

23 марта 2012 г.

В списке первичных размещений на этой неделе значатся лишь банковские выпуски. В начале недели появилась информация, что МСП Банк все же решил размещать заем, хотя ранее банк два раза откладывал размещение бонда. Так же на локальном рынке, возможно, станет еще одним итальянским банком больше – на российский долговой рынок вернулся Банк Интеза. Сегодня закрывается книга по Банку Русский Стандарт, к выпуску которого инвесторы, похоже, проявляют активный интерес. Выпуски МСП Банка и Банка Интеза мы считаем привлекательными для инвестиций уже на нижней границе обозначенного диапазона. Сегодня открывается до понедельника книга на выпуск АИЖК объемом 15 млрд руб., а также в течение двух часов будут размещаться 5 выпусков биржевых облигаций Мечела на 15 млрд руб.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building									
Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Банк Русский Стандарт БО-02 АИЖК	Ва3/В+/В+	да	5 000	23 мар	27 мар	9,0-9,50% / 9,20-9,73%	9,0-9,25% / 9,2-9,46%	1 / 3	от 9,5%
МСП 01	Ваа2/ВВВ/-	да	5 000	27 мар	29 мар	8,75-9%/8,94-9,20%	n/a	2/10	от 8,94%
Интеза 03	Ваа3/-/-	да	5 000	6 апр	10 апр	9,25-9,75%/9,46-9,99%	n/a	1,5/3	от 9,46%
Еврооблигации, аукционы, book building									
РЖД	Ваа1/ВВВ/ВВВ	да	от 500 млн \$	22 марта*	23 мар	8,5%	8,3%	- / 7	-
Итоги последних размещений									
Выпуск	Рейтинг, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата окончания размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
Облигации, аукционы, book building									
ВымпелКом 02	Ва3/ВВ/-	да	10 000	16 мар	20 мар	8,85%/9,05%	-	8,85%/9,05%	3 / 10
Абсолют Банк БО-02	Ва3/-/ВВ+	да	3 000	22 мар	26 мар	9,25-9,50% / 9,46-9,73%	9-9,25%/9,20-9,46%	9%/9,25%	1 / 3

* номинировано в рублях

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

Комментарии к размещениям:

NEW Банк Интеза (Ваа3/-/-)

Учитывая более скромные масштабы бизнеса и ряд факторов кредитного профиля, предлагаемая премия к банкам с аналогичными рейтингами вполне оправдана. Тем не менее, уровень ближе к нижней границе диапазона смотрится достаточно привлекательным на фоне других предложений и вторичного рынка.

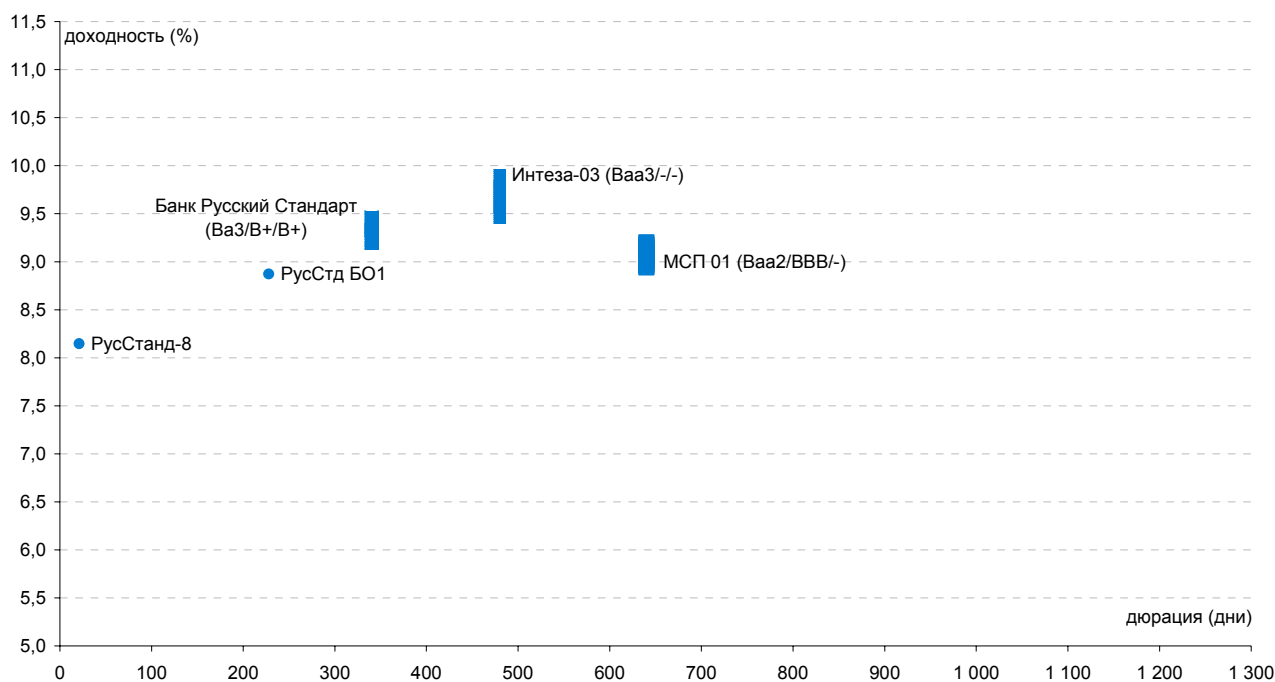
NEW Банк МСП (Ваа2/ВВВ/-)

Предложенный диапазон «ложится» на кривую другой дочки ВЭБа – Глобэкс Банка (-/ВВ/ВВ). При этом отметим, что рейтинги МСП-Банка на 3 ступени выше. На наш взгляд, выпуск интересен уже по нижней границе диапазона

Банк Русский Стандарт (Ва3/В+/В+)

Участие в займе может быть интересно на уровне доходности от 9,5%, особенно с учетом доходностей бумаг обращающегося займа и спреда к кривой ХКФ-Банка.

Распределение доходностей бумаг эмитентов



Итоги последних размещений: цены на вторичном рынке и форварде

Прежде всего, стоит отметить, что успешно размещенные выпуски ВымпелКома на форварде пока не создают возможности заработать участникам первичного аукциона. Так, бумаги стоят в диапазоне 99,90-99,95. В целом, данный факт был предсказуем после довольно агрессивного снижения индикатива доходности. Облигациям Металлоинвеста и ВТБ также пока не удается показать апсайда. Данный факт отчасти может говорить, что пока все же не стоит участвовать в выпусках на агрессивных уровнях

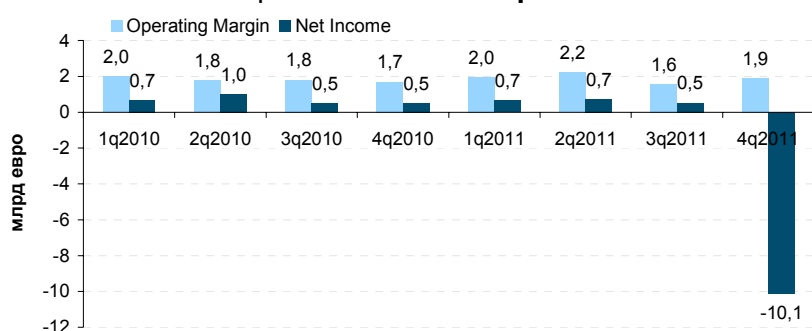
Выпуск	Стоимость форвард/вторичный рынок
ВымпелКом 01,04,06	99,90-99,95
Металлоинвест 01,05,06	99,90-100,10
ВТБ БО-3/БО-4	99,95-100,10

Sanpaolo в 1,5 раза меньше.

Среди важных моментов в кредитном профиле **Intesa Sanpaolo** мы выделяем:

- **сильные позиции на рынке Италии:** является ведущей кредитной организацией, занимая 1 место в Италии в таких сегментах как кредитование (доля рынка 15,7%), привлечение депозитов (16,9%), пенсионные накопления (23,3%), управление активами (25,2%), факторинг (31,8%) и др. Консолидированные активы Группы на конец прошлого года составили 639 млрд евро, то есть Intesa Sanpaolo в 4 раза крупнее, к примеру, Группы Raiffeisen (148 млрд евро).
- **успешное прохождение теста ЕВА:** по данным ЕВА, итальянская финансовая организация не нуждалась в пополнении капитала: его достаточность была на уровне 9,2% при требовании не ниже 9,0%. На 1 января Core Tier 1 Ratio составил 10,1%.
- **убыток в 4 квартале 2011 года:** в 4 квартале 2011 года Группа зафиксировала убыток в размере 10,1 млрд евро, что было связано со списанием обесценившихся активов на сумму 10,2 млрд евро, в том числе греческие долги на 400 млн евро. Часть списаний связана с покупкой банка Carifirenze. А также с событиями 2007 года, когда произошло слияние Banca Intesa и Sanpaolo IMI. При этом без учета списаний банк заработал 2 млрд евро, тем не менее это все равно ниже, чем за 2010 год (3,9 млрд евро).

Показатели прибыли **Intesa Sanpaolo**:



Вклад российского бизнеса в деятельность Группы довольно незначительный: 0,9% операционного дохода и 0,3% активов. При этом банк ярко выражено специализируется на обслуживании малого и среднего бизнеса, что, как мы увидим ниже, отражается на его показателях. По сравнению с другими дочками-нерезидентами Банк Интеза отличается:

- **более скромными масштабами бизнеса:** 56 место по активам на 1 января 2012 года, то есть банк по масштабам бизнеса стоит между Кредит Европа Банком (49 место) и Татфондбанком (60 место).
- **сравнительно небольшой величиной Н1:** достаточность капитала банка, контролируемая ЦБ (min 10%), составила на 1 января 2012 года 14,7%. Интересно, что в целом хороший уровень достаточности капитала смотрится ниже среднего по сравнению с показателями других не самых крупных по активам дочек банков-нерезидентов (см. таблицу).
- **относительно высоким уровнем просроченной задолженности:** 10,8% по РСБУ и 12% по МСФО, который отчасти обусловлен ориентацией бизнеса на МСБ.
- **небольшим размером генерируемой прибыли:** отметим, что по РСБУ размер чистой прибыли составил 0,5 млрд руб. по итогам 2011 года. При этом по МСФО показатель за указанный период в 2 раза выше – 1 млрд руб., а рентабельность активов находится на уровне 1,2%. Тем не менее, недавно разместившийся Абсолют банк, который больше Интезы на четверть, заработал за прошлый – год 2,5 млрд руб. и показал рентабельность чистой прибыли на уровне 5%.
- **высокой зависимостью от зарубежного фондирования.** В обзоре к размещению названа цифра 67% обязательств – видно это и по РСБУ (см. таблицу).

Учитывая перечисленные факторы, мы считаем, что премия к другим бумагам эмитентов со схожими рейтингами (Русфинансбанк, Райффайзенбанк), предлагаемая Банком Интеза, вполне оправдана. С другой стороны, предлагаемый диапазон находится на уровне ориентиров размещающегося сейчас Банка Русский Стандарт. На наш взгляд, в сравнении с первичным и вторичным рынками, предложение банка смотрится интересным ближе к нижней границе диапазона.

Показатели «дочек» банков-нерезидентов по РСБУ на 1 января 2012 года

	Юни Кредит Банк	Росбанк	Рус- финанс банк	Дельта Кредит	Райффай- зенбанк	ИнгБанк	ХКФ	ОТП	Абсолют	БНП Париба	Кредит Европа Банк	Интеза
Рейтинг	-/BBB/BBB	Ваа2/BB+/ BBB+	Ваа3/-/-	Ваа2/-/-	Ваа3/BBB /BBB	Ваа1/-/-	Ва3/ /BB-	Ва2/ /BB	Ва3/-/BB+	-/BBB/-	Ва3/ /BB-	Ваа3/-/-
Место по активам	8	9	50	68	10	26	32	38	39	43	49	56
"Материнская" структура												
Наименование	UniCredit Group	Societe Generale		Raiffeisen		ING Group	PPF Group	ОТП Group	КВС Group	BNP Pariba	Credit Europe Bank	Intesa Sanpaolo
Расположение головного офиса (страна, рейтинг)	Италия	Франция		Австрия		Голлан- дия	Чехия	Венгрия	Бельгия	Франция	Голлан- дия	Италия
Рейтинг	A2 / BBB+ / A-	A1 / A / A+		A1 / A / A		A1 / A / A	-/-	Ва2 / BB+ /-	A2/BBB+/ A-	Aa3 / AA- / A+	Ва2 / - / BB	A2/BBB+/ A-
Активы, евро	969 млрд	1,18 трлн		148 млрд		1,28 млрд	12 млрд	34 млрд	285 млрд	1,97 трлн	10 млрд	639 млрд
Необходимость в пополнении капитала до июля 2012г., ЕВА, млрд евро	7,974	2,131		2,127		0	n/a	0	0	1,476	n/a	0
Финансовые показатели, млрд руб.												
Активы	875	598	96	65	565	185	149	115	112	101	96	85
в % к 2010 году	+31,7%	+36,0%	+16,0%	+21,9%	+18,3%	+56,4%	+46,1 %	+19,1%	+6,4%	+64,0%	+15,8%	+5,38%
МБК (размещение средств)	352	76	4	4	120	100	12	12	26	29	11	17
в т.ч. на счетах банков- нерезидентов	293	29	0	0	97	63	5	3	10	6	6	9
доля средств на счетах банков-нерезидентов в активах	33%	5%	0%	1%	17%	34%	3%	2%	9%	6%	6%	10%
Кредитный портфель (gross)	467	405	102	50	372	42	123	96	73	64	77	68
просрочка	3,7%	8,6%	10,0%	0,3%	3,7%	2,7%	13,5%	10,3%	7,0%	1,5%	3,5%	10,8%
Капитал	87	67	24	12	78	26	26	19	18	10	14	12
H1	12,5	12,3	21,8	18,2	13,6	19,7	15,0	16,7	17,1	15,6	14,4	14,7
Средства банков- нерезидентов	229	78	29	39	52	51	2	14	47	71	21	34
доля в пассивах	26%	13%	30%	61%	9%	27%	1%	12%	42%	71%	22%	40%
Средства клиентов- нерезидентов	14	64	3	3	26	5	19	2	0	1	22	17
доля в пассивах	2%	11%	3%	4%	5%	3%	13%	2%	0%	1%	23%	20%
Задолженность перед Минфином	53	18	0	0	0	0	0	2	2	0	1	0
доля в пассивах	6%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	1%	0%	1%	0%
Задолженность перед ЦБ	0	9	3	0	0	7	0	0	0	0	1	0
доля в пассивах	0%	2%	3%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	1%	0%
Прибыль	17,4	8,5	4,5	2,2	15,2	3,8	8,5	5,2	7,0	0,4	3,1	0,5

Банк Русский Стандарт (Ва3/В+/В+)

Событие. Банк Русский Стандарт 22 марта открыл книгу на облигации серии БО-02 объемом 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона составляет 9,0-9,5% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 9,2-9,7% годовых. Планируемая дата закрытия книги сегодня в три часа дня, дата размещения – 27 марта. С начала дня ориентир был сужен до 9- 9,25%.

Комментарий. Отметим, что 2011 год для банка сложился достаточно ровно, при этом по его итогам он выполнил прогнозы, которые мы приводили в нашем обзоре от 3 ноября 2011 года: <http://bonds.finam.ru/comments/item23C63/rqdate7DB0B03/default.asp>. Кредитный портфель Банка по МСФО превысил 110 млрд руб. и почти достиг 114 млрд руб. При этом банк, как и прогнозировал, удержал значение NPL (90+) ниже уровня 5% и на конец года показал 4,5%. Однако поскольку это предварительные данные, мы все же будем опираться на отчетность по РСБУ.

Среди основных тенденций, на которые стоит обратить внимание при анализе деятельности банка, мы отмечаем:

- **Темпы роста кредитного портфеля выше среднеотраслевых:** если смотреть февраль 2012 года к февралю прошлого года, то размер портфеля увеличился на 42%, то есть темпы были выше среднеотраслевых значений. Напомним, по итогам 2011 года банк поднялся на 27 место по величине активов против 31 ступени на конец 2010 года.
- **Потеря лидерства в секторе кредитных карт:** в целом, это выло предсказуемо, с учетом того, как оживились госбанки. В результате, на конец 2011 года он уступил лидерство Сбербанку – по данным Frank Research Group, теперь доля каждого из этих банков на рынке кредитных карт составляет около 15,6%.
- **Улучшение качества кредитного портфеля:** данная тенденция просматривается и по РСБУ, и по МСФО. Если в первом случае уровень просроченной задолженности снизился с 12,9% до 10,6% на 1 февраля 2012 года, то по во втором NPL (90+) упал за год с 7,4% до 4,5%. Для сравнения, у недавно отчитавшегося ХКФ-Банка NPL на 1 января 2012 года составил 5,8%, у ТКС-Банка – 3,7%.
- **Рост прибыли:** по итогам 2011 года по РСБУ банк получил 5,8 млрд руб. прибыли против 3,9 за 2010 год, по МСФО – 5,1 млрд руб. и 1,8 млрд руб. соответственно.
- **Рост клиентской составляющей в пассивах:** на 1 февраля 2012 года за счет средств клиентов наполнялось 66% пассивов банка против 54% на 1 февраля 2011 года.

В целом итоги 2011 года - начало 2012 года можно назвать вполне позитивными. Что касается нового выпуска, то тут стоит вспомнить последнее размещение банка в ноябре 2011 года. Тогда доходность по выпуску составила 11,3% к годовой оферте, сейчас заем торгуется на уровне 9,2%. При этом, он уже вошел в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17,5%. Нижнюю границу по новому выпуску в 9,2% при большей дюрации можно назвать несколько агрессивной. Кроме того, неплохо бы еще учесть премию за то, что выпуск не войдет какое-то время ни в Ломбард, ни в РЕПО. Таким образом, участи в новом размещении, по нашему мнению, интересно от 9,5%, что означает также сохранение сформировавшегося спреда порядка 70 б.п. к кривой ХКФ-Банка (Ba3/-/BB-).

Финансовые показатели Банка Русский Стандарт и ХКФ-Банка по МСФО за 2011 год.

Балансовые показатели, млрд руб.	Банк Русский Стандарт	ХКФ-Банк
ASSETS	188,2	155,7
Loans	113,8	112,8
Loans (gross)	n/a	121,0
% assets	60,5%	72,5%
NPL (>90дн.)	4,5%	5,8%
Loans / Customer accounts	1,0	1,6
Customer accounts	109,5	70,3
% assets	58,2%	45,2%
EQUITY	27,7	30,5
% assets	14,7%	19,6%
Total Capital Adequacy Ratio	21,4%	20,5%
Показатели прибыльности, млрд руб.	Банк Русский Стандарт	ХКФ-Банк
Net interest income	22,8	23,1
Provisions charge for loan impairment	-4,6	-6,2
Profit for the year	5,1	10,8
Качественные показатели деятельности	Банк Русский Стандарт	ХКФ-Банк
RoA	3,2%	9,1%
RoE	18,6%	38,4%
NIM	18,9%	n/a
Cost / Income	60,6%	38,8%

Источник: данные банков, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Финансовые показатели Банка Русский Стандарт по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 фев 11	1 янв 12	1 фев 12	1фев12 / 1фев11
Активы	135 319	138 623	186 193	188 560	36%
Денежные средства и драгметаллы	4 268	3 799	9 209	6 749	78%
Доля в активах	3%	3%	5%	4%	---
МБК (размещенные средства)	6 854	13 854	14 104	18 582	34%
МБК в активах	5,1%	10,0%	7,6%	9,9%	---
Кредитный портфель (gross)	82 293	83 476	116 380	118 795	42%
Уровень просрочки	12,9%	12,9%	10,7%	10,6%	---
Покрытие просрочки резервами	140,3%	139,7%	108,2%	109,0%	---
Кредиты физлиц	92,0%	92,2%	94,2%	94,4%	---
Кредиты/Клиентские средства	114,1%	110,7%	97,4%	95,3%	---
Доля в активах	49,8%	49,3%	55,3%	55,7%	---
Операции с ценными бумагами	29 085	27 308	36 684	37 275	36%
Облигации	22 611	20 835	30 211	30 802	48%
Доля в активах	21,5%	19,7%	19,7%	19,8%	---
Капитал*	23 012	23 051	23 476	23 288	1%
Доля в активах	17,0%	16,6%	12,6%	12,4%	---
Средства клиентов, в т.ч.	17 001	18 075	26 483	25 518	41%
физических лиц	13 925	14 812	23 377	22 742	54%
доля средств в пассивах	12,6%	13,0%	14,2%	13,5%	---
Депозиты, в т.ч.	55 110	57 355	93 032	99 141	73%
физических лиц	46 881	49 158	75 713	82 035	67%
доля депозитов в пассивах	40,7%	41,4%	50,0%	52,6%	---
Выпущенные ценные бумаги	7 580	7 577	10 851	10 909	44%
Облигации	7 320	7 320	9 998	9 998	37%
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	5,6%	5,5%	5,8%	5,8%	---
Балансовая прибыль	3 856	537	5 775	1 161	116%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, расчеты 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 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.