

24 февраля 2012 г.

На этой неделе на первичном рынке рублевых облигаций вновь преобладали эмитенты финансового сектора. Причем, воспользоваться «окном» решили «дочки» иностранных банков, в частности ЮниКредит Банк, Русфинанс Банк и ОТП Банк. Череду заимствований на внутреннем рынке продолжает Внешэкономбанк, предложив инвесторам уже рублевый бонд. Интерес участников рынка уже в марте может вызвать размещение Банка УРАЛСИБ, который ранее «не баловал» инвесторов своими выпусками. Напомним, что все еще открыты книги на бумаги Банка Петрокоммерц и ЕАБР. Корпоративный сегмент пополнился только одним эмитентом – с новыми облигациями выходит Новая Перевозочная Компания, которая может составить конкуренцию первичному предложению Трансаэро.

Среди разнообразия предложения мы в первую очередь рекомендуем участие в размещении ЕАБР, Банка Петрокоммерц и НПК.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, еврооблигации, 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
ТГК-1 04	- / - / -	нет	2 000	-	27 фев	7,60% / 7,74%	n/a	- / 10	-
ЕАБР 02	A3/BBB/BBB	да	5 000	28 фев	1 мар	9,00-9,25 / 9,31-9,58%	n/a	3 / 7	от 9,1%
ЗСД 3		да	5 000				n/a	дюр. 3,71 / оферта 5 / обращ. 20	
ЗСД 4	Ваа3*/-/-, госгарантия	да	5 000	29 фев	2 мар	9,0-9,5% / 9,20-9,73%	n/a	дюр. 3,88 / оферта 5 / обращ. 20	от 9,5%
ЗСД 5		да	5 000				n/a	дюр. 4,11 / оферта 5 / обращ. 20	
NEW ЮниКредит Банк БО-02	- / BBB/BBB+	да	5 000	29 фев	2 мар	8,30-8,80% / 8,47-8,99%	n/a	1,5 / 3	от 8,99%
Петрокоммерц БО-01	Ва3/В+/-	да	3 000	1 мар	6 мар	9,25-9,75% / 9,46-9,99%	9,25-9,50% / 9,46-9,73%	1,5 / 3	от 9,46%
NEW ОТП Банк БО-02	Ва2/-/BB	да	6 000	2 мар	6 мар	10,00-10,75% / 10,25-11,04%	n/a	2 / 3	от 10,5%
NEW Русфинанс Банк БО-02	Ваа3/-/-	да	4 000	2 мар	6 мар	8,81-9,28% / 9,00-9,50%	n/a	1,5 / 3	от 9,00%
NEW НПК БО-01	В1*/-/-	да	5 000	2 мар	6 мар	10,35-10,85% / 10,62-11,14%	n/a	- / 3	от 10,8%
Трансаэро БО-01	- / - / -	нет	2 500	2 мар	6 мар	11,5-12,5% / 11,83-12,89%	n/a	1,5 / 3	-
NEW Внешэкономбанк 21	Ваа1/BBB/BBB	да	15 000	1 пол. марта 2012 г.		8,40-8,70% / 8,58-8,89%	n/a	3 / 20	от 8,65%
NEW Банк УРАЛСИБ 04	Ва3/BB/-/BB-	да	5 000	март 2012 г.		9,0-9,5% / 9,20-9,73%	n/a	1,5 / 5	-

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
Внешэкономбанк 01в	Ваа1/BBB/BBB	да	476,5 млн долл.	17 фев	21 фев	купон 3,50-3,70%	3,3-3,5%	3,3%	1 / 3
Татфондбанк БО-04	B2 / - / -	да	3 000	17 фев	21 фев	11,5-12,0% / 11,8-12,33%	11,25-11,5%/11,57-11,8%	11,25% / 11,57%	1 / 3
Промсвязьбанк БО-2			5 000	20 фев	22 фев	9,0-9,5% / 9,2-9,73%	8,75-9,0% / 8,94-9,20%	8,75% / 8,94%	1 / 3
Промсвязьбанк БО-4			5 000	20 фев	22 фев	8,75-9,0% / 8,94-9,20%	n/a		
ЛК Уралсиб БО-9	- / - / BB-	да	1 500	n/a	21 фев	n/a	n/a	11,5% / 12,01%	- / 3
АИЖК 21	Ваа1/BBB/-, госгарантия	да	15 000	22 фев	28 фев	8,75-9,25% / 9,04-9,58%	n/a	n/a	аморт. / 8, дюр.2,3 года**

* рейтинг эмиссии

** с учетом принятия решения об оферте

Комментарии к размещениям:

NEW ЮниКредит Банк (-/BBB/BBB+)

Улучшение кредитного профиля Группы в начале года и решение проблем с достаточностью капитала добавляет баллов UniCredit. Однако сохраняющаяся нестабильность Еврозоны, а также низкая ликвидность обращающихся рублевых выпусков делает выпуск интересным ближе к верхней границе диапазона.

NEW ОТП Банк (Ba2/-/BB)

На фоне размещения в начале февраля облигаций Кредит Европа Банк новый выпуск ОТП Банк смотрится интересно, начиная от доходности в 10,5% годовых.

NEW Русфинанс Банк (Baa3/-/-)

Премия от 50 б.п. к остальным банкам Группы Societe Generale в России смотрится достаточно привлекательной, что делает предложенные ориентиры интересными уже по нижней границе диапазона доходности.

NEW НПК (B1/-/-)

Доходность нового бонда, для бумаги с перспективой ломбарда, рейтингом «B1» и высокой информационной открытостью смотрится довольно привлекательно. Мы рекомендуем участие в выпуске.

NEW ВЭБ (Baa1/BBB/BBB)

Предложенные ориентиры, по сути, не оставляют инвесторам премии к рынку, поэтому мы рекомендуем инвесторам участвовать на уровне доходности выше 8,65% годовых.

ЕАБР (A3/BBB/BBB)

Предложение интересно уже по нижней границе диапазона. При этом мы не исключаем, что ориентиры по займу могут быть понижены на 20-30 б.п.

Трансаэро (-/-/-)

Новые бумаги авиакомпании в силу ее кредитного профиля, на наш взгляд, могут найти интерес у инвесторов, склонных к риску и готовых в текущих условиях покупать неломбардные бумаги. Для них облигации могут быть привлекательными ближе к верхней границе заявленного индикатива.

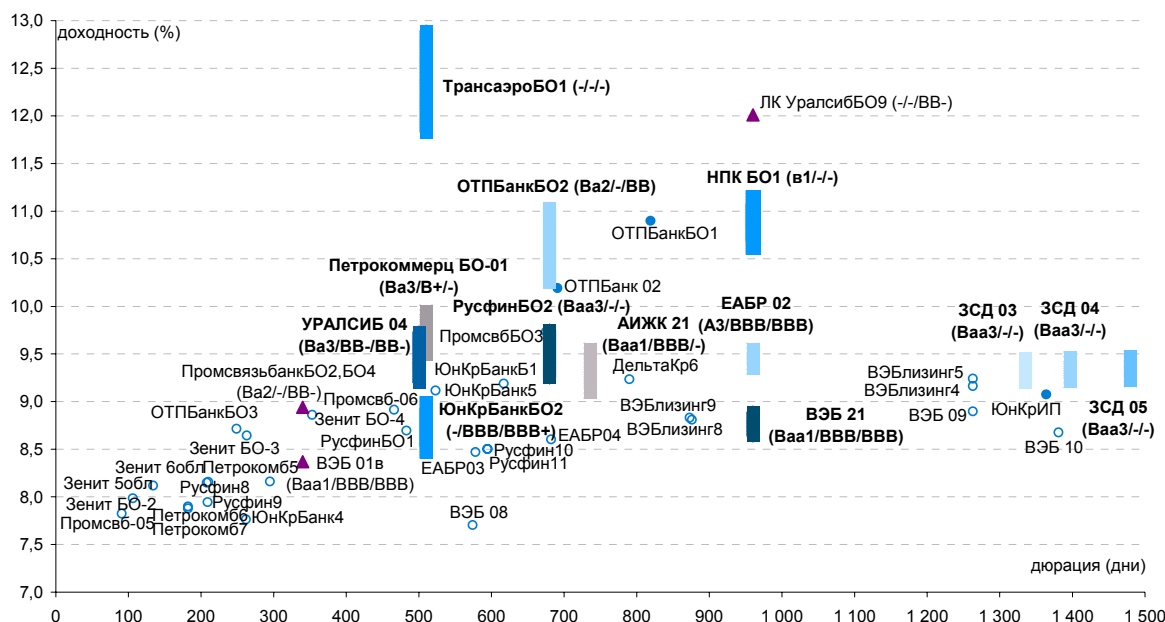
Западный Скоростной Диаметр (Baa3/-/-), госгарантия

Предложение ЗСД на фоне пока еще слабого кредитного профиля эмитента и при наличии госгарантий, скорее всего, может заинтересовать инвесторов, имеющих доступ к долгосрочному фондированию, учитывая 5-летний срок оферты по бумагам

Петрокоммерц (Ba3/B+/-)

Выпуск смотрится привлекательным, поскольку предлагает премию ко вторичному рынку на уровне 40-90 б.п. На наш взгляд, участие в займе интересно уже по нижней границе диапазона.

Распределение доходностей бумаг эмитентов



Итоги последних размещений:

На этой неделе состоялся целый ряд размещений эмитентов исключительно финансового сектора. Успешным можно назвать выход Промсвязьбанка, который в ходе book-building пересмотрел индикатив в сторону уменьшения, а также расширил предложение за счет еще одного выпуска. Понижение ориентира также было и у Татфондбанка, который по итогам сбора заявок добился доходности на 25 б.п. ниже первоначального диапазона. Отметим также размещение долларовых облигаций Внешэкономбанка: вероятно, сделав акцент на более низкой доходности, эмитенту пришлось немного пожертвовать объемом заимствований (привлек 95,3% от ранее запланированной суммы).

ЮниКредит Банк (-/BBB/BBB+)

Событие. 22 февраля Банк открыл книгу на размещение своих облигаций серии БО-2 объемом в 5 млрд руб., с офертой через 1,5 года и ориентиром по ставке купона в 8,30-8,8% годовых (УТР 8,47-8,99%).

Комментарий. В последние месяцы дочерние банки зарубежных финансовых институтов активно размещаются на российском долговом рынке. Кто-то успешно, кто-то не очень. Однако премию за нестабильность на зарубежных рынках, здесь мы имеем в виду, прежде всего, представителей еврозоны, они вынуждены предоставлять. При этом внимание инвесторов приковано скорее не к качеству российских подразделений, которые, стоит отметить, показывают довольно высокие результаты, а к головным структурам. Так, опасения относительно европейских финансовых институтов усугубились после решения финансовых регуляторов Европы повысить с июля текущего года уровень Core Tier 1 Ratio до 9%. Как и для многих банков, для UniCredit в конце года эта проблема стояла довольно остро, принимая во внимание, что значение показателя было 8,74% (на 1 октября 2011 года), а для приведения показателя в норму банку необходимо было привлечь 7,97 млрд евро. Причиной тому стали, помимо прочего, самые большие за всю историю убытки группы в 10,6 млрд евро (за 3 квартал 2011 года), из которых 8,7 млрд было вызвано переоценкой гудвилла, что в свою очередь объяснялось более пессимистичным прогнозом на ключевых рынках присутствия. Для повышения достаточности капитала банк в январе 2012 года разместил 99,8% выпуска акций на 7,5 млрд евро, однако для успешности размещения был вынужден предложить дисконт около 43% к рыночной цене. Помимо прочего в планах банка отсутствие дивидендных выплат в 2011 году, работа по улучшению качества активов и прочие меры, которые в целом довольно схожи для европейских банков.

Отметим как положительный факт, что поддержку европейским фининститутам оказало решение ЕЦБ о проведении безлимитных беззалоговых аукционов. В первом аукционе, по словам представителей UniCredit, он принимал участие, решение об участии во втором пока не принято.

Таким образом, кредитный профиль Группы ЮниКредит на текущий момент выглядит более радужным, чем это было в конце прошлого года. Вместе с тем мы напоминаем, что у банка (активы по итогам 9М – 950,3 млрд евро) порядка 40 млрд евро вложений в итальянские государственные бумаги и еще около 30 млрд инвестиций в бонды Германии и Польши. Для сравнения: инвестиции Societe Generale – 6 млрд евро при валюте баланса в 1,25 трлн евро.

Прошлый выход на первичный рынок ЮниКредита был в начале декабря на фоне размещения дочки ВЭБа - МСП Банка. На этот раз конкуренцию выпуску уже составляет сам ВЭБ, который предлагает 3-летний выпуск с диапазоном доходности 8,58-8,89% на 3 года. Бонд ЮниКредита в два раза короче и предлагает примерно аналогичный диапазон доходности 8,47-8,99%. Обращающиеся выпуски в силу практически полной неликвидности вряд ли могут выступить ориентиром для нового бонда. Малое количество сделок, особенно по последнему выпуску, может отчасти говорить о клубном размещении серии БО-1, чего нельзя исключать и по новому бонду. Учитывая это, мы рекомендуем участие ближе к верхней границе.

Финансовые показатели ЮниКредит Банка по РСБУ (на 1 января 2012 года)

	ЮниКредит Банк	Росбанк	Рус-финанс банк	Дельта Кредит	Райффай-зенбанк	ИнгБанк	ХКФ	ОТП	Абсолют	БНП Париба	Кредит Европа Банк
Рейтинг	-/BBB/BBB	Baa2/BB+/BBB+	Baa3/-/	Baa2/-/	Baa3/BBB/BBB	Baa1/-/	Ba3-/BB-	Ba2-/BB	Ba3-/BB+	-/BBB/-	Ba3-/BB-
Место по активам	8	9	50	68	10	26	32	38	39	43	49
"Материнская" структура											
Наименование	UniCredit Group	Societe Generale			Raiffeisen	ING Group	PPF Group	ОТП Group	КВС Group	BNP Pariba	Credit Europe Bank
Расположение головного офиса (страна, рейтинг)	Италия	Франция			Австрия	Голландия	Чехия	Венгрия	Бельгия	Франция	Голландия
Рейтинг	A2 / A / A	A1 / A / A+			A2 / A / A	A1 / A / A	-/-	Ba2 / BB+ /-	A2/BBB+/A-	Aa3 / AA- / A+	Ba2 / - / BB
Активы, евро	950 млрд	1,25 трлн			148 млрд	289 млрд	12,5 млрд	34 млрд	305 млрд	1,93 трлн	10 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
Финансовые показатели (по итогам 2011 года), млрд руб.											
Активы	875	598	96	65	565	185	149	115	112	101	96
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%
МБК (размещение средств)	352	76	4	4	120	100	12	12	26	29	11
в т.ч. на счетах банков-нерезидентов	293	29	0	0	97	63	5	3	10	6	6
доля средств на счетах банков-нерезидентов в активах	33%	5%	0%	1%	17%	34%	3%	2%	9%	6%	6%
Кредитный портфель (gross)	467	405	102	50	372	42	123	96	73	64	77
уровень просроченной задолженности	3,7%	8,6%	10,0%	0,3%	3,7%	2,7%	13,5%	10,3%	7,0%	1,5%	3,5%
Капитал	87	67	24	12	78	26	26	19	18	10	14
H1	12,5	12,3	21,8	18,2	13,6	19,7	15,0	16,7	17,1	15,6	14,4
Средства банков-нерезидентов	229	78	29	39	52	51	2	14	47	71	21
доля средств банков-нерезидентов в пассивах	26%	13%	30%	61%	9%	27%	1%	12%	42%	71%	22%
Средства клиентов-нерезидентов	14	64	3	3	26	5	19	2	0	1	22
доля средств клиентов-нерезидентов	2%	11%	3%	4%	5%	3%	13%	2%	0%	1%	23%
Задолженность перед Минфином	53	18	0	0	0	0	0	2	2	0	1
доля средств Минфина в пассивах	6%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	2%	1%	0%	1%
Задолженность перед ЦБ	0	9	3	0	0	7	0	0	0	0	1
доля средств ЦБ в пассивах	0%	2%	3%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%	1%
Прибыль	17	9	4	2	15	4	9	5	7	0	3

Источник: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Игорь Голубев

ОТП Банк (Ва2/-/ВВ)

Событие. Вчера стало известно, что 27 февраля ОТП Банк планирует открыть книгу на размещение биржевых облигаций серии 02 объемом 6 млрд руб. Диапазон купона составляет 10,00-10,75% (доходность 10,25-11,04%). По выпуску предусмотрена оферта через 2 года.

Комментарий. Из последних новостей о российском подразделении банка можно отметить смену стратегии и последующую за ним смену руководства. Так, согласно данным СМИ, локальный ОТП, последние три года специализирующийся на потребительском кредитовании, возвращается к модели универсального банка. Напомним, что по объему потребительского кредитования на 1 января 2012 года ОТП занимал четвертую строчку на российском рынке, «пропустив вперед» Банк Траст, Русский Стандарт и ХКФ-Банк и несколько опередив Банк Кредит Европа. Отметим, что российское подразделение является крупнейшим в структуре Группы ОТП и, в целом, нареканий к нему довольно немного, чего нельзя сказать о материнской структуре вследствие проблем, как в Венгрии, так и в целом в еврозоне. Так, по словам представителей ОТП, на прибыли венгерского банка и группы в целом скажутся изменения с 2012 году системы налогообложения и расходы на программу реструктуризации ипотеки, запущенную правительством, чтобы помочь населению расплатиться с долгами на фоне падения венгерского форинта. Вместе с тем, отметим как положительный факт, что банку не требуется пополнение капитала, согласно новым требованиям, вступающим в силу с июля текущего года.

Последнее размещение ОТП Банк состоялось в ноябре 2011 года, когда Банк вышел на рынок с биржевыми облигациями серии БО-3, с офертой через год, по верхней границе предложенного диапазона по купону – 10,50% (УТР 10,78%). С момента выхода на вторичный рынок выпуск характеризовался довольно умеренной ликвидностью, однако стоит отметить, что с января, как и ряд бумаг на локальном рынке, ценовые уровни вернулись к отметке выше номинала – последние сделки с бондом проходили с 101,39% от номинала и доходностью в 8,7% (дюрация 251 день). Исходя из этого, получается, что премия нового выпуска за разницу в дюрации чуть больше года составляет свыше 150 б.п., что смотрится довольно привлекательно. Однако мы считаем, что здесь стоит, скорее, ориентироваться на размещение в начале февраля Кредит Европа Банка (10,51%, дюрация 2 года), который уступает как по размерам (см. таблицу), так и по рейтингу. Однако, вместе с тем, стоит вспомнить, что проблем у турецкой материнской структуры было значительно меньше в прошлом году, чем не смог похвастаться венгерский банк. Несколько настораживают также прогнозы на возможное сокращение прибыли. Черeda снижения рейтингов банков ЕС, прошедшая в 2011 году, также не «ЗА» ОТП Банк. Вследствие этого, мы считаем, что участие в первичном предложении ОТП может быть интересно, начиная от уровней, на которых разместился Кредит Европа, то есть от 10,5% годовых.

Финансовые показатели ОТП Банка по РСБУ в сравнении с другими кредитными организациями приведены в комментарии к ЮниКредит Банку.

Игорь Голубев

Русфинанс Банк (Ваа3/-/-)

Событие. Русфинанс Банк откроет 1 марта книгу заявок по займу серии БО-02 на сумму 4 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 8,81-9,28%, что соответствует 9,0-9,5% к оферте через 1,5 года, или 9,05-9,52%, то есть 9,25-9,75% к оферте через 2 года. Предварительная дата размещения – 6 марта.

Комментарий. Напомним, что с этим же займом Русфинанс Банк вслед за остальными банками, представляющими Societe Generale (см. наш обзор http://www.nomos.ru/upload/iblock/98b/NOMOS_daily_debt_markets_17_02_2012.pdf) в России, предпринимал попытку выйти на долговой рынок в ноябре прошлого года, однако размещение было перенесено. В этом году эмитент также не стал первым в своей Группе – со вторичным размещением успел «отметиться» Росбанк. Впрочем, книга была закрыта с премией к бумагам других банков со схожими рейтингами (госбанкам) на уровне 40 б.п.

Напомним, что Русфинанс Банк специализируется на автокредитовании – на конец 2010 года (более поздние данные по МСФО отсутствуют) приходилось более 70% кредитного портфеля, в то время как ДельтаКредит специализируется на ипотечном кредитовании, а Росбанк – универсальный банк с небольшим «перевесом» в сторону обслуживания юридических лиц. Интересно, что в группе Росбанка у эмитента самый низкий рейтинг от Moody's («Ва3»), у самого Росбанка и Дельта Кредит – «Ва2». Среди отрицательных моментов в кредитном качестве эмитента отметим довольно высокий уровень просроченной задолженности – 10,2% на 1 февраля текущего года, однако она все же покрыта резервами с коэффициентом 1,1х. При этом кредитный портфель у банка рос в 2011 году достаточно медленно –

«+20%» до 101 млрд руб. Отчасти, как мы отмечали в своем обзоре http://nomos.ru/upload/iblock/98b/NOMOS_daily_debt_markets_17_02_2012.pdf), это может быть обусловлено сокращением активов SG для выполнения норматива Core Tier 1 или внутренними процессами в российских подразделениях, связанными с объединением всех российских «дочек» в одну структуру. Также нельзя не обратить внимание на наличие зависимости фондирования банка от зарубежных источников – доля банков-нерезидентов составляет порядка 30% пассивов кредитной организации. Если ситуация существенно не изменилась, то с большой степенью вероятности это средства Societe Generale. Среди интересных моментов мы отмечаем отсутствие портфеля ценных бумаг у банка. При этом подушка ликвидности формируется преимущественно за счет МБК, и ее уровень достаточно скромный – 5,6% (5,4 млрд руб.) активов. С другой стороны, учитывая небольшой объем средств клиентов – 9 млрд руб., ее можно назвать вполне достаточной, что подтверждается и нормативами ликвидности (H2 – 27,05% (min 15%), H3 – 122,49% (min 50%), H4 – 81,88% (max 120%).

В качестве несомненного позитивного фактора финансовой устойчивости банка мы по-прежнему отмечаем высокий уровень достаточности капитала (H1), который на 1 февраля 2012 года составлял 22,26%. При этом у Росбанка – 12,36%, у ДельтаКредит – 18,91%. Таким образом, объем собственных средств покрывает риски, которые мы обозначили выше в связи с повышенным уровнем просроченной задолженности.

Учитывая разницу в рейтингах, кредитном качестве и масштабах бизнеса, на наш взгляд, предлагаемая премия к остальным банкам группы в размере 50-100 б.п. смотрится достаточно интересно. На наш взгляд, наиболее привлекательно выглядит короткий выпуск с дюрацией 1,5 года, причем уже по нижней границе ориентира доходности. Отметим, что в настоящее время в обращении находится 5 выпусков банка на сумму 12 млрд руб. При этом в текущем году по двум из них предстоит оферта на сумму 4 млрд руб., однако она состоится только в сентябре, поэтому текущее предложение сложно рассматривать в качестве рефинансирования имеющегося долга. Также мы отмечаем, что все выпуски банка входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 12,5%, что добавляет баллов новому выпуску.

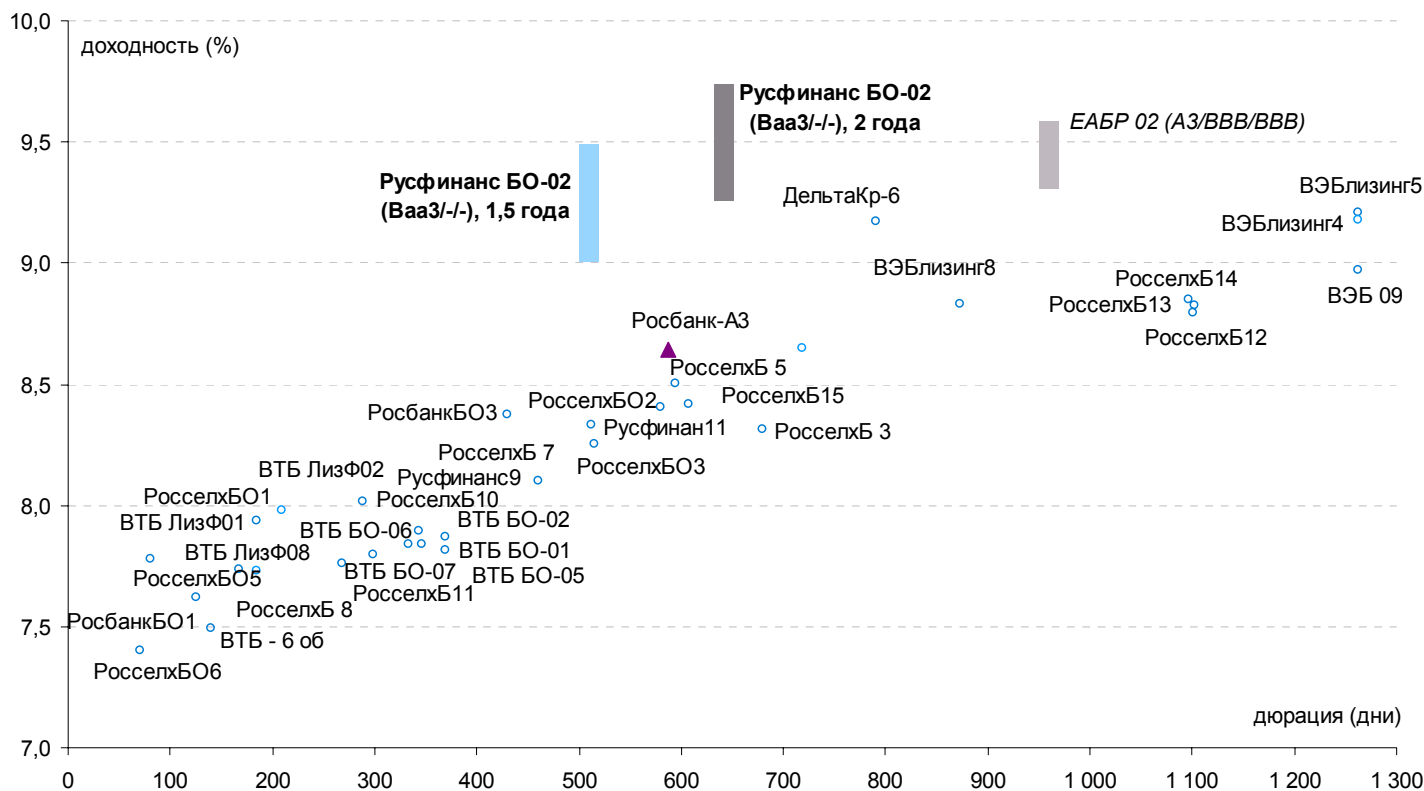
Финансовые показатели Русфинанс Банка по РСБУ

млн руб.	1 янв 2011	1 фев 2011	1 апр 2011	1 июл 2011	1 окт 2011	1 янв 2012	1 фев 2012	1 фев 12 / 1 фев 11
Активы	82 333	80 839	81 579	83 663	87 132	95 680	96 620	20%
Денежные средства и драгметаллы	207	289	287	280	296	293	330	14%
Доля в активах	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	---
МБК (размещенные средства)	3 655	2 667	4 335	4 098	2 949	3 698	5 388	102%
Кредитный портфель (gross)	89 065	88 563	87 618	89 913	93 867	101 696	101 119	14%
Уровень резервов	13,2%	13,4%	13,6%	13,2%	12,1%	11,2%	11,5%	---
Покрытие просрочки резервами	133,8%	130,9%	127,1%	119,1%	115,8%	112,3%	112,0%	---
Кредиты физлиц	99,9%	100,0%	100,0%	100,0%	99,9%	99,8%	99,7%	---
Кредиты/Клиентские средства	899,7%	841,7%	784,5%	778,6%	796,8%	812,3%	773,7%	---
Доля в активах	93,9%	94,9%	92,8%	93,3%	94,7%	94,3%	92,7%	---
Операции с ценными бумагами	0	0	0	0	0	0	0	---
Капитал*	15 221	15 221	15 219	19 948	19 948	19 948	19 950	31%
Доля в активах	18,5%	18,8%	18,7%	23,8%	22,9%	20,8%	20,6%	---
МБК (привлеченные средства)	42 852	40 070	39 680	40 310	38 522	45 363	45 417	13%
МБК (привлеченные средства)	42 841	40 013	39 658	40 224	38 353	45 145	44 961	12%
Кредиты ЦБ	2 000	1 000	0	0	0	3 000	3 000	200%
Средства клиентов	2 140	2 674	2 822	2 695	2 683	3 444	4 019	50%
Депозиты	7 759	7 848	8 346	8 853	9 097	9 075	9 050	15%
Выпущенные ценные бумаги	8 124	8 177	8 124	8 122	12 195	12 270	12 200	49%
Облигации	8 000	8 000	8 000	8 000	12 000	12 000	12 000	50%
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	9,9%	10,1%	10,0%	9,7%	14,0%	12,8%	12,6%	---
Балансовая прибыль	5 192	715	1 444	2 801	3 632	4 495	415	-42%

* первый раздел 101 формы

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей бумаг финансового сектора



Елена Федоткова

НПК (В1/-/-)

Событие. Новая Перевозочная Компания 29 февраля планирует открыть книгу на размещение биржевых облигаций серии 01 объемом 5 млрд руб. Ставка купона составляет 10,35-10,85% (УТМ 10,62-11,14%). Заккрытие книги запланировано на 2 марта. Срочность выпуска – 3 года.

Комментарий. Напомним, материнской компанией НПК является Globaltrans Investment - холдинговая компания для одноименной группы. Помимо НПК в Группу входят БалтТрансСервис (БТС), Севтехтранс, Sрасесот и Intopex. Мы отмечаем, что материнская компания отличается высоким уровнем информационной открытости, в том числе публикует отчетность по МСФО на полугодовой основе. Кредитный профиль материнской компании мы оцениваем как достаточно сильный. По итогам 1 полугодия 2011 года: выручка - 259,7 млн долл., EBITDA - 257 млн долл., долг/EBITDA - 0,8x. Высокая информационная открытость, в том числе, обусловлена тем, что у компании обращаются акции на LSE. Первый опыт публичного размещения у GT был в мае 2008 года. В декабре прошлого года последовало SPO. На сегодняшний день в свободном обращении находится около 30% акций. Оставшийся пакет GT принадлежит компании Н-Транс, бизнес которой был основан на кептинговой компании Северстальтранс, выкупленной менеджментом у Алексея Мордашова. Помимо железнодорожного бизнеса, в собственности Н-Транс компания Global Ports, которой принадлежит ряд нефтеналивных и контейнерных портовых комплексов, в том числе в Санкт-Петербурге, Находке и Эстонии.

Единственный обращающийся выпуск НПК, который был размещен в июле 2010 года, не отличается ликвидностью, поэтому вряд ли может выступить ориентиром для нового бонда. Тем не менее, последние сделки по бумагам эмитента проходили при доходности в 10,55% (дюрация 611 дней). Напомним, что дебютный пятилетний выпуск имеет амортизационную структуру и call-option через 2,5 года, что, соответственно, сокращает дюрацию. Доходность нового бонда, для бумаги с перспективой Ломбарда (обращающиеся бумага включены в список РЕПО ЦБ с дисконтом в 25%), рейтингом (за счет материнской структуры) «В1» и высокой информационной открытостью Global Ports, смотрится довольно привлекательно. В секторе на текущий момент конкуренцию может составить только новый бонд Трансаэро (УТМ 11,83-12,89%, дюрация 1,5 года), однако у эмитента нет рейтинга, выпуск не был включен

в Ломбард и долговая нагрузка выше. Если обратить внимание на другие сектора локального рынка, несколько портит картину привлекательности нового предложения НПК размещение двухлетнего выпуска Мечела («Ва1») с доходностью 10,51%. Учитывая это, мы рекомендуем участвовать, начиная от доходности в 10,8% годовых.

Финансовые показатели Globaltrans и НПК

	GLOBALTRANS (МСФО), mln USD			Новая Перевозочная Компания (РСБУ), млн руб.		
	6 мес. 2011	6 мес. 2010	Изм. %	9 мес. 2011	9 мес. 2010	Изм. %
Выручка	906	645	40,5	16 157	10 844	49,0
Операционный денежный поток	236	99	137,4	n/a	n/a	-
Свободный денежный поток	193	-49	-491,0	n/a	n/a	-
ЕБИТДА	257	180	42,2	5 400	3 198	68,9
Чистая прибыль	159	96	66,0	3 190	1 700	87,6
% расходы	21	34	-39,9	659	451	46,1
Активы	1 580	-	-	19 632	-	-
Денежные средства и их эквиваленты	96	-	-	2 736	-	-
Финансовый долг, в т.ч.:	418	-	-	9 390	-	-
долгосрочный	268	-	-	9 298	-	-
краткосрочный	150	-	-	92	-	-
Чистый долг	322	-	-	6 654	-	-
Рентабельность ЕБИТДА	28,3%	28,0%	0,3 п.п.	33,4%	29,5%	3,9 п.п.
Рентабельность по чистой прибыли	17,6%	14,9%	2,7 п.п.	19,7%	15,7%	4 п.п.
Фин.долг/ЕБИТДА	0,82	-	-	1,30	-	-
Чистый долг/ЕБИТДА	0,63	-	-	0,92	-	-
ЕБИТДА/% расходы	12,39	-	-	8,19	-	-
Фин. долг/Активы	0,26	-	-	0,48	-	-

Источник: данные компаний, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Игорь Голубев

Трансаэро (-/-/-)

Событие. Авиакомпания Трансаэро начала сбор заявок на биржевые облигации серии БО-01 объемом 2,5 млрд руб. Закрытие книги намечено на 2 марта 2012 г., а размещение бумаг на ММВБ – на 6 марта. По 3-летнему выпуску объявлена 1,5-годовая оферта. Ориентир ставки 1 купона определен на уровне 11,5-12,5% годовых, что соответствует доходности к оферте в диапазоне 11,83-12,89% годовых. Трансаэро предполагает направить привлеченные средства на «модернизацию и перекомпоновку салонов своих воздушных судов, а также на введение новой услуги широкополосного доступа в Интернет на борту самолетов».

Комментарий. Трансаэро является второй крупнейшей авиакомпанией России – ее доля (по собственным оценкам) в общем пассажирообороте страны за 9 мес. 2011 г. достигла 19,5%. Компания продолжает демонстрировать темп роста бизнеса, превосходящий средний по отрасли: за 2011 г. пассажирооборот компании достиг 33,12 млрд пассажирокилометров, прибавив 26,2% к 2010 г. (для сравнения, по отрасли прирост составил 13%), при этом было перевезено 8,5 млн чел., что на 27% больше, чем годом ранее. Коэффициент занятости пассажирских кресел у Трансаэро находился на уровне порядка 83% против 77% в среднем по стране. Авиакомпания эксплуатирует парк воздушных судов, состоящий из 77 самолетов (за год их количество возросло на 18 шт.), в который в том числе входят дальнемагистральные Боинг-777 (11 шт.) и Боинг-747 (21 шт.).

Отметим, что Трансаэро не новичок на долгом рынке рублевых облигаций. Так, в настоящее время у компании в обращении находится выпуск облигаций серии 01 объемом 3 млрд руб. (оферта 3 мая 2012 г.). Тем не менее, компания не отличается высокой транспарентностью. В частности, последняя консолидированная отчетность по МСФО, представленная на сайте компании, охватывает период за 2007-2008 гг. (аудиторский отчет датирован апрелем 2011 г.). Наиболее актуальной является неконсолидированная отчетность ОАО «Трансаэро» за 9 мес. 2011 г. по РСБУ, согласно которой, на фоне высоких операционных показателей, компания демонстрирует заметную динамику выручки («+40%» до 61,8 млрд руб. к а.п.г.), но при этом прибыльность бизнеса находилась на низком уровне (по нашим оценкам, показатель ЕБИТДА был порядка 4,4 млрд руб., а рентабельность ЕБИТДА - 7,2%), в то время как долг составлял 24,7 млрд руб. (причем, 60,6% - краткосрочная часть).

Учитывая все это, а также отсутствие рейтинга у Трансаэро (выпуск не попадает в Ломбард ЦБ), мы

считаем, что при текущей конъюнктуре рынка бумаги компании, скорее всего, могут найти интерес у инвесторов, готовых к риску и желающих повысить доходность своих портфелей.

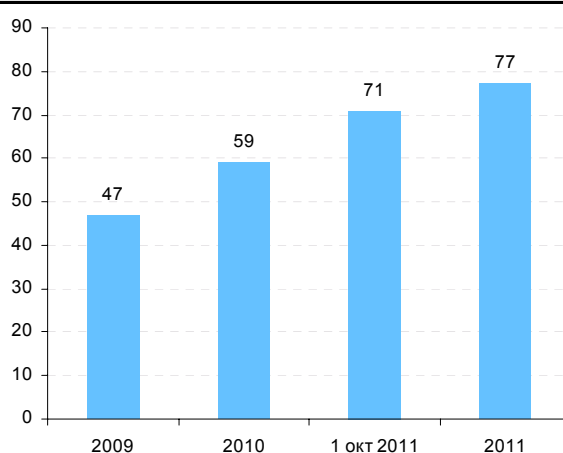
Финансовые показатели ОАО «Трансаэро» по РСБУ

млрд руб.	9 мес. 2011	9 мес. 2010	Изм. %
Выручка	61,8	44,2	39,9
ЕВITDA	4,4	4,0	11,5
% расходы	1,7	1,3	31,4
Чистая прибыль	0,5	0,4	27,3
Рен-ть ЕВITDA	7,2%	9,0%	-1,8 п.п.
Рен-ть по чистой прибыли	0,8%	0,9%	-0,1 п.п.
	9 мес. 2011	2010	Изм. %
Активы	65,7	43,3	51,8
Долг	24,7	18,8	31,8
долгосрочный	9,8	7,4	32,8
краткосрочный	15,0	11,4	31,2
Чистый долг*	23,7	17,7	33,6

*без учета краткосрочных финансовых вложений

Динамика операционных показателей Трансаэро, сравнение со среднеотраслевыми значениями

Динамика роста парка воздушных судов Трансаэро, шт.



Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Александр Полютков

ЗСД (Ваа3/-/-)

Событие. ОАО «Западный скоростной диаметр» (ЗСД) планирует открыть 27 февраля 2012 г. книгу заявок на 20-летние облигации серий 03, 04 и 05 объемом по 5 млрд руб. каждый, закрытие которой намечено на 29 февраля, размещение запланировано на 2 марта. Индикатив ставки купона составляет 9,0-9,5% годовых, что соответствует доходности 9,20-9,73% годовых к оферте через 5 лет. Кроме того, по выпускам предусмотрена возможность досрочного погашения по требованию владельцев в следующих случаях: в установленную дату (для серии 03 – 21.07.2016 г./дюрация 3,71 г.; 04 – 20.10.2016 г./дюрация 3,88 г.; 05 – 28.02.2017 г./дюрация 4,11 г.); при делистинге облигаций; при не выплате эмитентом купона (в течение 30 дн.).

Комментарий. ЗСД по-прежнему можно отнести к проекту, который находится в стадии start up, поскольку ключевые участки (Южный, Центральный и Северный) все еще находятся в стадии строительства, причем наибольшая степень готовности Южного участка. Напомним, в мае 2011 г. был запущен первый платный отрезок автомагистрали, который начал приносить доход компании. Так, согласно отчетности ЗСД по РСБУ за 9 мес. 2011 г., выручка достигла 150 млн руб., но, тем не менее, конечный финансовый результат был отрицательным, составив 278,7 млн руб. В составе финансового долга ЗСД на конец сентября 2011 г. числились только облигации на общую сумму 10 млрд руб. Очевидно, что самостоятельный кредитный профиль компании пока остается слабым. Напомним, что в целях поддержки проекта ЗСД бюджетом Санкт-Петербурга в рамках Долгосрочной целевой программы на 2011-2019 гг. предусмотрено субсидирование недостатка доходов (платы от пользования дорог) на финансирование текущих затрат, включая выплаты по купонам облигационных займов. Так, программа финансирования до 2017 г. включительно (до оферты) составит порядка 37,4 млрд руб.

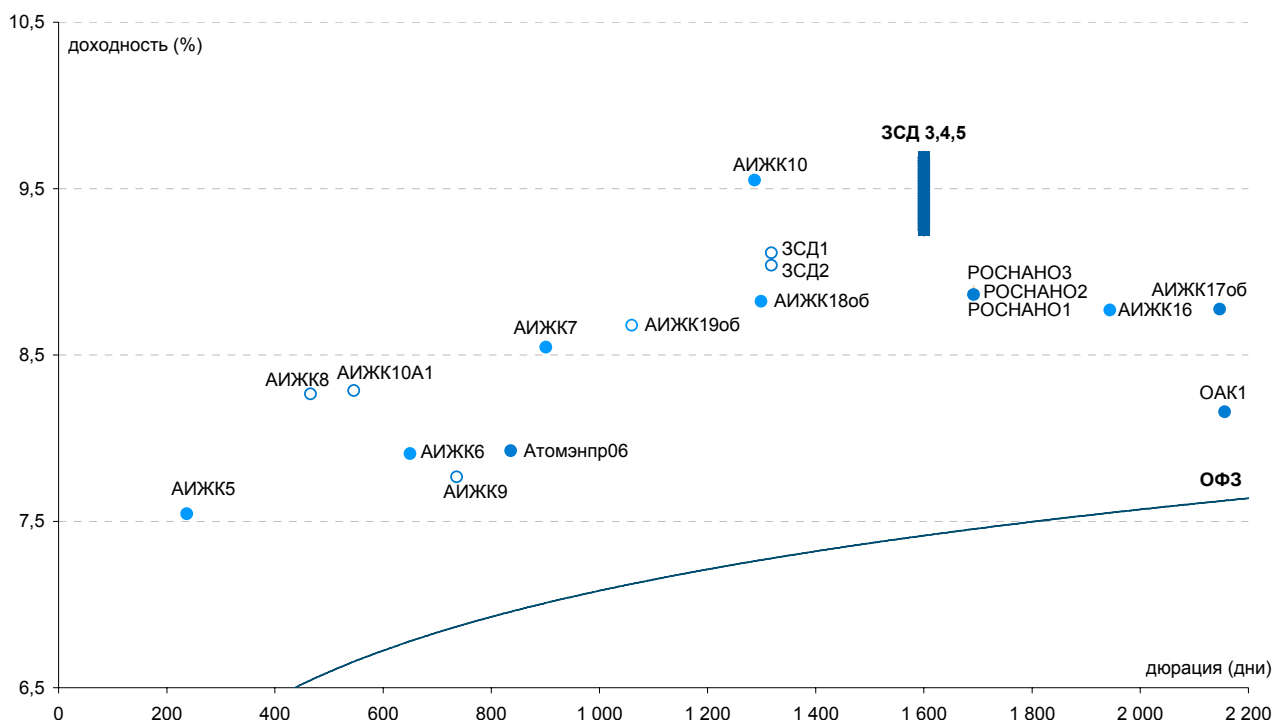
С момента размещения двух дебютных выпусков облигаций ЗСД (см. наш комментарий:

<http://bonds.finam.ru/comments/item227AD/rqdate7DB0603/default.asp>) наиболее важным событием, которое может оказать влияние на кредитный профиль компании, на наш взгляд, является заключение концессионного соглашения с крупными финансовыми игроками (ВТБ, Газпромбанк) и иностранными строительными компаниями (итальянской Astaldi, турецкой Mega Yapı и IC, кипрской GPB Infrastructure). Напомним, что при их участии должно состояться строительство Центрального участка магистрали – наиболее сложного и дорогостоящего (120 млрд руб.). Данный факт добавляет уверенности в своевременном завершении строительства автомагистрали, которая сможет начать полноценное функционирование, приносящее ожидаемый доход за счет платной эксплуатации.

Что касается нового предложения облигаций ЗСД, то по выпускам вновь предусмотрена госгарантия в лице Минфина РФ на номинальный объем. Здесь важно отметить, что при наступлении гарантийного случая государство исполнит взятые обязательства не ранее 1 января 2014 г. Эмиссии облигаций присвоен рейтинг от Moody's на уровне «Ваа3», что подходит под требования Ломбарда ЦБ, но, тем не менее, обращающиеся облигации серий 01 и 02 все еще не включены в данный список. Вероятно, этот факт, несмотря на наличие госгарантий, в том числе стал причиной столь низкой ликвидности данных бондов. Вместе с тем, их сложившийся за последнее время спред к кривой ОФЗ составляет 170-180 б.п., к облигациям АИЖК (также с госгарантией) – 30-50 б.п., что, на наш, взгляд, вполне оправдано.

Резюмируя, можно сказать, что при отсутствии облигаций ЗСД в Ломбарде ЦБ и весьма низкой ликвидности обращающихся выпусков, скорее всего, интерес к новым бумагам компании могут проявить инвесторы, располагающие долгосрочным фондированием, которым мы рекомендуем принять участие в размещении (исходя из обозначенных выше спредов) с доходностью от 9,5% и выше. Хотя не исключено, что ставка может быть определена и ниже, учитывая пул организаторов выпусков.

Распределение доходностей облигаций, обеспеченных госгарантией



Александр Полютков

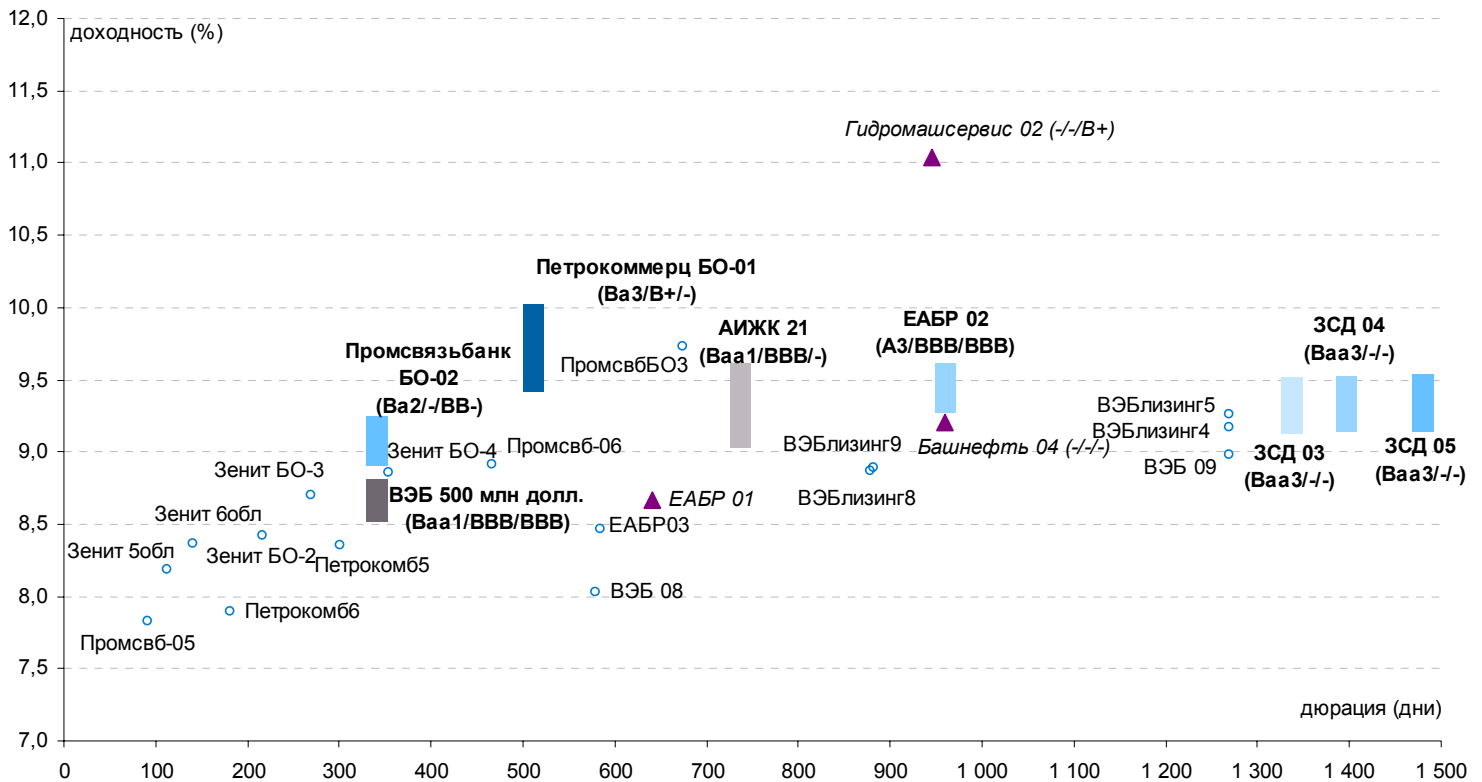
ЕАБР (А3/ВВВ/ВВВ)

Событие. ЕАБР до 28 февраля открыл книгу на облигации серии 02 объемом 5 млрд руб. Ориентир по ставке купона составляет 9,0-9,25%, что соответствует доходности к 3-летней оферте на уровне 9,31-9,58% годовых.

Комментарий. Видимо, оценив повышенный спрос (см. наш комментарий http://www.nomos.ru/upload/iblock/1df/primary_20012012.pdf) на рынке на свои долги, обозначенный при недавнем размещении бондов серии 01 (УТР 8,67%), ЕАБР решил протестировать рынок на предмет 3-летнего долга. Напомним, что, несмотря на имеющийся ажиотаж на рынке, подавляющее большинство предложений сформировано в диапазоне до двух лет. Трехлетние выпуски последними размещали Башнефть (УТР 9,20%) и Гидромашсервис (УТМ 11,04%). На этом фоне новое предложение ЕАБР

смотрится привлекательным уже по нижней границе диапазона. При этом мы не исключаем, что, как и при предыдущем выпуске, мы увидим снижение границ обозначенного диапазона, поскольку сейчас, на наш взгляд, в предложении заложена премия ко вторичному рынку порядка 30-80 б.п.

Распределение доходностей бумаг эмитентов финансового сектора



Елена Федоткова

ВЭБ (Ваа1/ВВВ/ВВВ)

Событие. Внешэкономбанк планирует предварительно в первой половине марта текущего года открыть книгу заявок на облигации серии 21 объемом 15 млрд руб. Ориентир ставки купона находится в диапазоне 8,40-8,70% годовых, что соответствует доходности к 3-летней оферте на уровне 8,58-8,89% годовых.

Комментарий. Учитывая текущие уровни доходности, на которых обращаются бумаги ВЭБа и его аффилированных структур, текущие ориентиры практически не оставляют инвесторам какой-либо премии к рынку. Отметим, что более длинные выпуски (4-5 летние бумаги) ВЭБ-лизинга торгуются с премией 15-20 б.п. к бумагам ВЭБа. Из ближайших по дюрации в качестве ориентира можно рассматривать бумаги ВЭБ-лизинга, «дочке» ВЭБа, серий 08 и 09, которые при дюрации порядка 870 дней торгуются с УТР 8,8% годовых. Таким образом, мы рекомендуем участвовать в новом займе на уровне от 8,65% годовых – заем будет интересен в первую очередь консервативным инвесторам. Напомним, что рублевые выпуски входят в перечень прямого РЕПО с дисконтом 12,5%.

Отметим, что недавнее размещение валютных бондов (в долларах США) с годовой офертой прошло с доходностью порядка 8,4% годовых, при этом заем был размещен не полностью – на 95%.

Елена Федоткова

Банк Петрокоммерц (Ва3/-/В+)

Событие. Банк Петрокоммерц открыл книгу заявок на облигации серии БО-01 объемом 3 млрд руб. Ориентир купона составляет 9,25-9,75% годовых, что соответствует доходности к 1,5-летней оферте на уровне 9,46-9,99% годовых. Дата закрытия книги заявок – 1 марта, планируемая дата размещения - 6 марта.

Комментарий. Напомним, что по итогам 2011 года эмитент стоит на 25 месте в рейтинге российских банков, сразу за Банком ЗЕНИТ (Ва3/-/В+). Помимо схожести по размеру активов и величине рейтингов, банки близки по специфике акционерной структуры: если Банк ЗЕНИТ устойчиво ассоциируется с Татнефтью, то Петрокоммерц – с Лукойлом (с 1998 года Петрокоммерц определен как опорный банк нефтяной компании). Хотя отметим, что до кризиса 2008 года Лукойл пытался снизить степень

аффилированности с кредитной организацией: в 2007 году была попытка заключить сделку с казахским финансовым холдингом Seimarg Alliance. Однако она не состоялась, и в 2008 году Петрокоммерц утвердил стратегию развития до 2012 года, которая подразумевала диверсификацию деятельности и наращивание доли розничного портфеля с 10% от общего кредитного портфеля до 15-20%. Видимо, последовавшее за этим обострение экономической ситуации показало, что время перестройки на новую стратегию не наступило: как мы видим (см.финансовые показатели ниже), уровень розничного кредитования по прежнему остается низким – около 10%. Среди минусов в кредитном профиле банка отметим «скромный» объем прибыли (рентабельность активов на уровне 0,05%), достаточно высокий уровень просроченной задолженности (9,4% по РСБУ на начало 2012 года), ниже среднеотраслевых темпы роста бизнеса в 2011 году и падение уровня достаточности капитала (Н1) с 15,73% на начало прошлого года до 12,18% на его конец. Среди плюсов – достаточно консервативный портфель бумаг с фиксированной доходностью (где немногим меньше половины портфеля приходится на госбумаги), обеспечение кредитования клиентскими средствами и наблюдающееся в прошлом году улучшение качества кредитного портфеля.

В целом, с учетом того, что Банк ЗЕНИТ недавно разместил свой выпуск с доходностью 9,1% к годовой оферте, а Промсвязьбанк (Ba2/-/BB-) понизил ориентиры УТР до 8,94-9,20% к годовой оферте, предложение Промсвязьбанка на уровне 9,46-9,99% к 1,5-летней оферте смотрится привлекательным, поскольку в отличие от предыдущих названных двух займов предлагает более щедрую премию ко вторичному рынку – на уровне 40-90 б.п. На наш взгляд, участие в выпуске интересно уже по нижней границе диапазона. Однако отметим, что уже обращающиеся три выпуска банка отличаются довольно слабой ликвидностью, хотя и входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ. Поэтому маловероятно, что доходность по итогам book-building уйдет ниже обозначенных границ, как мы могли это наблюдать в последних размещениях крупных банков.

Финансовые показатели Банка Петрокоммерц по РСБУ

млн руб.	1 янв 11	1 апр 11	1 июл 11	1 окт 11	1 ноя 11	1 дек 11	1 янв 12
Активы	175 013	171 298	196 340	212 035	204 044	205 702	195 557
Денежные средства и драгметаллы	6 288	5 534	5 681	5 826	6 228	6 005	6 986
Доля в активах	4%	3%	3%	3%	3%	3%	4%
МБК (размещенные средства)	22 072	22 202	29 350	49 219	43 265	42 732	22 043
МБК в активах	12,6%	13,0%	14,9%	23,2%	21,2%	20,8%	11,3%
Кредитный портфель (gross)	96 664	90 858	100 690	104 692	101 533	104 322	118 678
Уровень просрочки	11,9%	11,5%	10,8%	11,4%	10,4%	10,7%	9,4%
Покрытие просрочки резервами	120,2%	134,8%	129,9%	128,2%	132,1%	127,0%	130,8%
Кредиты физлиц	8,3%	9,1%	9,2%	9,8%	10,5%	10,6%	9,8%
Кредиты/Клиентские средства	95,0%	78,1%	72,6%	65,9%	67,0%	67,9%	92,1%
Доля в активах	47,3%	44,8%	44,1%	42,2%	42,9%	43,8%	53,2%
Операции с ценными бумагами	37 441	38 378	44 140	36 862	35 664	33 350	27 494
Облигации	27 989	27 705	31 192	25 106	23 793	21 753	17 189
Доля в активах	21,4%	22,4%	22,5%	17,4%	17,5%	16,2%	14,1%
Капитал*	24 458	24 541	24 494	23 920	24 177	24 132	24 146
Доля в активах	14,0%	14,3%	12,5%	11,3%	11,8%	11,7%	12,3%
МБК (привлеченные средства)	28 336	13 770	11 431	8 833	8 030	6 884	21 778
Кредиты ЦБ	0	0	0	0	0	0	0
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Средства клиентов	34 958	33 598	36 316	48 811	38 007	38 365	44 017
Депозиты, в т.ч.	66 763	82 805	102 351	110 152	113 547	115 301	84 802
юридических лиц	18 827	35 524	51 954	55 499	61 214	62 515	31 124
физических лиц	47 936	47 281	50 397	54 654	52 333	52 787	53 678
доля депозитов в пассивах	38,1%	48,3%	52,1%	52,0%	55,6%	56,1%	43,4%
Прочие привлеченные средства	4 979	4 547	8 711	7 361	7 100	7 760	6 899
Выпущенные ценные бумаги	13 406	10 516	10 282	10 069	9 957	9 969	10 186
Облигации	9 942	8 256	8 256	8 043	8 043	8 043	8 043
Балансовая прибыль	433	206	465	407	498	652	839

* первый раздел 101 формы

Источники: данные банка, 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 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.