
РСГ ФИНАНС, 02	-/В/-	Да	2 500	12 окт	16 окт	13,25-13,75% / 13,69-14,22%	-	13,75% / 14,22%	1,5/3
Газпромбанк, 10			10 000						3/5
Газпромбанк, 11	Baa3/BBB/-	Да	10 000	12 окт	18 окт	8,5-8,9% / 8,67-9,09%	-	8,5% / 8,67%	3/7
Газпромбанк, 12			10 000						3/10
БИНБАНК БО-01 (вторичн.)	B2/B/-	Да	до 2 500	16 окт	18 окт	9,85% / 10,23-10,54% (цена 100-99,95%)	-	n/a	0,2/2,2
Ак Барс Банк, БО-1	B1/-/BB-	Да	5 000	16 окт	18 окт	9,25-9,75% / 9,46-9,99%	-	9,65% / 9,88%	1/3
Карелия, 34015	-/-/BB-	Да	1 500	17 окт	23 окт	9-9,25% / 9,2-9,47%	9,10-9,17% / 9,30-9,36%	9,15% / 9,36%	аморт/2,42

Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
HCFB-20 subd	Ba3/-/BB-	-	\$500 млн	19 окт	19 окт	9,5%	9,375%	9,375%	5,5 (call) / 7,5
Sber-22 subd	Baa1/-/BBB	Да	\$2 млрд	19 окт	19 окт	5,5%	5,125-5,375%	5,125%	- / 10
GPBank subd/prt	Baa3/BBB/-	-	\$1 млрд	19 окт	19 окт	8,5%	8-8,25%	7,875%	5,5 (call) / ∞
STRPETE-18 subd	Ba3/-/-	-	\$100 млн	18 окт	18 окт	11%	-	11%	- / 6

Источник: данные эмитентов, организаторов, Cbonds, Finambonds и др.

*точный объем предложения будет известен по итогам прохождения оферты 19 октября 2012 г.

**по номиналу 5 000

Комментарии к размещениям**NEW ФСК ЕЭС (Ваа2/ВВВ/-)**

Интерес к выпускам добавляют последние новости о том, что консолидации между ФСК и МРСК не будет. При необходимости выбора БО-1 vs 21 мы рекомендуем участие в более коротком бонде по нижней границе.

NEW ЮниКредит Банк (-/ВВВ/ВВВ+)

Новые бонды обеспечивают требуемую премию за риски «материнской» структуры, бумаги могут быть интересны с доходностью от 9,6% годовых.

NEW Почта России (-/ВВВ)

Почта России предлагает довольно щедрую премию к обращающемуся выпуску и к другим бондам с суверенным рейтингом. Скорее всего, финальная доходность будет ниже заявленных ориентиров. Мы рекомендуем участие до 8,7%

NEW МКБ (В1/В+/ВВ-)

Неплохая премия к недавно размещенным облигациям МКБ и присутствие выпуска в перечне прямого РЕПО с ЦБ может найти интерес у инвесторов в рамках вторичного предложения бумаг с доходностью 10,5% годовых. Но есть и достойные альтернативы, в том числе среди собственных облигаций.

NEW ЛСР (В2/-/В)

Компания вновь намерена воспользоваться «потеплением» на долговом рынке для решения вопроса рефинансирования короткого долга. Облигации могут представлять интерес с доходностью ближе к 12% годовых, с премией за первичное размещение, срочность и солидный объем.

Красноярский край (Ва2/ВВ+/ВВ+)

Мы считаем интересным участие в выпуске Красноярского края с доходностью ближе к нижней границе индикатива от 8,8% годовых. Покупка облигаций может стать хорошей инвестицией в бумаги качественного субфедерального заемщика с комфортным уровнем долговой нагрузки, ликвидность которых может быть на уровне выше среднего для региональных выпусков, учитывая его значительный объем.

Банк Интеза (Ва1/-/-)

Мы рекомендуем участие в выпуске с доходностью от 10% годовых к оферте 1,5 года, что означает премию к обращающимся выпускам Русфинанс банка (Ва1/-/ВВВ+) от 30 б.п.

АКБ Российский капитал (-/В+)

Мы все же склонны придерживаться мнения, что у банка не пройдут изменения в акционерной структуре в течение ближайшего года, то есть до оферты по займу. Таким образом, учитывая принадлежность эмитента АСВ, мы рекомендуем участвовать в займе по нижней границе предложенного диапазона.

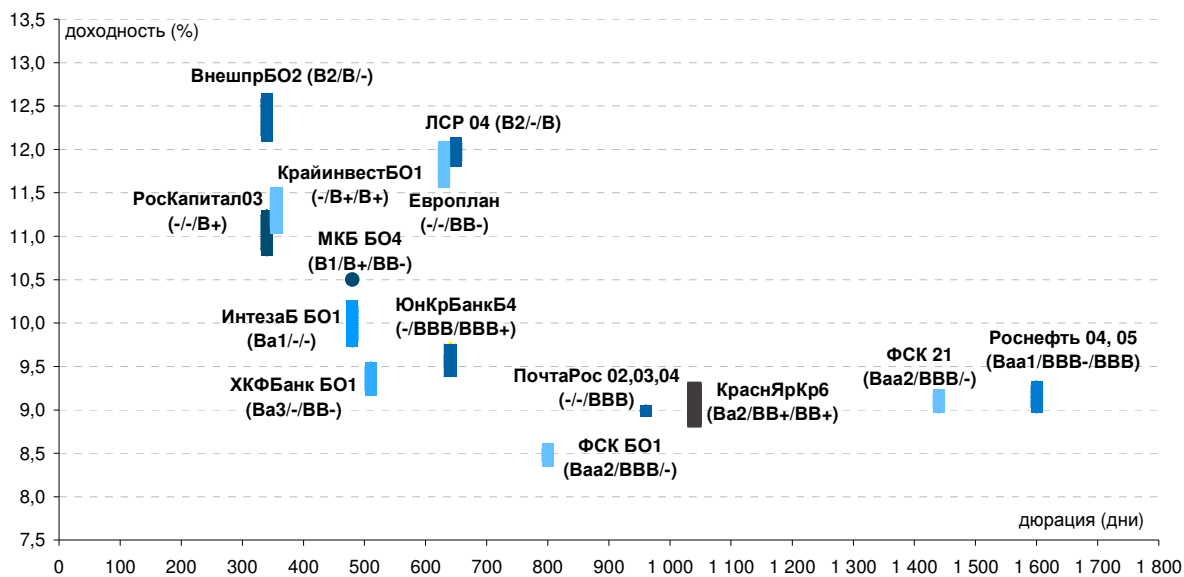
Внешпромбанк (В2/В/-)

На наш взгляд, предлагаемая доходность выпуска интересна уже ближе к нижней границе предлагаемого диапазона, то есть от 12,1%.

Крайинвестбанк (-/В+/В+)

Мы считаем интересным участие в выпуске с доходностью от 11,3% (середина обозначенного диапазона), то есть с премией около 50 б.п. к Российскому Капиталу за меньшие размеры бизнеса и отсутствие бумаг в Ломбардном списке.

Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг



Итоги последних размещений:

Завершающаяся неделя прошла под знаком размещений евробондов. В центре внимания были субординированные еврооблигации ХКФ Банка, которым удалось разместиться ниже на 60 б.п. относительно установленных ориентиров. В итоге, ставка составила 9,375% годовых. Аналогично и другие выпуски: кроме евробонда Банка Санкт-Петербург агрессивно снижали первоначальные ориентиры Сбербанк и Газпромбанк. Несмотря на это, на вторичном рынке бумаги продолжают показывать ценовой рост. Так, Sberbank-22 subd на текущий момент торгуется 100,25%, HCFB -20 subd – 103,125%.

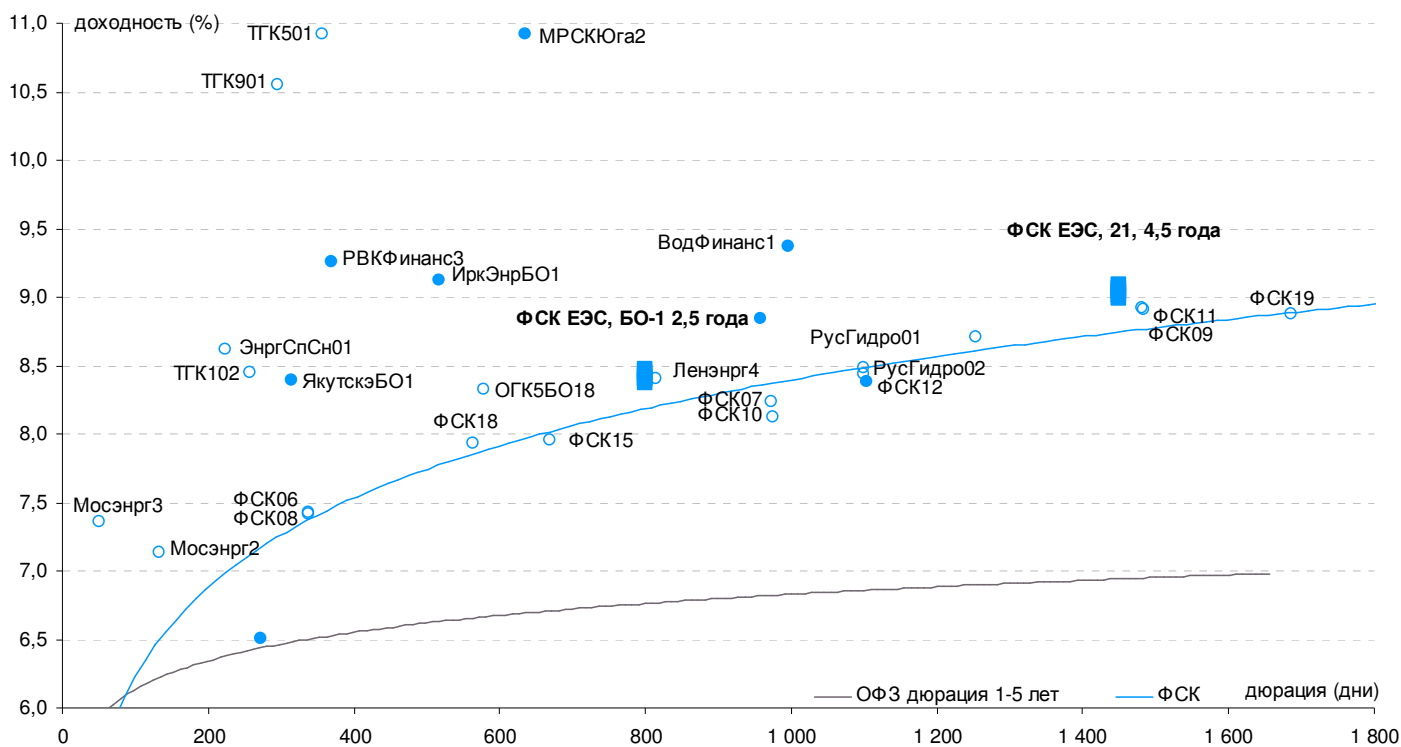
Комментарии:

NEW ФСК ЕЭС (Ваа2/ВВВ/-)

Событие. ФСК ЕЭС 16 октября открыла книгу заявок на два выпуска облигаций серий БО-1 и 21 каждый объемом по 10 млрд руб. По серии БО-1 обозначена оферта через 2,5 года и ставка купона 8,20-8,30% (УТР 8,37-8,48%), 21-я серия – оферта 4,5 года, купон – 8,80-8,9% (УТР 8,99-9,10%). Книга закрывается сегодня, размещение запланировано на 24 октября.

Комментарий. Уже довольно традиционно ФСК самый активный заемщик в сегменте электроэнергетики. Последний раз компания размещала бонды в конце сентября, которые были размещены с купоном в 8,6% годовых (УТР 8,79%) к оферте через 4 года. После выхода на вторичный рынок бонд показывает довольно умеренную ликвидность, однако последние торги проходили с ценой в 100,45%, что формирует доходность в 8,64%. То есть на нижней границе бонд дает премию порядка 35 б.п. за разницу в дюрации в полгода. Однако, мы считаем, что стоит с осторожностью ориентироваться на новый бонд, поскольку он торгуется всего 5 дней. Ориентиром вполне могут выступить бумаги серий 11 и 09, дюрация которых ближе к новому выпуску. Средневзвешенная доходность бумаг за последнюю неделю по выпускам составила 8,9%, то есть и здесь на нижней границе нового бонда есть премия. Учитывая это, а также «перформанс» большинства выпусков при выходе на вторичный рынок, мы считаем бумаги интересными уже по нижней границе. Однако участвовать ниже обозначенных уровней мы бы не рекомендовали. Вместе с тем, более короткий бонд, по нашему мнению, выглядит привлекательнее. Так, бумага предлагает схожую премию к кривой ФСК, как и более длинный выпуск – порядка 20 б.п. на нижней границе. Плюс к этому короткий выпуск это редкость для ФСК ЕЭС. Стоит отметить, что поскольку это биржевые облигации, то выход на вторичный рынок может быть уже на следующий день после размещения. При необходимости выбора БО-1 vs 21 мы рекомендуем участие в более коротком бонде. Необходимо добавить, что интерес к выпускам возрастает на фоне последних новостей об отмене консолидации ФСК и МРСК. Напомним, что одним из рисков было возможное ухудшение кредитных метрик ФСК в случае объединения. Хотя, конечно, финальная модель сетевого рынка на сегодняшний день все еще не утверждена.

Доходности облигаций



Игорь Голубев

NEW ЮниКредит Банк (-/BBB/BBB+)

Событие. ЮниКредит Банк планирует 22 октября 2012 года открыть книгу заявок на биржевые облигации серии БО-04 объемом 5 млрд руб., которая будет закрыта 24 октября. Ориентир ставки 1 купона установлен в размере 9,2-9,5% годовых, что соответствует доходности на уровне 9,41-9,73% годовых к 2-летней оферте. Размещение бондов на ММВБ запланировано на 26 октября.

Комментарий. Напомним, что в августе ЮниКредит Банк представил слабые результаты за 1 пол. 2012 г. по МСФО (см. наш комментарий: http://www.nomos.ru/upload/iblock/1c5/NOMOS_daily_debt_markets_07_08_2012.pdf). У банка «просели» и маржинальность, и прибыль, и величина активов. При этом доля размещенных средств в аффилированных компаниях не уменьшилась. В качестве позитивных моментов мы отмечали попытки банка выровнять ситуацию за счет изменения структуры портфеля, получения дополнительных доходов и контроля качества активов.

Отметим, что ЮниКредит Банк последний раз выходил на долговой рынок в начале марта этого года, разместив два выпуска биржевых облигаций серий БО-02 и БО-03 по 5 млрд руб. каждый с доходностью 8,68% годовых к оферте через 1,5 года. В настоящее время ликвидность наиболее длинных по срочности облигаций ЮниКредит Банка находится на весьма низком уровне. Тем не менее, их средневзвешенная доходность (за 2 недели) составляет порядка 8,4% годовых при дюрации 315 дн., что формирует спрэд к кривой ОФЗ около 190 б.п. (против спрэда в 270-300 б.п., исходя из индикатива доходности новых бумаг, то есть премия ко вторичному рынку 80-110 б.п.).

В то же время на прошлой неделе закрылись книги заявок по бондам банков рейтинговой категории «BBB-/BBB» как ВЭБ (Ваа1/BBB/BBB) серий 18 и 19 (доходность составила 8,75% к 3-летней оферте), Газпромбанк серий 10, 11 и 12 (8,67% к оферте через 3 года). Уровень доходности этих бумаг определил спрэд к кривой ОФЗ около 180-185-б.п. В свою очередь, в последнее время облигации ЮниКредит Банка на вторичном рынке несли заметную премию к выпускам госбанков (до 100 б.п.), несмотря на более высокие рейтинговые оценки, что, впрочем, было оправдано, учитывая слабые цифры отчетности первой половины года, а также риски «материнской» структуры, покрывающей потребности в ликвидности через российское дочернее подразделение.

Вместе с тем, относительно недавно (в первой декаде сентября) состоялось размещение облигаций российской «дочки» Societe Generale – Росбанка (Ваа3-/BBB+) серии БО-04 с доходностью 9,52% годовых к оферте через 2 года, сейчас бумаги торгуются выше номинала 100,48% (УТР 9,22%/653 дн.), спрэд к кривой ОФЗ около 240 б.п. Таким образом, новые бонды ЮниКредит Банк предлагает премию к бумагам Росбанка порядка 20-50 б.п.

Отметим, что на первичном рынке конкуренцию бумагам ЮниКредит Банка могут составить облигации Россельхозбанка (Ваа1-/BBB) серии 17 (книга открыта до 18 октября), даже несмотря на более низкий, но вполне оправданный, индикатив доходности (8,63-8,84% годовых к 2-летней оферте), предлагающий премию к собственным бумагам РСХБ до 20-30 б.п.

Резюмируя, мы считаем, что новые облигации ЮниКредит Банка предлагают соответствующую рискам кредитного профиля эмитента компенсацию, в том числе на фоне выпусков госбанков и «дочек» иностранных банков с инвестиционным рейтингом, и рекомендуем их к покупке с доходностью от 9,6% годовых.

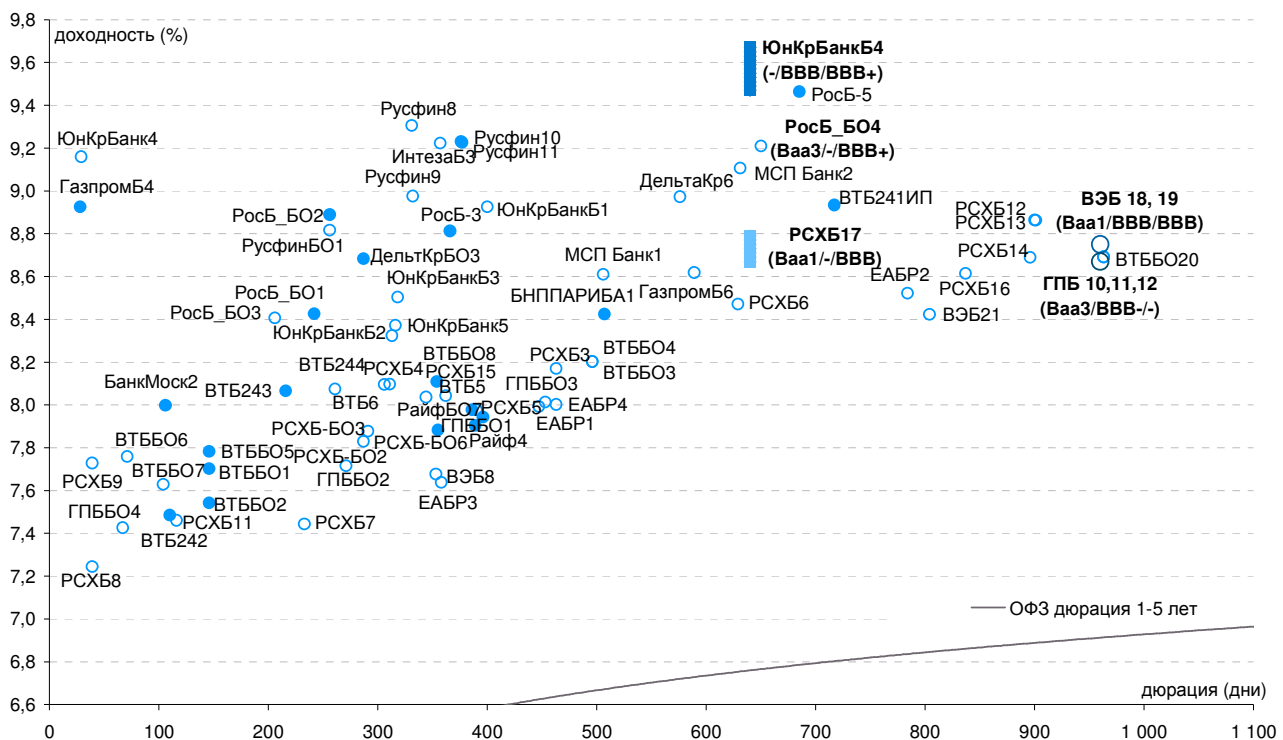
Финансовые показатели ЮниКредит Банка по МСФО

Рейтинги (М / S&P / F)	ЮниКредит Банк					
	- / BBB / BBB+					
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	2010	2011	1H2011	1H2012	Изменение за 1H2012, %
ASSETS	482,3	575,0	772,0	560,7	755,1	-2%
Cash and cash equivalents	22,9	31,2	24,5	19,3	11,1	-55%
% assets	4,7%	5,4%	3,2%	3,4%	1,5%	---
Loans	341,7	386,2	472,7	402,3	482,5	2%
Loans (gross)	356,4	401,5	488,5	419,4	497,7	2%
% assets	70,8%	67,2%	61,2%	71,8%	63,9%	---
NPL (>90дн.)	5,5%	4,6%	3,7%	n/a	n/a	---
allowance for loan impairment	4,1%	3,8%	3,2%	4,1%	3,1%	---
Customer accounts	281,4	330,4	462,9	299,9	407,0	-12%
% assets	58,4%	57,5%	60,0%	53,5%	53,9%	---
EQUITY	59,8	69,8	88,3	77,5	94,0	6%
% assets	7,8%	12,1%	11,4%	13,8%	12,5%	---
Total Capital Adequacy Ratio	16,2%	14,5%	12,8%	15,0%	n/a	---

Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	2010	2011	1H2011	1H2012	Изменение за 1H2012, %
Net interest income	15,8	22,6	21,8	11,4	10,3	-9%
Fee and commission income	5,5	5,8	6,8	2,1	2,5	19%
Provisions charge for loan impairment	-9,1	-5,1	-2,7	-2,5	-1,3	-50%
Operating income*	26,3	28,1	32,8	17,7	15,0	-16%
Operating expenses	-8,9	-10,3	-10,3	-4,7	-5,4	14%
Profit for the period	6,7	10,1	15,8	8,4	6,6	-22%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	1H2011	1H2012	Изменение за 1H2012, %
RoAA	1,2%	1,9%	2,3%	3,0%	1,7%	-1,2 п.п.
RoAE	11,8%	15,6%	20,0%	22,8%	14,4%	-8,4 п.п.
NIM	3,3%	4,6%	3,4%	4,3%	2,8%	-1,5 п.п.
Cost / Income	33,7%	36,6%	31,4%	26,6%	35,9%	9,4 п.п.

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора (18.10.2012)



Александр Полютков

NEW Почта России (-/-/BBB)

Событие. ФГУП Почта России 22 октября открывает книгу заявок на три выпуска облигаций каждый объем три миллиарда рублей. Срок обращения – 7 лет, оферта через три года. Диапазон ставки купона - 8,7-8,99% (УТР 8,89-9,10%). Закрытие книги – 23 октября, размещение – 26 октября.

Комментарий. Почта России после получения суверенного рейтинга от Fitch решила активизироваться на рынке заимствований и предлагает инвестору сразу три выпуска облигаций. Прежде всего, отметим, что заслуга Почты России при получении столь высокого рейтинга в социальной значимости для государства и как следствие высокой вероятности поддержки. Напомним, что проблемой Почты является рентабельность на уровне нуля, поскольку примерно половина ее выручки формируется за счет услуг, которые регулируются тарифами государства, что вызывает убытки по этим направлениям. Половина из этих убытков покрывается субсидиями, оставшаяся часть перекрывается деятельностью от

нерегулируемой деятельности. То есть самостоятельный кредитный профиль на сегодняшний день остается достаточно слабым. Мы видим риск в деятельности Почты, прежде всего, связанный с некоторыми задержками или лагами в предоставлении субсидий, что может вызвать риски рефинансирования. Вместе с тем, у Почты традиционно довольно весомый запас средств на счетах. За 2011 год – 148 млрд руб., а вот за полугодие 2012 года сумма была весомо ниже – 76,1 млрд руб. Большая часть из этих средств пенсии, которые транзитом проходят через счета Почты. По итогам года к собственным средствам Почта относила 11 млрд руб., что выводило показатель Чистый Долг/ЕБИТДА ниже единицы. За полугодие, учитывая, что доступна только отчетность по РСБУ, определить «подушку ликвидности» принадлежащую Почте довольно сложно. В целом, в ближайшее время стоит ждать роста долговой нагрузки. Это обусловлено ростом инвестиционной программы. Так, в текущем году компания активно наращивает объемы капитальных вложений - инвестпрограмма составит 14,6 млрд руб., то есть на 80% выше прошлого года. Всего за период 2012-2014 гг. объем инвестирования составит порядка 45 млрд руб. Такой объем инвестиций возможен при учете предоставления субсидий со стороны государства. Ближайший риск рефинансирования наступает в 2014 году при прохождении оферты по выпуску объемом 7 млрд руб. Мы ожидаем роста объема обязательств до 30 млрд руб. к 2014 году. По нашим подсчетам, значение показателя Net Debt/ЕБИТДА будет находиться в диапазоне 2-2,5х, однако показатель будет зависеть в значительной степени от объема субсидий.

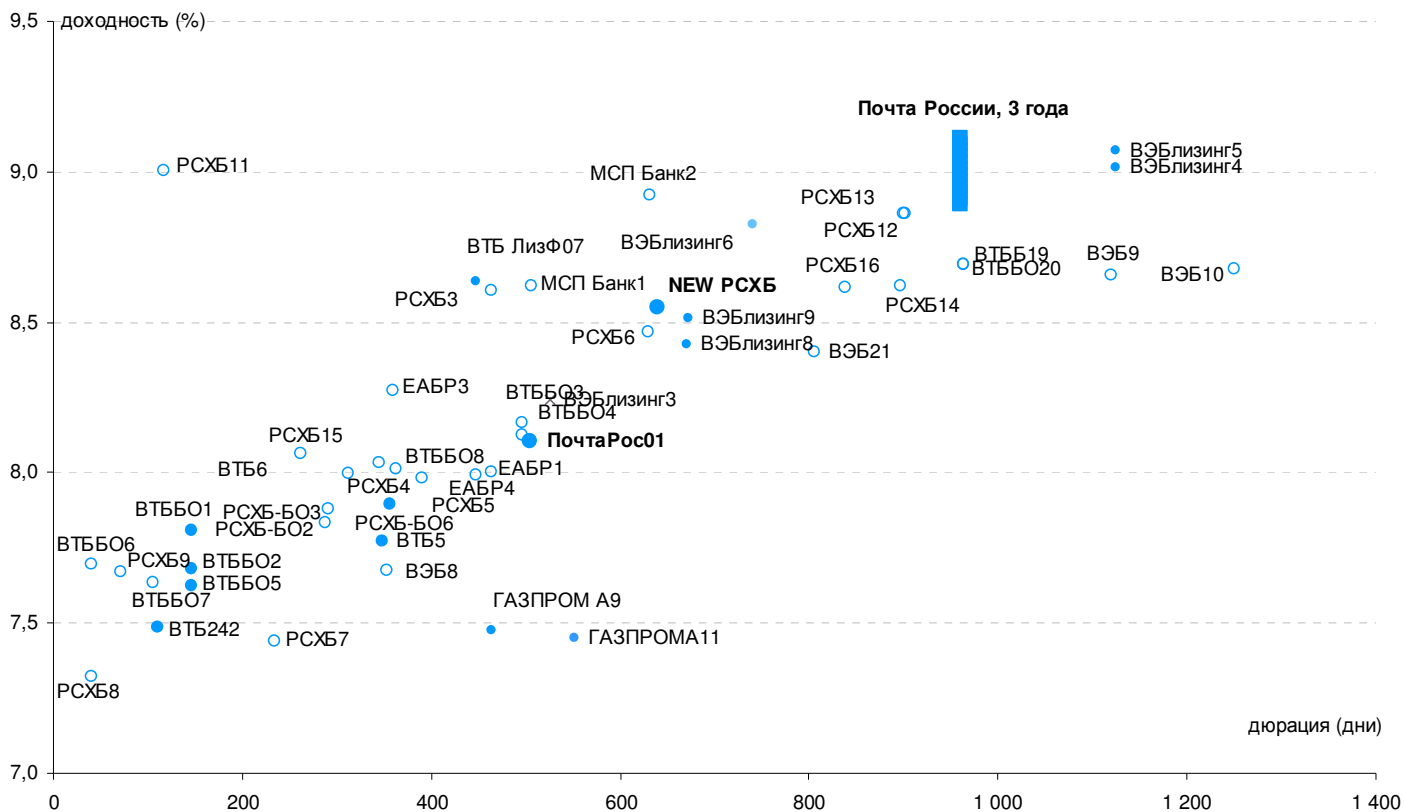
Если сравнивать предложение Почты России с другими выпусками также с суверенным рейтингом, то уже по нижней границе Почта дает самый привлекательный ориентир. Некоторой альтернативой могут выступить выпуски ВЭБ Лизинга 4,5, и РСХБ 12,13, однако ликвидность данных бумаг довольно низкая, что снижает их репрезентативность. Премия к обращающимся бондам, с офертой в марте 2014 года, составляет 80 б.п., что мы считаем более чем справедливым за разницу в дюрации чуть более 1 года. Таким образом, ориентиры Почты уже по нижней границе смотрятся интересно. Однако, как это стало практикой на локальном рынке, изначальный диапазон носит довольно рекламный характер и финальная доходность может быть ниже изначальных уровней. В этом случае мы рекомендуем участие в выпуске с доходностью не ниже 8,7% годовых.

Финансовые показатели Почты России (РСБУ)

млрд руб.	Почта России, РСБУ				
	2010	2011	пол. 2011	пол. 2012	пол.2012/ пол.2011, %
Выручка	105,45	120,71	57,41	61,65	7,4
ЕБИТДА	1,70	3,80	7,55	2,99	-60,3
Чистая прибыль	1,94	0,80	4,790	-0,55	-111,5
% расходы	4,98	5,06	2,05	2,09	-1,8
ЕБИТДА/% расходы	0,34	0,75	3,67	1,43	156,7
Рентабельность ЕБИТДА,%	1,61	3,15	13,14	4,86	-8,3 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли,%	1,84	0,66	8,34	отриц.	-
	2010	2011	пол. 2012	Изм. пол.2012/2011 %	
Активы	187,39	192,01	127,3	-33,7	
Денежные средства и их эквиваленты	142,37	148,35	76,1	-48,7	
Собственные денежные средства	11,30	12,10	na	-	
Финансовый долг, в т.ч.:	10,62	14,03	16,3	16,2	
долгосрочный	10,62	12,51	16,3	30,2	
краткосрочный	0,00	1,51	0,0	-100,0	
Чистый долг	-0,68	1,93	na	-	
Фин.долг/ЕБИТДА	6,25	3,69	2,72	-0,97	
Чистый долг/ЕБИТДА	-0,40	0,51	na	-	
Фин. долг/Активы	0,06	0,07	0,13	0,05	

Источник: данные предприятия, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций



Игорь Голубев

NEW МКБ (B1/B+/BB-)

Событие. МКБ в понедельник открыл книгу заявок на биржевые облигации серии БО-04 в рамках их вторичного размещения. Заявки будут приниматься до 18 октября, вторичное размещение по цене 100% от номинала запланировано на 19 октября. Напомним, что 19 октября предстоит оферта по данному выпуску, в преддверии которой банк установил ставку 4-6 купонов 10,25% годовых, что соответствует доходности 10,5% годовых к погашению через 1,5 года.

Комментарий. Отметим, что 25 сентября 2012 года состоялось размещение облигаций МКБ серии БО-02, которое прошло с доходностью 9,99% годовых к оферте через 1 год. В настоящее время выпуск торгуется ниже номинала по цене 99,9% (УТР 10,07%/337 дн.).

Как мы и ожидали, МКБ, предложив по бондам БО-04 довольно солидную премию – порядка 40-50 б.п. – относительно недавно размещенных бумаг при разнице в срочности всего в полгода и при том, что серия БО-2 еще «не успела» попасть в Ломбард ЦБ, намерен удержать выпуск серии БО-4 «в рынке». С этой целью и заявлено вторичное размещение, что неудивительно, учитывая значительный номинальный объем выпуска - 5 млрд руб.

Не исключено, что часть действующих владельцев бумаг может сохранить позиции в облигациях МКБ (B1/B+/BB-), а на высвободившийся после оферты объем найдутся покупатели. В то же время на рынке есть другие вполне конкурентоспособные альтернативы, например, собственный чуть более длинный выпуск МКБ серии БО-05 (УТМ 10,7%/569 дн.), а также бумаги ОТП Банк (Ba2/-/BB) серии БО-02 (УТМ 10,59%/478 дн.) и др.

Александр Полотов

NEW ЛСР (B2/-/B)

Событие. Группа ЛСР планирует 26 октября разместить на ММВБ облигации серии 04 объемом 5 млрд руб. Ставка 1 купона будет определяться на конкурсе. Ориентир по купону установлен в диапазоне 11,5-11,75% годовых, что соответствует доходности на уровне 11,83-12,1% годовых к 2-летней оферте (спрэд к кривой ОФЗ около 510-540 б.п.).

Комментарий. Напомним, что ЛСР относительно недавно (в середине сентября) разместила облигации серии 03 объемом 3 млрд руб., доходность составила 11,83% годовых к оферте 1,5 года. Сейчас бумаги торгуются выше номинала по цене 100,7% (УТР 11,23%/483 дн., спрэд к кривой ОФЗ около 460 б.п.). Кроме того, в настоящее время на рассматриваемом отрезке дюрации неплохо торгуется выпуск ЛСР серии БО-05 (УТМ 11,21%/600 дн.) со спрэдом к кривой ОФЗ порядка 450 б.п. Таким образом, новый выпуск предлагает довольно солидную премию ко вторичному рынку – порядка 40-70 б.п.

Также отметим еще одно размещение эмитента из строительного сектора (завершилось 16 октября) – РСГ-Финанс серии 02, которое прошло по верхней границе индикатива с доходностью 14,22% годовых к 1,5 летней оферте. Компания была вынуждена предложить столь высокую ставку в качестве компенсации за небольшой масштаб бизнеса, слабые кредитные метрики, а также риски строительной отрасли, особенно актуальные на фоне неопределенности ситуации в мировой экономике.

Что касается кредитного профиля ЛСР, то с ним можно ознакомиться в нашем специальном обзоре: «ЛСР и РСГ-Финанс – что лучше выбрать?»

http://www.nomos.ru/upload/iblock/ae3/credit_special_RSG_LSR_25092012.pdf

Напомним, что ЛСР предстоит пройти пик погашения долга в 2013 г. на сумму порядка 11,8 млрд руб., рефинансировать который компания, вероятно, намерена за счет выпуска новых бондов: в сентябре был размещен выпуск серии 03 на 3 млрд руб., сейчас предлагается выпуск серии 04 объемом 5 млрд руб. В целом, долговая нагрузка ЛСР оставалась высокой по итогам 1 пол. 2012 г. соотношение Долг/ЕБИТДА составило 3,6х. Чистый долг/ЕБИТДА – 3,2х, а краткосрочная часть долга составляла 20% или 7,8 млрд руб.

Вместе с тем, на этой неделе ЛСР представила свои операционные результаты за 3 кв. 2012 г., которые оказались слабыми, что впрочем, было ожидаемо. Объем предпродаж жилья оказался низким из-за переноса запуска проектов на ключевом для себя рынке С.-Петербурга (в сегменте масс-маркет) на более долгий срок. В результате, у компании не оказалось достаточного объема площадей, доступных для реализации, хотя спрос, по ее данным, сохранялся высоким. Возможно, ЛСР удастся в 4 кв. нагнать темпы заключения новых контрактов, учитывая, что компания, заявила об удачном старте продаж в двух новых проектах, но не факт, что это пройдет бесследно для финансов группы.

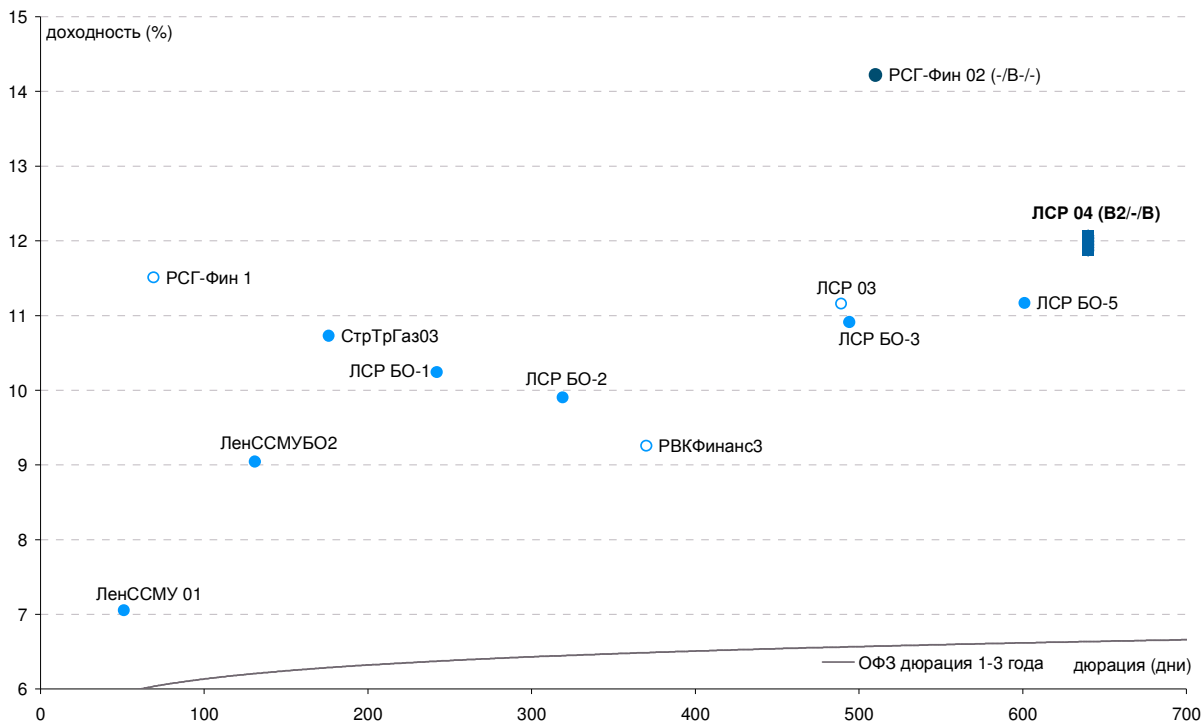
Таким образом, принимая во внимание последние итоги размещений облигаций компаний строительного сектора, в том числе собственных бумаг, сложившиеся спрэды по обращающимся облигациям ЛСР на вторичном рынке, мы считаем, что новый выпуск эмитента может представлять интерес с доходностью ближе к 12% годовых к 2-летней оферте, включая премию ко вторичному рынку за первичный выход, более продолжительную срочность и довольно большой объем в 5 млрд руб. на фоне значительного навеса первичного предложения (около 70 млрд руб.), в том числе от более качественных корпоративных эмитентов с госучастием в капитале (ФСК, Роснефть, Почта России).

Финансовые показатели ЛСР (МСФО)

млн руб.	1 пол. 2012	1 пол. 2011	Изм., %
Выручка	22,681	22,964	-1,2
Операционный денежный поток	4,528	-110	-
ЕБИТДА	4,666	3,834	21,7
<i>ЕБИТДА margin</i>	<i>20,6%</i>	<i>16,7%</i>	<i>3,9 п.п.</i>
Чистая прибыль	260	668	-61,1
<i>margin</i>	<i>1,1%</i>	<i>2,9%</i>	<i>-1,8 п.п.</i>
% расходы	2,051	1,949	5,2
	1 пол. 2012	2011	Изм., %
Активы	138,235	126,862	9,0
Денежные средства и их эквиваленты	3,682	5,195	-29,1
Долг	39,219	38,922	0,8
<i>краткосрочный</i>	<i>7,835</i>	<i>2,788</i>	<i>181,0</i>
<i>долгосрочный</i>	<i>31,384</i>	<i>36,134</i>	<i>-13,1</i>
Чистый долг	35,537	33,728	5,4
Долг/ЕБИТДА	3,6	3,8	
Чистый долг/ЕБИТДА	3,2	3,3	

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг строительного сектора (18.10.2012 г.)



Александр Полухтов

Красноярский край (Ba2/BB+/BB+)

Событие. Министерство финансов Красноярского края планирует 25 октября 2012 г. провести конкурс по 5-летним облигациям серии 34006 рекордным в этом году среди регионов объемом в 16,91 млрд руб. Ориентир ставки 1 купона установлен в диапазоне 8,82-9,3% годовых (доходность 8,7-9,2% годовых при дюрации около 2,89 года). Выпуск имеет амортизационную структуру погашения номинала: 30% через 2 год; еще 30% - 3 года; 20% - 4 года и 20% - 5 лет. Выпуск отвечает критериям Ломбарда ЦБ.

Комментарий. Красноярский край не новичок на долговом рынке, в настоящее время у региона в обращении находится два выпуска облигаций серий 34004 (YTM 7,13%/35 дн.) и 34005 (YTM 8,09%/563 дн.), но ликвидность их традиционно для субфедеральных бумаг находится низком уровне. Тем не менее, наибольшая активность присутствует в выпуске Красноярский край 34005, средневзвешенная доходность которого за последние две недели составляет 8,07% годовых, что формирует спрэд к кривой ОФЗ порядка 130 -135 б.п.

Вместе с тем, на рассматриваемом отрезке дюрации в обращении находятся облигации регионов недавно размещенных на первичном рынке, а также близких к Красноярскому краю по уровню рейтингов «BB-/BB+» как: Самарская область (Ba1/BB+/-) серии 35008 (YTM 8,56%/653 дн.), Белгородская область (Ba1/-/-) серии 34006 (YTM 8,91%/852 дн.), Нижегородская область (Ba2/-/BB-) серии 34008 (YTM 9,56%/1250 дн.) и др. Из перечисленных регионов в большей степени Красноярский край сопоставим с Самарской областью (по кредитным оценкам, масштабу бюджета (в 2012 г. по плану 130 млрд руб. против 110 млрд руб. соответственно), доле собственных доходов (81% и 85%), уровню долговой нагрузки (Госдолг/Соб.доходы – 15% против 30%)). При этом Белгородская и Нижегородская области уступают Красноярскому краю по масштабу бюджета, долговой нагрузке и рейтинговым оценкам (в частности, Нижегородская область). Таким образом, мы считаем, что новые бонды Красноярского края должны размещаться на уровне облигаций Самарской области (спрэд к кривой ОФЗ 170-180 б.п.) и с дисконтом к выпускам Белгородской и Нижегородской области около 30-60 б.п., то есть с доходностью от 8,8% годовых (купон 8,9% годовых).

Напомним основные моменты кредитного профиля Красноярского края:

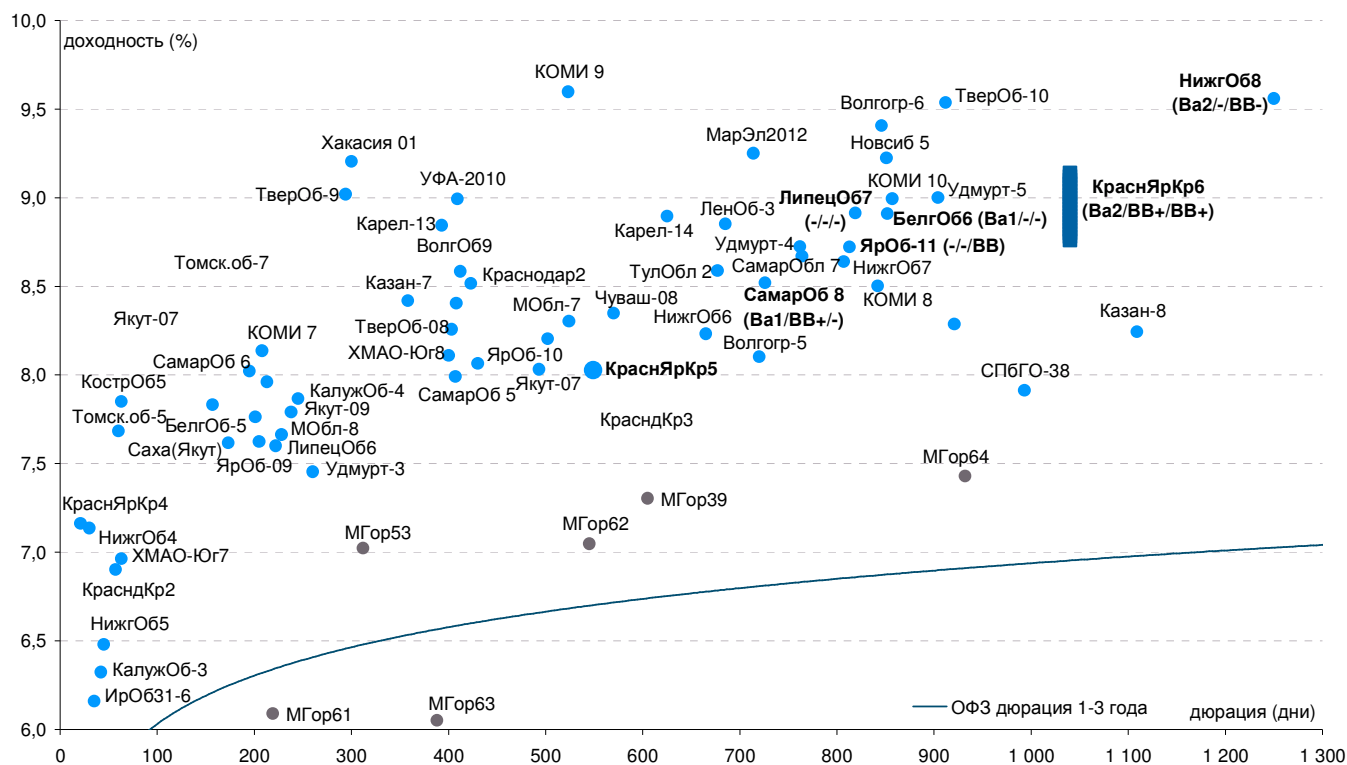
- Красноярский край входит в состав Сибирского федерального округа, территория которого составляет около 2,37 млн кв. км (или 13,86 % территории страны), где проживает более 2,8 млн чел. (около 2% населения страны).
- По размеру ВРП край в 2010 г. занимал 6 место в России с 1,05 трлн руб. (после С.-Петербурга), в 2011 г. его размер, по данным регионам, увеличился до 1,154 трлн руб.
- Основные отрасли экономики Красноярского края – угольная, горнодобывающая промышленность, черная и цветная металлургия, машиностроение и металлообработка, лесная и деревообрабатывающая промышленности, электроэнергетика.
- В крае ведут деятельность крупнейшие финансово-промышленные группы: Базовый элемент (Красноярский алюминиевый завод, Ачинский глиноземный комбинат, Красноярский ЦБК); Интеррос (Норильский никель); Евраз (Краснокаменский и Ирбинский железные рудники); СУЭК (угольные разрезы Бородинский, Березовский-1 и Назаровский). Кроме того, к крупным предприятиям края можно отнести: «Красноярский завод комбайнов», «Назаровский завод с/х машиностроения», ПО «Крастяжмаш», «Сибтяжмаш», «Ачинский нефтеперерабатывающий завод Восточной нефтяной компании», «Красноярский завод синтетического каучука», «Красноярский шинный завод» и др. Красноярский край обладает крупнейшим в России гидроэнергетическим потенциалом. На реке Енисей построены одни из крупнейших в мире гидроэлектростанций (Красноярская, Курейская и др.). Установленная мощность электростанций Красноярской энергосистемы составляет 13,9 млн кВт, удельный вес ГЭС в структуре установленной мощности — 52%.
- Красноярский край располагает одним из крупнейших в стране бюджетом (в 2012 г. запланирован в объеме 130 млрд руб.), доля собственных доходов в котором превышает 83%, что говорит о низкой зависимости региона от финансовых поступлений из федерального центра. По итогам 7 мес. 2012 г. исполнение бюджета находилось на хорошем уровне (59%), в частности собственные доходы (57%). Вместе с тем, в 2012 г. бюджетом запланирован существенный размер дефицита порядка 42 млрд руб. (или 32% доходов), который обусловлен значительным увеличением расходов на национальную экономику («+51%» к 2011 г. до 33,5 млрд руб.), здравоохранение («+48%» до 31,9 млрд руб.), образование («+26%» до 29,4 млрд руб.) и обслуживание долга (в 3 раза до 2,5 млрд руб.). По данным региона, большая часть дефицита (или 61%) будет покрыта за счет денежных остатков в размере 25,9 млрд руб. (на 1 янв. 2012 г.), а также заемных средств на сумму 12,8 млрд руб., в том числе облигационного займа в объеме 16,91 млрд руб., часть денежных средств от которого, вероятно, также будет направлена на погашение облигационного выпуска серии 34004 на сумму 4,08 млрд руб. В результате размещения облигационного займа долговая нагрузка Красноярского края может несколько возрасти – доля госдолга в собственных доходах, по нашим оценкам, составит порядка 25-27% против 15% на 1 авг. 2012 г., что является вполне комфортным уровнем.

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

Регионы	Рейтинг	Доходы		Соб. Доходы		Доля соб.дох-в в дох-х		Расходы		Дефицит		Госдолг 7М'12	Госдолг/ Соб.дох-ы 7М'12*
		'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12	'12П	7М'12		
Красноярский край	Ba2/BB+/BB+	129,8	76,6	108,3	62,2	83,4%	81,2%	171,9	83,9	-42,1	-7,3	16,5	15,5%
Самарская область	Ba1/BB+/-	109,7	68,0	95,6	58,1	87,1%	85,4%	121,0	57,5	-11,3	10,5	31,8	31,9%
Нижегородская область	Ba2/-/BB-	98,3	59,0	80,2	46,8	81,6%	79,3%	114,5	63,9	-16,2	-4,9	32,5	40,5%
Белгородская область	Ba1/-/-	66,8	36,7	49,4	24,1	73,9%	65,8%	70,8	33,9	-4,0	2,8	24,9	60,3%
Ярославская область	-/-/BB	43,5	26,7	35,8	21,9	82,3%	82,2%	50,4	26,7	-6,9	0	12,8	34,1%
Тульская область	-/-/BB-	43,5	25,1	33,3	18,6	76,6%	74,1%	50,1	23,0	-6,6	2,1	5,8	18,2%
Липецкая область	-/-/-	32,7	19,5	27,2	14,9	83,0%	76,1%	36,7	20,3	-4,0	-0,8	10,8	42,4%

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

Доходности бумаг субъектов РФ и муниципальных образований (18.10.2012 г.)



Александр Полютков

Банк Интеза (Ва1/-/-)

Событие. Банк Интеза 16 октября начал сбор заявок инвесторов на облигации серии БО-01 объемом 3 млрд руб., которое продлится до 23 октября, размещение предполагается 25 октября. Ориентир по ставке купона при 1,5-годовой оферте составляет 9,5-10,0% (УТР 9,73-10,25%).

Комментарий. Последний раз банк выходил на рынок в апреле текущего года с займом серии 03 объемом 5 млрд руб. Тогда доходность сложилась на уровне 9,2% к 1,5-летней оферте.

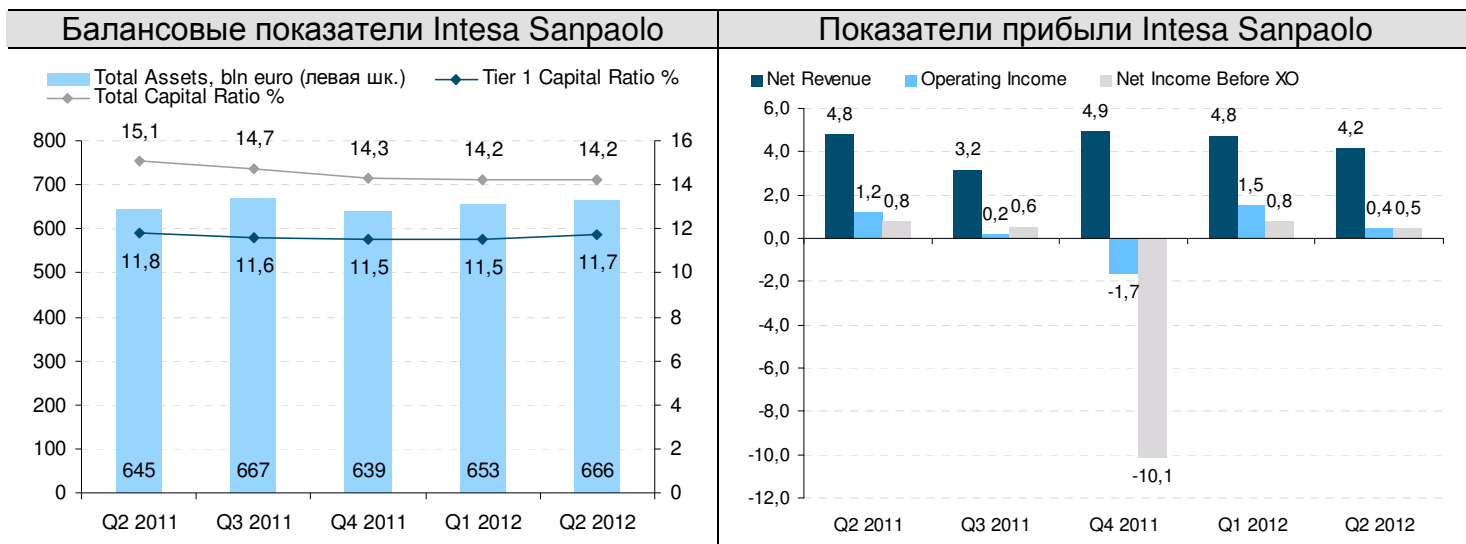
После этого агентство Moody's понизило рейтинги итальянских банков (см. наш обзор от 15 мая http://www.nomos.ru/upload/iblock/43a/NOMOS_daily_debt_markets_15_05_2012.pdf), в частности по Intesa Sanpaolo (Ваа2/ВВВ+/А-) – в мае с «А2» до «А3», в июне – до «Ваа2». Вслед за чем последовали действия и в отношении дочерних российских банков (см. наш обзор 17 мая http://www.nomos.ru/upload/iblock/79a/NOMOS_daily_debt_markets_17_05_2012.pdf). В результате, оценки Банка Интеза были снижены на 1 ступень до текущего «Ва1».

Подробно бизнес Intesa Sanpaolo и российской дочки Банк Интеза мы рассматривали в своем обзоре к предыдущему размещению от 21 марта 2012 года (<http://bonds.finam.ru/comments/item24DEB/rqdate7DC0315/default.asp>). Отметим только еще раз, что при активах материнской структуры в 666 млрд евро на конец 2 квартала текущего года размеры активов российского бизнеса (менее 2 млрд евро) смотрятся более чем скромно. При этом российский банк зависим от фондирования со стороны материнской структуры, поэтому общая ситуация в Европе и стагнация развития Intesa Sanpaolo привели к тому, что и Банк Интеза сейчас сфокусирован на удержании качества активов и генерации прибыли, а не на поддержании среднеотраслевых темпов роста. В текущем году мы наблюдали сокращение активов кредитной организации на 12% до 75 млрд руб. В качестве положительного момента отметим, что оба банка демонстрируют высокий уровень достаточности капитала, при этом списания в материнском банке, аналогичные 4 кварталу прошлого года, пока больше не повторялись.

Что касается нового выпуска, то на текущих уровнях торгуются бумаги других дочек банков-нерезидентов: Райффайзенбанка (Ваа3/ВВВ/ВВВ+), ЮниКредит Банка (-/ВВВ/ВВВ+), Росбанка (Ваа3/-/ВВВ+), Русфинанс Банка (Ва1/-/ВВВ+) и Банка ДельтаКредит (Ва2/-/-). Для сравнения, у их материнских структур рейтинги сейчас находятся на уровнях: Raiffeisen Bank (А2/А/А), UniCredit (Ваа2/ВВВ+/А-) и Societe Generale (А2/А/А+). Таким образом, рейтинги Intesa Sanpaolo находятся на уровне другого итальянского банка – UniCredit, а по масштабам бизнеса Intesa стоит между Raiffeisen Bank и группами UniCredit и SG.

Отметим, что Банк Интеза по своему выпуску предлагает премию к перечисленным банкам, причем

довольно приличную: от 30 до 180 б.п. В качестве положительного момента отметим, что уже обращающийся выпуск эмитента серии 03 торгуется около номинала, то есть с доходностью 9,2% к оферте в октябре 2013 года. Однако ради справедливости стоит отметить, что выпуск Банка Интеза, хотя и вошел в перечень РЕПО с ЦБ (дисконт 17,5%), не отличается ликвидностью, поэтому данные уровни не очень показательны. На наш взгляд, интересным представляется участие в займе с доходностью от 10% годовых к 1,5-летней оферте, то есть с премией к Русфинанс банку (52 место по активам, Интеза – 58 место по активам на 1 июля 2012 года), обладающему аналогичным рейтингом, порядка 30 б.п.



Источник: данные Bloomberg

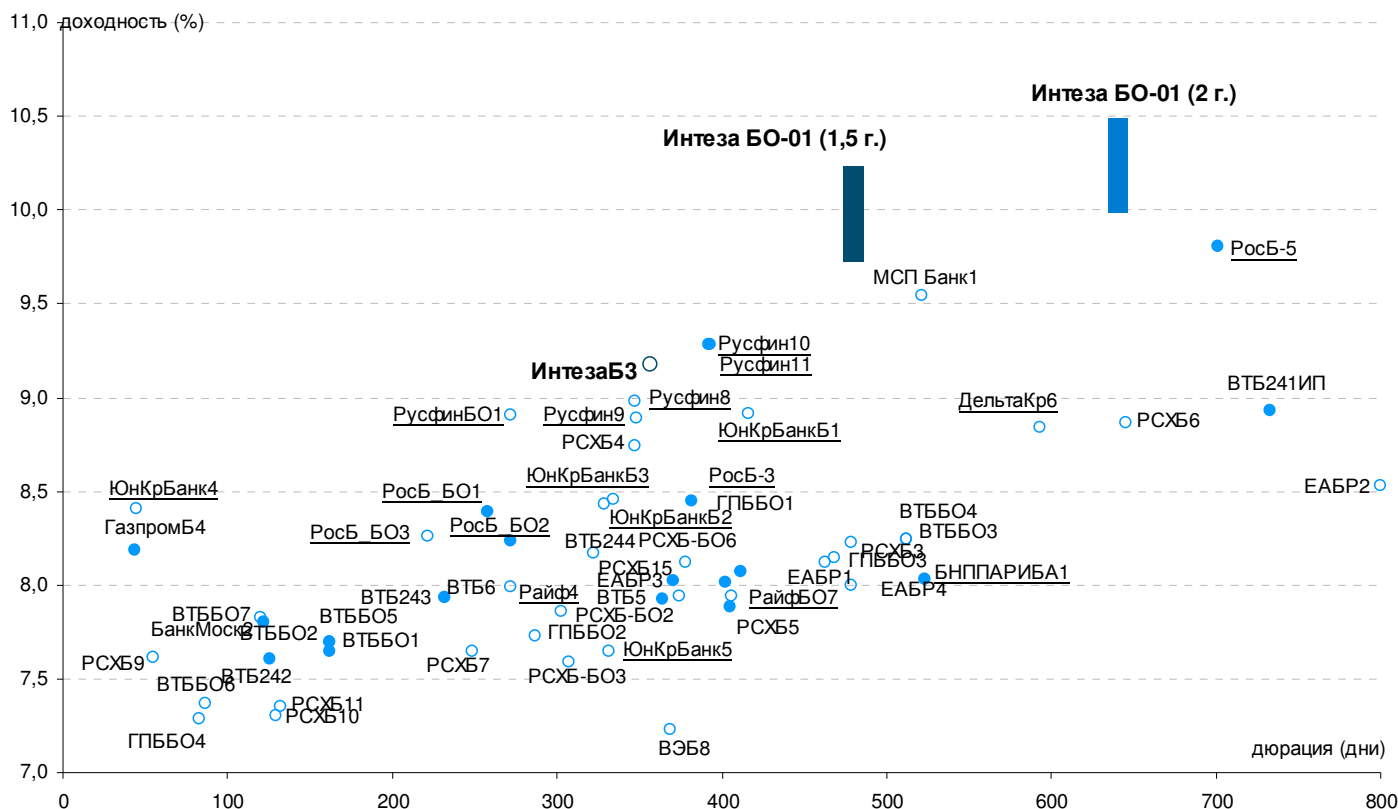
Финансовые показатели Банка Интеза по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 июл 12	1 сен 12
Капитал (134 ф)	11 614	12 306	12 007	12 651	12 695
H1	15,21	14,64	14,69	16,13	15,80
Активы	80 737	88 906	85 030	82 714	75 147
Денежные средства и драгметаллы	639	772	738	790	752
Доля в активах	1%	1%	1%	1%	1%
МБК (размещенные средства)	12 777	11 759	16 888	20 390	14 024
МБК - расчеты	4 385	3 252	2 950	3 754	3 903
МБК - размещенные средства	0	0	0	0	0
МБК - остальное	8 392	8 507	13 938	16 636	10 121
МБК в активах	15,8%	13,2%	19,9%	24,7%	18,7%
Кредитный портфель (gross)	64 121	74 818	67 667	60 831	60 293
Уровень просрочки	8,1%	9,1%	10,8%	9,4%	9,5%
Покрытие просрочки резервами	130,8%	113,3%	118,2%	122,6%	122,5%
Кредиты физлиц	34,5%	29,9%	32,0%	32,2%	33,2%
Кредиты/Клиентские средства	3,7	4,2	3,5	3,5	3,9
Доля в активах	71,0%	75,5%	69,4%	65,1%	70,9%
Операции с ценными бумагами	4 380	4 091	3 371	3 314	3 068
Доля в активах	5,4%	4,6%	4,0%	4,0%	4,1%
Капитал*	11 034	11 372	11 334	11 678	11 678
Доля в активах	13,7%	12,8%	13,3%	14,1%	15,5%
МБК (привлеченные средства)	36 576	38 292	37 768	31 462	26 107
Доля в активах	45,3%	43,1%	44,4%	38,0%	34,7%
Средства клиентов	17 487	17 659	19 584	17 604	15 399
Доля в активах	21,7%	19,9%	23,0%	21,3%	20,5%
Выпущенные ценные бумаги	19	10	0	5 174	5 177
Доля в активах	0,0%	0,0%	0,0%	6,3%	6,9%
Балансовая прибыль	367	683	451	625	873

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций финансового сектора



Елена Федоткова

АКБ Российский капитал (-/-/В+)

Событие. 16 октября Банк Российский Капитал откроет книгу на облигации серии 03 объемом 3 млрд руб. Дата закрытия – 19 октября. Размещение в планах на вторую половину октября. Ориентир по ставке купона – 10,5-11,0%, что соответствует доходности к годовой оферте порядка 10,78-11,3% годовых.

Комментарий. Напомним, что сейчас банк проходит процедуру санации и основным акционером (99,99%) является АСВ. С учетом того, что проблемный кредитный портфель эмитента сохраняется на его балансе, факт сохранения акционерной структуры и, соответственно, поддержки со стороны АСВ, являются основной составляющей в инвестиционной привлекательности бумаг банка.

Тут мы сошлемся на отчет Fitch, который в своем комментарии к повышению рейтинга банка до уровня «В+» в августе текущего года, отметил, что «вероятность продажи банка к концу 2014 года, как это предусмотрено планом финансового оздоровления, несколько уменьшилась и сейчас является лишь умеренной». Это связано с тем, что АСВ по законодательству не имеет права продать банк меньше чем за первоначальный размер инвестиции: 14,2 млрд руб. На конец 2011 г. собственный капитал эмитента по МСФО составлял 2,5 млрд руб. (9,7 млрд руб. По РСБУ), и, по мнению Fitch, маловероятно, что банк сумеет увеличить капитал до уровня, равного первоначальной инвестиции, к концу 2014 года или что АСВ сумеет продать банк по цене, значительно выше капитала. Хотя рейтинговое агентство делает «оговорку», что «если продажа банка будет считаться политически целесообразной», то, «возможно, будут найдены способы структурировать эту сделку таким образом, чтобы соответствовать существующему законодательству, а также не исключены изменения в законодательстве».

В этом разрезе годовая оферта смотрится привлекательно, поскольку снижает риски смены акционера на столь коротком временном отрезке и обеспечивает «про» государственные риски по данным бумагам. Самостоятельный кредитный профиль банка смотрится довольно «скромно»: хотя вновь созданный под эгидой АСВ кредитный портфель, видимо, довольно высокого качества, однако, несмотря на рост объема операций кредитования, уровень резервирования не снижается. По РСБУ на 1 сентября 2012 года просрочка составила 22%, уровень резервов – 17%. На наш взгляд, создание резервов будет происходить и дальше до полной «вычистки» / списания кредитов с баланса «плохих» кредитов или при доведении резервирования до 100%. Все это давит на прибыль банка и на его капитал.

Банк пытается повысить маржинальность своих операций за счет развития розницы: сейчас это около 14% портфеля. Расширение происходит за счет развития линейки продуктов и филиальной сети. Интересно, что в основном это происходит за счет разовых сделок. Сеть отделений была увеличена на

23 отделения за счет присоединения ОАО «Губернский банк «Тарханы» в 2011 году, на 12 пунктов – за счет присоединения ОАО «ПотенциалБанк». Также в своем меморандуме банк отмечает, что развитие бизнеса происходит за счет «поглощений и покупки портфелей кредитов». Тем не менее, корпоративный характер деятельности Российского Капитала останется преобладающим. Последнее идет несколько в разрез имеющейся структуре фондирования, которая построена преимущественно на депозитах физлицам (82% средств клиентов). Тем не менее, банку удастся, по данным меморандума, поддерживать маржинальность своих операций выше 4% и привлекать фондирование срочностью в основном (97% средств физлиц) более года.

Учитывая запас ликвидности на балансе банка (более 15 млрд руб. или более 20% активов), отнюдь не складывается впечатление, что Российский Капитал активно нуждается в привлечении средств с долгового рынка, однако, безусловно, это положительно отразится на диверсификации его фондирования.

Мы все же склонны придерживаться мнения, что у банка не пройдут изменения в акционерной структуре до оферты по займу. Таким образом, учитывая принадлежность эмитента АСВ, мы рекомендуем участвовать в займе по нижней границе предложенного диапазона.

Финансовые показатели Банка Российский Капитал по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 апр 12	1 июл 12	1 сен 12
Капитал (134 ф)	10 008	11 149	9 736	9 469	9 704	9 747
H1, %	29,47	25,22	17,70	14,76	12,37	11,99
Активы	33 718	46 813	58 442	64 073	74 840	80 715
Денежные средства и драгметаллы	299	823	792	816	945	1 017
Доля в активах	1%	2%	1%	1%	1%	1%
МБК (размещенные средства)	1 468	3 938	9 022	9 863	5 659	9 268
МБК в активах	4,4%	8,4%	15,4%	15,4%	7,6%	11,5%
Кредитный портфель (gross)	24 049	34 318	41 094	42 847	53 107	53 388
Уровень резервов	18,7%	22,7%	21,2%	19,4%	17,0%	13,3%
Уровень просрочки	20,6%	25,8%	26,1%	23,8%	21,9%	17,6%
Покрытие просрочки резервами	91,1%	87,9%	81,1%	81,8%	77,4%	75,5%
Кредиты физлиц	9,7%	11,5%	12,2%	12,3%	14,2%	15,5%
Кредиты/Клиентские средства	126,7%	111,8%	117,1%	110,8%	114,5%	106,6%
Доля в активах	58,0%	56,7%	55,4%	53,9%	58,9%	57,3%
млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 апр 12	1 июл 12	1 сен 12
Операции с ценными бумагами	8 395	10 059	10 400	12 003	16 016	15 671
Облигации	4 012	6 451	7 065	8 612	12 773	12 407
Акции	3 908	3 120	2 838	2 894	2 745	2 775
Векселя	475	488	497	497	498	488
Доля в активах	24,9%	21,5%	17,8%	18,7%	21,4%	19,4%
Капитал*	8 730	9 164	9 006	9 108	8 190	8 284
Доля в активах	25,9%	19,6%	15,4%	14,2%	10,9%	10,3%
МБК (привлеченные средства)	3 258	2 969	10 075	12 875	11 584	13 293
Средства клиентов (итого)	18 979	30 702	35 091	38 686	46 399	50 060
Доля в активах	56,3%	65,6%	60,0%	60,4%	62,0%	62,0%
Балансовая прибыль	-546	-38	-1 499	31	-113	39

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Елена Федоткова

Внешпромбанк (B2/B/-)

Событие. Внешпромбанк в последней декаде октября планирует открыть книгу на облигации серии БО-02 объемом 3 млрд руб. Размещение намечено на конец октября 2012 года. Ориентир по ставке купона 11,75-12,25%, что соответствует доходности 12,1-12,63% годовых.

Комментарий. Напомним, что банк выиграл тендер и в 2009 году начал осуществлять расчетно-кассовое обслуживание Транснефти, что спровоцировало рост активов Банка во 2 полугодии 2009 года в 2 раза. В 2010 году данный процесс принял уже более устойчивые формы, однако это не помешало Банку вырасти еще в 1,5 раза. В 2011 году мы видим растущий кредитный портфель, который по итогам года все же превысил 50% валюты баланса банка, что мы приветствуем как признак развития самостоятельного бизнеса Внешпромбанка. Тем не менее, межбанк продолжают формировать существенную долю активов банка – около 30%, размещая, видимо, поступающие к нему краткосрочные клиентские средства. Напомним, что по данным МСФО на конец 2011 года сумма остатков на счетах ключевого клиента банка составляла 23,2 млрд руб. или более 25% всех пассивов эмитента.

В настоящее время на долговом рынке обращается два выпуска облигаций банка, причем оба из них входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 25%. Текущие уровни отчасти совпадают с размещением Меткомбанка (Северсталь) с рейтингом «B2» от Moody's – УТР 12,36-12,63%. На наш

взгляд, учитывая, что Внешпромбанк более чем в 3 раза больше Меткомбанка и также обладает стратегическим основным контрагентом, хотя и уступает по возможности поддержки со стороны акционеров, предлагаемая доходность выпуска интересна уже ближе к нижней границе предлагаемого диапазона, то есть от 12,1%. Хотя, на наш взгляд, банк уступает в прозрачности деятельности своим коллегам-эмитентам, поэтому участие в займе должно сопровождаться повышенным вниманием в адрес выходящих новостей по кредитной организации. Напомним, последний пересмотр рейтинга был в апреле 2011 года от S&P и сопровождался его повышением на 1 ступень.

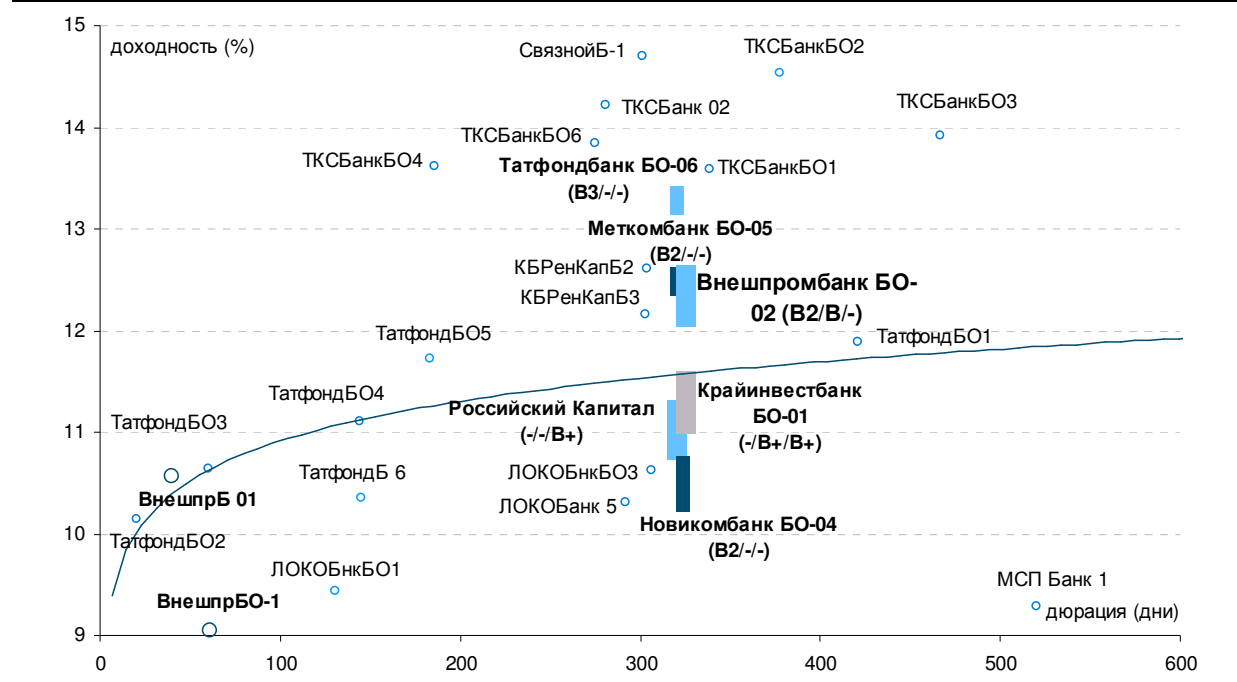
Финансовые показатели Внешпромбанка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 июл 12	1 сен 12	1сен12 / 1янв12
Капитал (134 ф)	8 772	10 696	11 658	13 069	13 746	17,9%
H1	19,26	18,17	17,80	17,48	15,94	
Активы	70 415	78 199	91 215	100 305	104 248	14,3%
Денежные средства и драгметаллы	5 541	7 015	7 909	9 591	7 784	-1,6%
Доля в активах	8%	9%	9%	10%	7%	---
МБК (размещенные средства)	25 432	17 615	27 152	28 864	27 327	0,6%
Кредитный портфель (gross)	31 275	42 490	47 136	52 827	59 003	25,2%
Уровень резервов	0,6%	0,5%	1,4%	0,9%	0,9%	---
Уровень просрочки	0,5%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	---
Покрытие просрочки резервами	123,6%	143,9%	325,6%	183,1%	180,0%	---
Кредиты физлиц	25,4%	16,7%	12,4%	10,5%	10,4%	---
Кредиты/Клиентские средства	57,8%	73,5%	65,3%	67,7%	72,4%	---
Доля в активах	44,2%	54,1%	50,9%	52,2%	56,1%	---
Операции с ценными бумагами	5 722	7 483	6 295	5 771	6 614	5,1%
Облигации	4 561	6 012	5 100	4 461	5 264	3,2%
Акции	429	1 215	1 110	1 071	1 100	-0,9%
Векселя	733	256	85	239	250	---
Доля в активах	8,1%	9,6%	6,9%	5,8%	6,3%	---
Капитал*	4 262	5 497	5 797	7 162	7 209	24,4%
Доля в активах	6,1%	7,0%	6,4%	7,1%	6,9%	---
МБК (привлеченные средства)	865	2 654	2 626	2 021	1 493	-43,2%
Средства клиентов (итого)	54 122	57 807	72 235	78 051	81 442	12,7%
Доля в активах	76,9%	73,9%	79,2%	77,8%	78,1%	---
Выпущенные ценные бумаги	6 026	6 104	4 255	6 365	6 534	53,6%
Балансовая прибыль	565	1 146	1 224	1 103	1 522	32,8%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора



Елена Федоткова

Крайинвестбанк (-/В+/В+)

Событие. Крайинвестбанк планирует вторичное размещение облигаций серии БО-01 объемом до 1,5 млрд руб. Планируется провести book-building 19-22 октября, размещение 23 октября. Ориентир по ставке купона – 10,75-11,25%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 11,04-11,57%. Напомним, что погашение облигаций состоится в апреле 2014 года, то есть после 1,5 года после текущего размещения.

Комментарий. В настоящий момент на рынке обращается единственный облигационный выпуск Крайинвестбанка, по которому и предполагается вторичное размещение в дату прохождения оферты 23 октября текущего года.

Основным инвестиционным преимуществом банка, на наш взгляд, является акционерная структура: 97,05% капитала эмитента принадлежит Краснодарскому Краю (Ba1/-/BB+). При этом налицо постоянная поддержка со стороны акционера: последний раз взнос в капитал прошел в июне 2012 года в размере 1,5 млрд руб. Следующее пополнение прогнозируется в 1 полугодии 2013 года. Кроме того, регион предоставляет гарантии по заимствованиям банка, а через принадлежащие ему предприятия «подпитывает» Крайинвестбанк ликвидностью (25% клиентского фондирования на конец 2011 года). Таким образом, во многом дальнейшие перспективы развития банка связаны с данным регионом и его руководством. Fitch в своем обзоре от 19 сентября текущего года отмечает в качестве рисков «ослабление взаимоотношений между Краснодарским Краем и банком, например, в случае смены ключевых руководителей региона». То, что губернатор края был недавно наделен полномочиями на новый срок, в нашем случае при годовой оферте это выглядит как заметный позитивный фактор.

Что касается кредитного качества эмитента, мы бы в первую очередь ориентировались на МСФО, хотя последние данные доступны только по итогам 2011 года.

В первую очередь мы обращаем внимание на качество активов: уровень NPL (30+) на конец 2011 года составил 7% (согласно отчетности по МСФО). По данным Fitch, показатель NPL (90+) был немного ниже – 5,9%, но, по нашему мнению, он все же смотрится достаточно высоким. Учитывая, что доля пролонгированных кредитов составляет еще 15% на конец прошлого года. Также вызывает некоторые опасения тот факт, что по оценке рейтингового агентства 20 крупнейших кредитов, на которые приходится немалые 50% кредитного портфеля, предоставлено заемщикам со слабыми финансовыми позициями.

Отметим также, что деятельность банка довольно тесно связана с недвижимостью. Так, на 1 января 2012 года около 21% (3,4 млрд руб.) кредитного портфеля Крайинвестбанка приходится на строительство. Кроме того на балансе числится инвестиционная недвижимость на сумму 1,9 млрд руб. или 7% активов. Она включает в себя построенные и строящиеся жилые дома, а также земельные участки в Краснодаре (по расшифровкам МСФО). По данным Fitch, некоторые объекты находятся на начальном этапе строительства и оценка залогового обеспечения в большинстве случаев является несколько завышенной. Данные объекты, по мнению агентства, «могут в значительной степени быть так или иначе связаны с официальными лицами в действующей администрации региона и/или с менеджментом банка». Как негативный фактор мы отмечаем низкую прибыльность деятельности кредитной организации. В данном случае, устойчивая база фондирования со стороны физлиц оборачивается для банка довольно дорогим источником фондирования (43% пассивов на 1 сентября 2012 года). Однако все же стоит отметить, что основное давление на чистую прибыль банка (по МСФО) оказывали операционные расходы, достигающие 70%, а то и 80% операционных доходов. При этом показатель NIM, по нашим подсчетам, смотрится вполне неплохо: 6,1% по МСФО по итогам 2011 года.

Как мы уже отмечали, объем заимствований на долгом рынке у банка ограничивается единственным облигационным займом на 1,5 млрд руб. Отметим, несмотря на то, что заем был размещен в апреле 2011 года, его нет ни в перечне прямого РЕПО с ЦБ, ни в Ломбардном списке, несмотря на рейтинги. При этом облигации Татфондбанка, во многом по профилю и по акционерной структуре (одним из акционеров является Республика Татарстан с рейтингами Ba1/-/BBB-) схожий с Крайинвестбанком, но уступающий ему по рейтингам в 2 ступени, входят в оба перечня. Сейчас идет размещение выпуска Татфондбанка серии БО-06 с диапазоном доходности 13,16-13,42% к годовой оферте, то есть с премией больше 200 б.п. к размещаемому займу Крайинвестбанка.

На схожем с анализируемым выпуском уровне размещается (к годовой оферте YTP 10,78-11,3% годовых) Российский Капитал (принадлежит АСВ) с аналогичным рейтингом, при этом почти в 3 раза крупнее Крайинвестбанка. Принимая во внимание отсутствие займа Крайинвестбанка в перечне прямого РЕПО (в случае Российского Капитала, учитывая акционерную структуру, мы считаем необходимой премию к Российскому Капиталу от 50 б.п. Таким образом, участие в выпуске интересно от 11,3% годовых, что оставит премию (за разницу в рейтингах и всего лишь блокпакет Татарстана в капитале) со стороны бумаг Татфондбанка от 186 б.п.

Финансовые показатели Крайинвестбанка по МСФО

	2009	2010	2011	Изменение
Место в рейтинге по размеру активов на конец соответствующего года (Интерфакс)	123	112	115	снижение на 3 позиции
Рейтинг (M/S&P/F)		- / B+ / B+		-
Балансовые показатели, млн руб.	2009	2010	2011	Изменение к 2010г.
ASSETS	17 416	24 172	27 660	14%
Cash and cash equivalents	2 905	2 878	3 112	8%
% assets	16,7%	11,9%	11,3%	-
Loans	8 234	11 175	15 471	38%
Loans (gross)	8 699	11 760	16 464	40%
% assets	47,3%	46,2%	55,9%	-
NPL (>30дн.), %	5,8%	3,9%	7,0%	-
allowance for loan impairment / NPL	0,9	1,3	0,9	-
Loans / Customer accounts	0,73	0,65	0,75	-
allowance for loan impairment	5,3%	5,0%	6,0%	-
Customer accounts	11 330	17 155	20 512	20%
% assets	65,1%	71,0%	74,2%	-
Financial assets**	1 703	3 885	2 362	-
% assets	9,8%	16,1%	8,5%	-
EQUITY	3 082	3 171	3 345	5%
% assets	17,7%	13,1%	12,1%	-
Total Capital Adequacy Ratio	22,5%	13,9%	14,2%	-
Показатели прибыльности, млн руб.	2009	2010	2011	Изменение к 2010г.
Net interest income	955	1 195	1 141	-5%
Fee and commission income (net)	343	473	530	12%
Provisions charge for loan impairment	-86	-213	-408	91%
Operating income	1 334	1 740	1 967	13%
Operating expenses	-1 108	-1 435	-1 417	-1%
Profit for the year*	95	55	111	101%
Качественные показатели деятельности	2009	2010	2011	Изменение к 2010г.
RoAA	0,6%	0,3%	0,4%	+0,16 п.п.
RoAE	3,2%	1,8%	3,4%	+1,64 п.п.
Cost / Income	83,1%	82,5%	72,1%	-10,43 п.п.
NIM	9,0%	8,2%	6,1%	-2,11 п.п.

* без учета переоценки основных средств

** без учета инвестиционной недвижимости

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

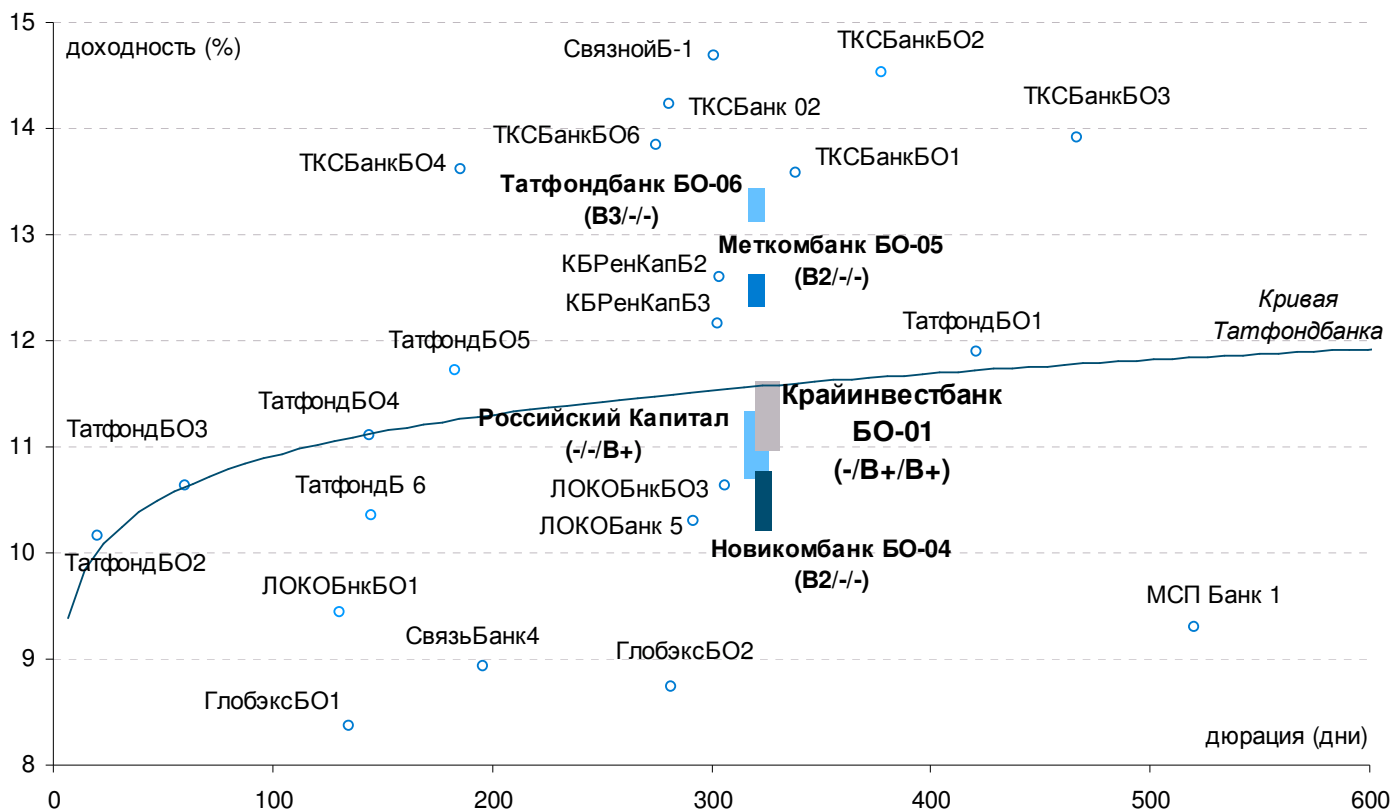
Финансовые показатели Крайинвестбанка по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 сен 11	1 янв 12	1 июл 12	1 сен 12	1сен12 / 1январь12
Капитал (134 ф)	2 919	2 888	3 081	4 596	4 600	0,1%
H1, %	12,79	11,22	11,05	15,29	13,66	
Активы	24 000	25 030	27 404	27 829	28 799	5,1%
Денежные средства и драгметаллы	2 211	1 388	1 917	1 355	1 396	-27,2%
Доля в активах	9%	6%	7%	5%	5%	---
МБК (размещенные средства)	3 103	1 919	3 740	3 935	3 656	-2,2%
Кредитный портфель (gross)	11 429	14 499	15 559	14 122	14 555	-6,5%
Уровень резервов	4,5%	4,4%	6,0%	6,0%	5,8%	---
Уровень просрочки	1,8%	1,8%	1,8%	2,6%	2,6%	---
Покрытие просрочки резервами	255,3%	248,9%	339,3%	231,2%	220,7%	---
Кредиты физлиц	14,9%	14,8%	14,0%	16,8%	18,1%	---
Кредиты/Клиентские средства	68,9%	80,0%	76,2%	69,6%	69,0%	---
Доля в активах	45,5%	55,4%	53,4%	47,7%	47,6%	---
Операции с ценными бумагами	5 185	5 280	4 159	7 066	7 663	84,2%
Облигации	2 997	3 092	1 992	3 628	3 301	65,7%
Акции	2 188	2 188	2 167	3 116	4 037	86,3%
Векселя	0	0	0	322	324	---
Доля в активах	21,6%	21,1%	15,2%	25,4%	26,6%	---
Капитал*	2 978	2 998	2 998	4 567	4 567	52,3%
Доля в активах	12,4%	12,0%	10,9%	16,4%	15,9%	---
МБК (привлеченные средства)	3 735	1 703	2 057	1 067	1 038	-49,5%
Средства клиентов (итого)	16 584	18 116	20 429	20 278	21 090	3,2%
Доля в активах	69,1%	72,4%	74,5%	72,9%	73,2%	---
Выпущенные ценные бумаги	7	1 551	1 528	1 538	1 658	8,5%
Балансовая прибыль	118	85	117	46	48	-43,4%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Доходности бумаг 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

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

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.