

19 декабря 2011 г.

При текущей негативной конъюнктуре на финансовых рынках предложение со стороны эмитентов заметно сократилось. Судя по всему, «закрывает» год финансовый сектор, причем из достаточно разной «весовой» категории: сейчас активны книги двух госбанков – ВТБ и Связь-Банка, также на рынок вышла не самая крупная в России лизинговая компания Каркаде с польскими корнями.

Из интересных выпусков мы бы назвали ВТБ, который предложил достаточно неплохую премию к рынку по верхней границе, при этом открытым остается вопрос по объему размещения.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building

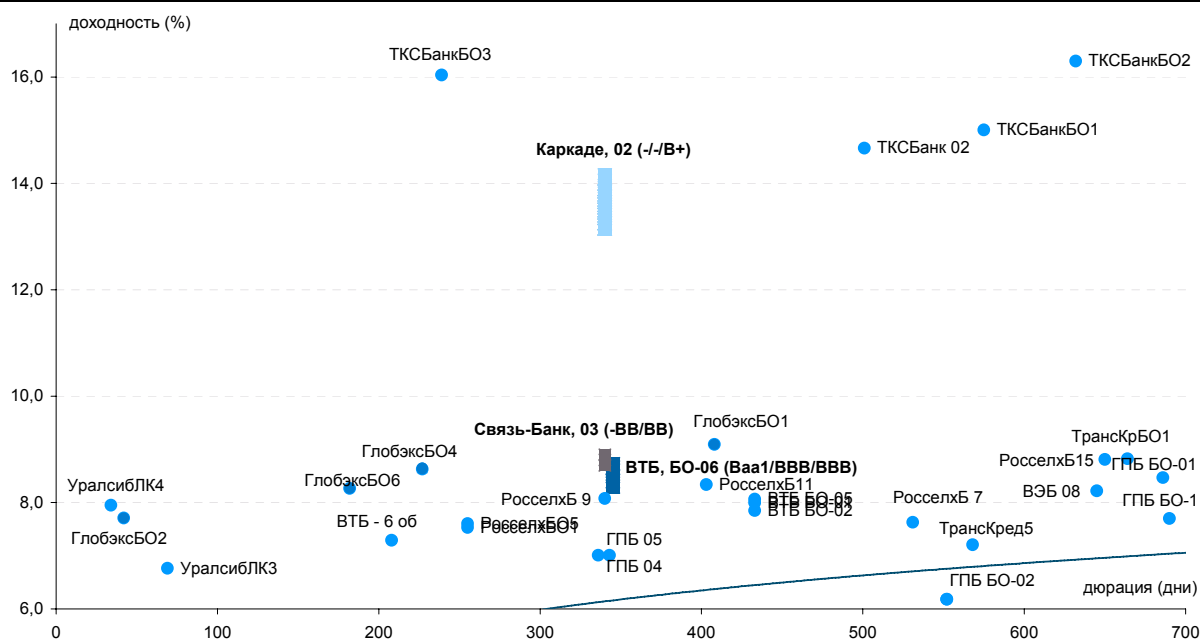
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности, %	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность%
ВТБ, БО-06 NEW	Baa1 / BBB / BBB	да	10 000	21 дек	23 дек	8,0-8,5 / 8,24-8,77	n/a	1 / 3	от 8,4%
Связь-Банк, 03 NEW	- / BB / BB	да	5 000	20 дек	22 дек	8,5 - 8,75 / 8,68 - 8,94	n/a	1 / 3	от 8,94
Каркаде, 02	- / - / B+	да	1 500	21 дек	23 дек	12,5-13,5 / 13,1-14,2	n/a	1 / 3	n/a

Итоги размещений и закрытия книг на прошлой неделе

Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности, %	Пересмотренный ориентир купона / доходности, %	Установленная ставка купона / доходность, %	PUT / MATURITY, лет
Республика Коми, 32010	Ba2 / - / BB+	да	1155*	аукцион	15 дек	9,5 / 9,5-10	n/a	доходность 9,50, цена 100,18	аморт / 5, дюр. 3,06 года
Вологодская область, 34002	Ba2 / B+ / -	да	2 510	16 дек	21 дек	9,95-10,65 / 10,33-11,08	n/a	10,65 / 11,08	аморт./ 5, дюр. 2,94 года
МДМ Банк, БО-04	Ba2 / BB- / BB	да	5 000	14 дек	16 дек	9-9,5 / 9,2-9,75	n/a	9,5 / 9,75	1 / 3
НЛМК, БО-02	Baa3 / BBB- /	да	5 000	16 дек	21 дек	8,50-8,75% / 8,68-8,94%	n/a	8,75 / 8,94	1,5 / 3
НЛМК, БО-03	Baa3 / BBB- /	да	5 000	16 дек	21 дек	8,50-8,75% / 8,68-8,94%	n/a	8,75 / 8,94	1,5 / 3
МСП Банк, 01	Baa2 / BBB / -	да	5 000	16 дек	21 дек	9,0-9,75 / 9,2-9,99	n/a	n/a	2 / 10
ГПБ, БО-4	Baa3 / BB+ / -	да	10 000	15 дек	20 дек	8,25-8,75 / 8,42-8,94	n/a	8,5 / 8,68	1 / 3

* номинальный объем займа 2,1 млрд руб.

Карта первичного рынка



Источники: данные организаторов, ММВБ

Комментарии к размещениям:**NEW ВТБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ) и Связь-Банк (-/ВВ/ВВ)**

ВТБ, скорее всего, окажется перед выбором – «объем или доходность»: началось размещение по займу серии БО-06 на 10 млрд руб. с УТР 8,24-8,77% к годовой оферте, однако в запасе у эмитента еще три выпуска на 20 млрд руб. Интересно от 8,4%.

Связь-Банк 03- УТР 8,68-8,94% к годовой оферте – рекомендуем участвовать не ниже верхней границы.

NEW Каркаде (-/-/В+)

Лизинговая компания открыла 12 декабря книгу на дебютный выпуск облигаций серии 02 на 1,5 млрд руб. Заккрытие книги – 23 декабря. Инвесторам предложен высокий ориентир по купону: 12,5% - 13,5%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 13,1% - 14,2%. По предлагаемой доходности Каркаде можно сравнить с ТКС Банком (В2/-/В), бонды которого торгуются по верхнему уровню предложенного диапазона при рейтингах на ступень ниже. Напомним, что банк далеко не новичок на долгом рынке, отличается транспарентностью и имеет уже публичную историю. Мы отдаем предпочтение «проверенному» заемщику.

Итоги последних размещений:

Конец прошлой недели сложился достаточно напряженным – закрытия книг / размещения за этот период пришлось в основном на четверг-пятницу, а это 6 эмитентов или более 34,5 млрд руб. Традиционно был активен финансовый сектор – 50% эмитентов (Газпромбанк, МСП Банк и МДМ Банк), из которых 2/3 – госбанки. Успех размещения, на наш взгляд, зависел в том числе и от предлагаемой премии. Так, Газпромбанк ожидаемо закрыл книгу в середине обозначенного ранее диапазона (УТР 8,68%, 1 год), а вот МДМ Банк – ближе к верхней границе (УТР 9,75%, 1 год). МСП Банк на момент написания обзора не раскрыл свои данные, но, в целом, по нашим ощущениям, итоги будут ближе к нижнему значению (УТР 9,2%, 2 года).

НЛМК держал открытой книгу всего 2 дня, однако этого было достаточно, чтобы отвергнуть вариант с размещением без оферты, в итоге, параметры обоих выпусков сложились следующие: доходность 8,94% к оферте через 1,5 года, то есть по верхней границе.

Особого азарта при размещении субфедерального долга не наблюдалось, хотя сам по себе факт того, что оно не было перенесено «на неопределенный срок», уже можно считать успехом. При этом Республика Коми предпочла стоимость фондирования объему, в результате цена сложилась на уровне 100,18% (дюрация 3,06 года), то есть по нижней границе диапазона - УТР 9,5%, но размещено было 1,16 млрд руб. (55% выпуска). Вологодская область закрыла книгу по верхней границе – УТР 11,08% (дюрация 2,94 года). Напомним, что оба займа имеют амортизационную структуру погашения.

ВТБ и Связь-Банк – новые предложения.

Открыли книги сразу два госбанка – ВТБ и Связь-Банк. ВТБ предложит рынку 4 займа серий БО-03, БО-04, БО-06 и БО-07 на общую сумму 30 млрд руб. (сбор заявок стартует с БО-06 – 10 млрд руб.). Связь-Банк выходит на рынок с займом серии 03 объемом 5 млрд руб. с УТР 8,68-8,94% к годовой оферте.

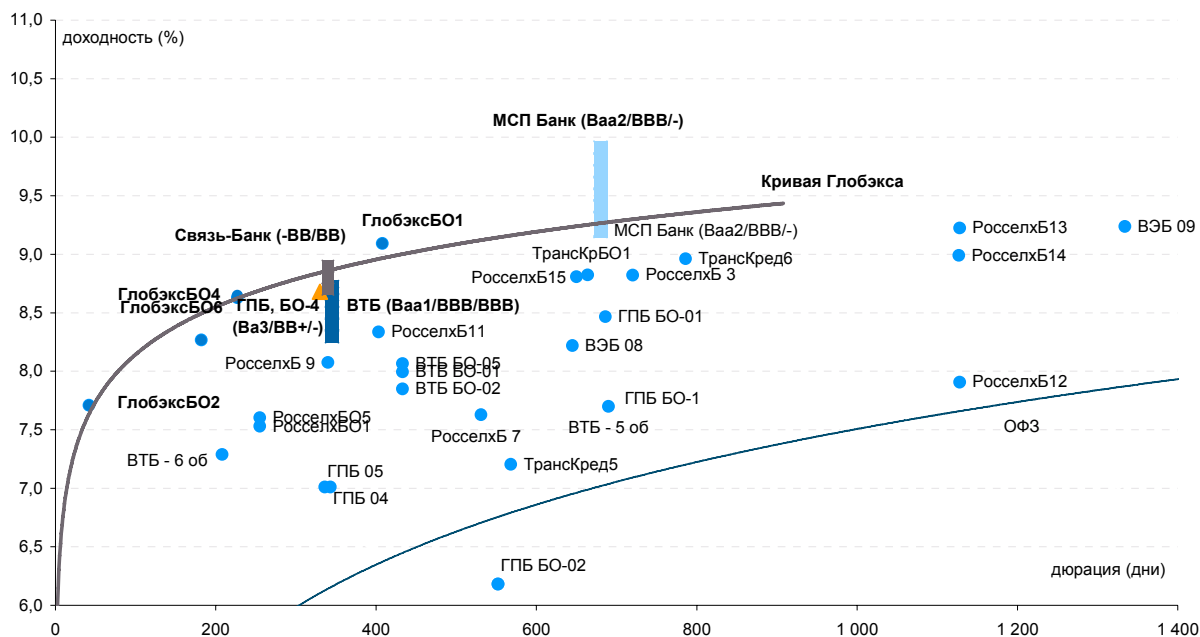
Госбанки продолжают активно выходить на рынок, решая свои задачи по пополнению фондирования. Напомним, что рублевый рынок «протестировали» с октября месяца ВЭБ (15 млрд руб.), ВЭБ-лизинг (10 млрд руб.), Россельхозбанк (10 млрд руб.). На международном рынке «выступили» ВТБ (300 швейцарских франков), Газпромбанк (375 швейцарских франков + 20 млрд руб.), Сбербанк (1,2 млрд долл.). Сейчас открыты книги ГПБ на 10 млрд руб. и МСП Банка («дочка» ВЭБа). Теперь еще добавились ВТБ и Связь-Банк.

Появление первого вполне предсказуемо, учитывая его задолженность перед ЦБ и Минфином – 58,5 млрд руб. и 384,1 млрд руб. соответственно по состоянию на 1 декабря или более 11% пассивов. Попытка диверсификации своих обязательств со стороны ВТБ понятна. Напомним, что при этом у Банка еще сохраняются планы по пополнению капитала Банка Москвы (более 100 млрд руб.) и ТранскредитБанка (порядка 7,6 млрд руб.), а также прогнозы по Группе по 20% росту в 2012 году.

Сейчас ВТБ начинает собирать заявки на заем серии БО-06 объемом 10 млрд руб. Инвесторам предложен купон 8-8,5% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 8,24-8,77% годовых (купон ежеквартальный). Предложенный заем, на наш взгляд, составит хорошую конкуренцию недавно закрывшему книгу ГПБ (УТР 8,68%, 1 год), и ВТБ вполне может претендовать на УТР от 8,4%. Отметим, что у банка на размещение подготовлено еще три выпуска: БО-03 и БО-04 по 5 млрд руб. и БО-07 – на 10 млрд руб. Вероятно, книги по остальным выпускам будут открываться в зависимости от обозначившегося спроса. Поэтому не исключено, что в своем желании привлечь больше средств, Банк пойдет на уступку по ставке.

Что касается Связь-Банка, то ситуация складывается неоднозначная. Еще раз обращаем внимание, что на момент написания обзора неизвестны итоги закрытия книги другой «дочки» ВЭБа – МСП Банка (Ваа2/ВВВ/-) - см. наш обзор http://nomos.ru/upload/iblock/c6c/primary_12122011.pdf. При этом ориентиры были предложены достаточно привлекательные – УТР 9,2-9,99% к 2-летней оферте. Мы видим справедливый уровень ближе к нижней границе. Таким образом, Связь-Банку (-/ВВ/ВВ), который почти в 2 раза крупнее МСП Банк и стоит на 25 месте в рейтинге российских банков по величине активов, но с рейтингами на три ступени ниже, логично было бы предложить премию к уже размещающемуся банку. Связь-Банк достаточно удобно сравнивать с другой дочкой ВЭБа – Глобэксбанком, который также был санирован, схож по размеру активов (стоит на 29 месте) и обладает теми же рейтингами – «-/ВВ/ВВ». Отметим, что облигации Глобэксбанка торгуются с премией 100 б.п. к бондам ВЭБа. С учетом текущих размещений, мы видим премию к кривой Глобэксбанка (см. график) от 60 б.п. Соответственно, в предложенном выпуске интересно участвовать не ниже верхней границы представленного диапазона.

Распределение доходностей эмитентов финансового сектора



Источники: ММВБ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Елена Федоткова

Каркаде (-/-/В+)

Лизинговая компания Каркаде открыла 12 декабря книгу на дебютный выпуск облигаций серии 02 на 1,5 млрд руб. Закрытие книги – 23 декабря. Инвесторам предложен высокий ориентир по купону: 12,5% - 13,5%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 13,1% - 14,2%.

Ставка, предлагаемая компанией инвесторам, стоит того, чтобы присмотреться к эмитенту повнимательнее.

Начнем с акционерной структуры: Каркаде на 100% принадлежит польскому холдингу Getin Holding, образованному в 1996 году. Основным владельцем является Лешек Чарнецки (55,65%) - согласно журналу Forbes 2010, его состояние оценивалось в 2,1 млрд долл. В состав холдинга также входят банки в Польше (Noble Bank, Europa, Idea Bank, Getin Bank), в Украине (Плюс Банк) и в Беларуси (Сомбелбанк), лизинговые, страховые, брокерские и инвестиционные компании. Размер консолидированных активов Холдинга по состоянию на 1 октября 2011 года составлял 13,5 млрд евро, то есть схож с чешской PPF Group (12,7 млрд долл. на 1 июля 2011 года), финансовый результат за 9 месяцев 2011 года – 233 млн евро. Основную прибыль ему приносит банковский сектор, причем если в Европе это ипотека, то в Белоруссии – розничные кредиты, в Украине Холдинг - лидер автокредитования. В России, видимо, Группа также решила опробовать рынок автокредитования – в этом году Каркаде приобрела Кубаньбанк и планирует на его площадке также выйти в лидеры в данном сегменте. Учитывая опыт в других странах СНГ и специализацию самой Каркаде на лизинге автотехники, у Холдинга есть неплохие шансы, хотя многие розничные банки «не жалуют» данный сегмент. Приобретенный банк занимает 780 место в рейтинге российских банков на 1 октября с активами 628,1 млн руб. В начале декабря ЦБ зарегистрировал допэмиссию акций Кубаньбанка на 316 млн руб., в результате которой его акционерный капитал вырос почти в 5 раз до 397 млн руб.

Касательно самой Каркаде отметим, что согласно отчетности на 1 июля 2011 года размер ее активов составил 6,3 млрд руб. По размеру нового бизнеса компания стоит на 11 месте (по итогам 6 месяцев 2011 года), уступая другому активному игроку лизинга автотехники – компании Europlan (7 место, контролируется Baring Vostok Capital Partners и Capital International). По данным эмитента, на рынке автолизинга Каркаде занимает 13% рынка против 23% у Europlan. В сентябре текущего года агентство Fitch присвоило эмитенту рейтинг «В+».

К плюсам лизинговой компании можно отнести:

- ликвидный лизинговый портфель (около 70% платежей имеют срок до 1 года),
- эффективность деятельности – ROAA 6% и ROAE 24% за 2010 год (ввиду высоких темпов роста в 2011 году оба показателя падают),
- качество портфеля – уровень просроченной задолженности по текущим договорам на 1 июля текущего года снизился до 1,42%, NPL (30+) по всему портфелю – 6,6% (13,1% в 2009 году).

Кроме того, доля капитала в активах на 1 июля составляла достаточно высокие 21,4%, что приводило к комфортному соотношению долга и капитала – 3,2х.

К ключевым минусам – низкую диверсификацию фондирования. Финансовый долг компании составляет 69% пассивов. Сама по себе цифра умеренная - у ЛК Уралсиб (-/-/ВВ-, 6 место в рейтинге), доля долга в пассивах более 75%, однако если последняя привлекает средства и с долговых рынков, и от кредитных организаций, снижая при этом зависимость от материнской ФК Уралсиб (на конец 2010 года упала до 25% кредитного портфеля), то у Каркаде перечень кредиторов весьма узок. Основной объем долга (на 30 ноября 2011 года) приходится всего на 3 имени: 25,8% - учредители, 25,3% - Глобэксбанк и 15,5% - ЮниКредит Банк.

При этом долговой портфель носит краткосрочный характер (более 2/3 портфеля). Однако нельзя не сказать, что эмитент предпринимает попытки по выравниванию ситуации: в декабре кампания привлекла кредит от ЕБРР в объеме 600 млн руб. на 4 года, размещение дебютного облигационного займа также позволит повысить диверсификацию обязательств компании.

Кроме того, нас несколькостораживает практически двукратный рост бизнеса за 1 полугодие 2011 года, что может негативно отразиться на качестве лизингового портфеля.

По предлагаемой доходности Каркаде можно сравнить с ТКС Банком (В2/-/В), бонды которого торгуются по верхнему уровню предложенного диапазона при рейтингах на ступень ниже. Напомним, что банк далеко не

новичок на долговом рынке, отличается транспарентностью и имеет уже публичную историю. Учитывая неспокойную ситуацию в Европе и ряд слабых моментов в кредитном качестве эмитента, мы отдаем предпочтение уже «проверенному» заемщику. Напомним, в начале декабря по ofercie (БО-02) ТКС Банк предложил инвесторам купон на уровне 16,5% при погашении через год.

Финансовые показатели Каркаде по МСФО

млн руб.	2009	2010	1Н 2010	1Н 2011	%
Балансовые показатели					
Активы	3 734	3 907	3 374	6 318	62%
Денежные средства и их эквиваленты	172	74	n/a	94	27%
Чистые инвестиции в лизинг	2 385	2 833	2 310	4 520	60%
текущая часть	n/a	2 184	n/a	3 133	43%
долгосрочная часть	n/a	649	n/a	1 388	114%
Просроченная задолженность (по действующим договорам)	n/a	1,42%	3,00%	1,42%	---
Авансы, выданные поставщикам лизингового оборудования	n/a	302	n/a	444	47%
Дебиторская задолженность перед поставщиками оборудования	n/a	154	n/a	228	47%
Капитал	828	998	886	1 353	36%
Показатели прибыльности деятельности					
Чистый финансовый доход	822	622	306	363	18%
Резервы	n/a	n/a	-15	-12	-18%
Операционные расходы	-1 108	-811	-414	-414	0%
Комиссионный доход	n/a	n/a	67	125	86%
Чистая прибыль	189	214	102	105	3%
Показатели долговой нагрузки					
Финансовый долг	2 420	2 486	n/a	4 373	76%
Краткосрочн.	n/a	2 201	n/a	2 798	27%
Долгосрочн.	n/a	286	n/a	1 575	451%
Финансовый долг / Активы	65%	64%	---	69%	---
Финансовый долг / Чистый финансовый доход	2,9	4,0	---	6,0	4,1
Показатели эффективности					
ROAA	4%	6%	6%	4%	-2%
ROAE	24%	23%	24%	18%	-6%
NIM	23%	24%	26%	20%	-6%
Cost / Income	75%	73%	n/a	73%	---

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

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

**Телекоммуникации/
Потребсектор**

Евгений Голосной
Golosnoy_EA@nomos.ru

Долговой рынок

Ольга Ефремова
Efremova_OV@nomos.ru

Кредитный анализ

Игорь Голубев
IGolubev@nomos.ru

Алексей Егоров

Egorov_AVi@nomos.ru

Александр Полютков

Polyutov_AV@nomos.ru

Елена Федоткова

Fedotkova_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК рассматривает в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК, его 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 Банка 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, его руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК, его 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 не берет 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. НОМОС-БАНК не несет ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.