

24 августа 2012 г.

За эту неделю список первичного предложения пополнился новыми именами, однако, по-прежнему рынок за банковскими и субфедеральными выпусками. Интересно, что на локальный рынок вышли города – Волгоград и Новосибирск, что является довольно редким событием. В свою очередь, мы рекомендуем участие в аукционе Новосибирска. Среди новых банковских выпусков мы рекомендуем участие в книге заявок Промсвязьбанка. Предложение от Пробизнесбанка, который вернулся на долговой рынок после длительного отсутствия, мы считаем довольно агрессивным. Выпуск Уралсиба также кажется нам не самым интересным предложением. Здесь мы рекомендуем участие ближе к верхней границе.

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	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
Банк ЗЕНИТ 09	Va3/-B+	Да	5 000	24 авг	29 авг	9,20-9,40% / 9,41-9,62%	-	1 / 3	от 9,5%
NEW Волгоград 34006	Va3/-	Да	1 000	24 авг	29 авг	9,40-9,80% / 9,68-10,11%	-	аморт. / 2,45	от 9,8%
Альфа-Банк БО-07	Va1/BB/BBB-	Да	5 000	29 авг	30 авг	8,50-8,75% / 8,68-8,94%	-	1,5 / 3	от 8,8%
NEW Банк Уралсиб 05	B1/BB-/BB-	Да	7 000	29 авг	31 авг	9,35-9,85% / 9,57-10,09%	-	1,5 / 3	от 9,9%
РЕСО-Гарантия 01	-BB+/-	Да	5 000	30 авг	3 сен	9,40-9,80% / 9,62-10,04%	-	2 / 3	от 9,9%
NEW Пробизнесбанк 07	B2/-B-	Да	2 000*	31 авг	4 сен	11,25-11,75% / 11,57-12,10%	-	1 / 3	Неинтересно
NEW Промсвязьбанк БО-07	Va2/-BB-	Да	5 000	31 авг	6 сен	10,0-10,5% / 10,25-10,78%	-	2 / 3	от 10,4%
NEW Новосибирск 34005	-BB/-	Да	2 000	31 авг	7 сен	8,3-8,5% / 9,27-9,65%	-	аморт. / 2,43	от 9,4%
Прошедшие размещения									
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									
Петрокоммерц БО-02	Va3/B+/-	Да	3 000	21 авг	23 авг	9,25-10,00% / 9,46-10,25%	-	9,2% / 9,41%	1,5 / 3
Петрокоммерц БО-03			5 000			9,50-10,25% / 9,73-10,51%	-	9,7% / 9,93%	2 / 3
Ярославская область 34011	-/BB	Да	3 000	21 авг	24 авг	8,75-9,15% / 8,83-9,25%	-	9,1% / 9,2%	аморт. / 2,37
Нижегородская область 34008	-/BB-	Да	8 000	23 авг	29 авг	9,75-10,05% / 9,9-10,2%	-	n/a	аморт. / 3,4
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
RSHB Capital S.A. 2017-2 (доразм.)	Vaa1/ - / BBB	---	\$450 млн	23 авг	23 авг	4,238% (цена 105%)	-	4,238% (цена 105%)	12.2017

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс
*фактический объем размещения (номинал 3 млрд руб.)

Комментарии к размещениям

NEW Волгоград (Ва3/-/-) и Новосибирск (-/BB/-).

По кредитному качеству и уровню рейтингов привлекательнее смотрится Новосибирск, поэтому, если выбирать, мы сначала бы рекомендовали бумаги этого города. Вместе с тем, предложение муниципальных облигаций Новосибирска, на наш взгляд, представляет интерес с доходностью от 9,4% годовых, Волгограда – от 9,8% годовых.

NEW Промбизнесбанк (B2/-/B-).

Учитывая уровни, на которых разместились КБ Восточный и Запсибкомбанк, мы считаем, что предложенные ориентиры Промбизнесбанком выглядят довольно агрессивными и не компенсируют текущие риски банка.

NEW Банк Уралсиб (B1/BB-/BB-).

Недавнее понижение рейтинга банка и довольно слабая ликвидность единственного находящегося в обращении выпуска снижает, на наш взгляд, привлекательность бумаг банка. Рекомендуем участвовать в займе с доходностью от 9,9% годовых.

NEW Промсвязьбанк (Ba2/-/BB-).

На наш взгляд, уровни размещения от 10,4% годовых покрывают текущие риски банка. Напомним, отчасти проблему с капиталом эмитенту удастся решить, если размещенный выпуск серии 13 будет введен в капитал банка.

Банк ЗЕНИТ (-/BB).

На наш взгляд, участие в займе интересно на уровнях доходности от 9,5% к годовой оферте. Интересу инвесторов будет способствовать выставленная дополнительная оферта по займу БО-02.

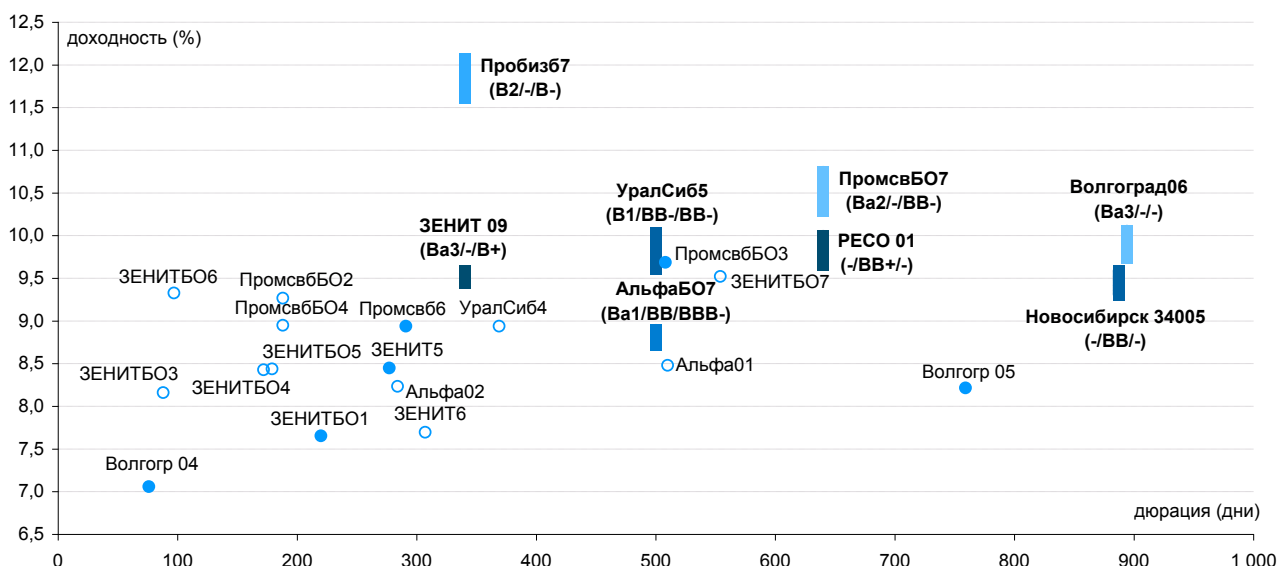
Альфа-Банк (Ba1/BB/BVV-).

Позитивный новостной фон и малое присутствие эмитента на рублевом долговом рынке должно подогреть интерес инвесторов к выпуску банка. На наш взгляд, стоит участвовать в размещении на уровнях доходности от 8,8% годовых к оферте через 1,5 года.

РЕСО-Гарантия (-/BB+/-).

Эмитент является довольно уникальным, поскольку страховые компании редко отмечаются на публичном долговом рынке. Компания имеет довольно крепкий кредитный профиль, высокий рейтинг и сильный, на наш взгляд, состав акционеров, что может привлечь внимание инвесторов. Тем не менее, индикатив доходности, на наш взгляд, смотрится довольно агрессивно для дебюта и рекомендуем принять участие в размещении по верхней границе ориентира.

Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг

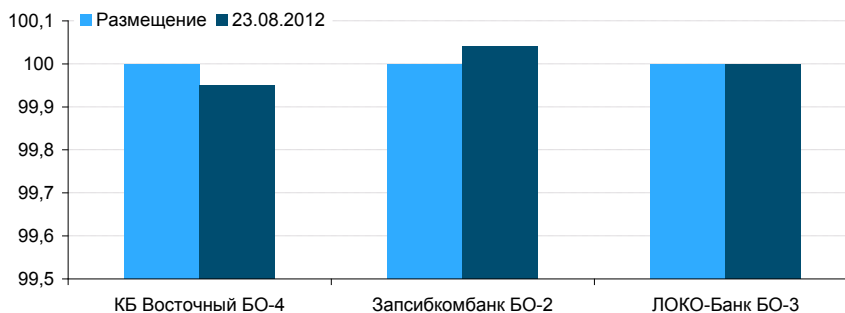


Итоги последних размещений:

Среди прошедших размещений можно, прежде всего, отметить доразмещение RSHB 2017-2, которое прошло с весомым переспросом, что было обусловлено довольно щедрой премией эмитента.

На локальном рынке Петрокоммерцу удалось разместить оба выпуска со ставкой ближе к нижней границе диапазона. В свою очередь, Ярославская область завершила аукцион по верхней границе диапазона.

Отметим, что выпуски, разместившиеся на прошлой неделе, на этой показывали довольно смешанное движение. Так, КБ Восточный не удержал планку номинала и торговался по цене 99,5%, что является довольно весомым снижением с одной стороны, а с другой формирует возможность для входа в бумагу, уровни размещения которой выглядят, по нашему мнению, вполне интересно. ЛОКО-Банк БО-3 удалось зафиксировать цену номинала и вчерашний день выпуск закончил на данной отметке. Положительную переоценку показал лишь Запсибкомбанк БО-2, ценовые уровни которого по итогам четверга чуть выше номинала – 100,01%.



Комментарии:

NEW Волгоград (Ва3/-/-) и Новосибирск (-/ВВ/-).

Событие. В настоящее время открылись книги заявок на муниципальные облигации Волгограда и Новосибирска. Волгоград предлагает 5-летние облигации серии 34006 объемом 1 млрд руб., индикатив 1 ставки купона 9,4-9,8% годовых, что соответствует доходности 9,68-10,11% годовых при дюрации 2,45 года (выпуск с амортизацией). Книга заявок будет открыта один день, 24 августа, размещение запланировано на 29 августа 2012 г. Новосибирск предлагает 5-летний амортизируемый выпуск серии 34005 объемом 2 млрд руб., ориентир 1 ставку купона – 8,3-8,5% годовых, УТМ 9,27-9,65% годовых при дюрации 2,43 года. Книга будет открыта до 31 августа, размещение намечено на 7 сентября 2012 г.

Комментарий. Новосибирск в сравнении с Волгоградом, безусловно, является более крупным по численности населения (третий в России) с количеством жителей 1,5 млн человек против 1,02 млн соответственно. Что касается экономики рассматриваемых городов, то она носит многоотраслевой характер, ориентирован на обрабатывающие и наукоемкие производства, что обеспечивает устойчивость поступления доходов городов в условиях кризиса. Так, в Новосибирске наиболее развиты: машиностроение и металлообработка, авиапромышленность, энергетика, фармацевтика, пищевая промышленность, которые обеспечивают более 90% промышленного производства города. В Волгограде к ключевым отраслям относятся: нефтеперерабатывающая, металлургическая, химическая и пищевая промышленность, машиностроение, электроэнергетика. Объем отгруженной продукции, произведенных работ и услуг, по данным городов, в 2011 г. составил: 181,8 млрд руб. у Новосибирска, 361,8 млрд руб. – у Волгограда.

В свою очередь, по размеру бюджет Новосибирска в 2,5 раза больше, чем у Волгограда – 37,1 млрд руб. против 14,7 млрд руб. соответственно (по плану в 2012 г.), при этом финансовая зависимость городов от вышестоящего бюджета была на схожем и довольно высоком уровне (доля собственных доходов в 2012 г. около 60%). Что касается долговой нагрузки, то она у Новосибирска и Волгограда была на уровне выше среднего по меркам субъектов РФ (госдолг/соб.доходы – более 45%). Но учитывая, что городам в 2012 г. для покрытия дефицита бюджетов (1,4 млрд руб. (или 3,8% доходов) у Новосибирска и 0,8 млрд руб. (5,4%) – у Волгограда) могут потребоваться заемные ресурсы, их долговая нагрузка может выйти за рамки 50% госдолг/соб.доходы.

Вместе с тем, отметим, что кредитный рейтинг Новосибирска на 1 ступень выше, чем у Волгограда («ВВ»/Позитивный против «Ва3»/Стабильный), при этом актуализация рейтинга более «свежая» у Новосибирска (в ноябре 2011 г. против апреля 2009 г. соответственно).

Подводя итог сравнения, мы считаем, что кредитное качество Новосибирска является несколько выше, чем у Волгограда, поэтому рекомендуем инвесторам в первую очередь обратить внимание на бумаги этого города.

Для позиционирования облигаций Новосибирска и Волгограда, даже несмотря на наличие у Волгограда в

обращении двух выпусков облигаций серий 34004 (УТМ 8,17%/76 дн.) и 34005 (УТМ 8,22%/759 дн.), которые неликвидные, на наш взгляд, все-таки более правильно будет использовать итоги последних размещений облигаций субъектов РФ как:

- Ярославская область (-/BB) серии 34011 (УТМ 9,2%/2,37 года);
- Белгородская область (Ba1/-) 34006 (УТМ 9,19%/2,47 года; сейчас УТМ 9,18%/2,45 года);
- Липецкая область (-/BB/-) 34007 (УТМ 9,19%/2,49 года; сейчас УТМ 9,19%/2,40 года);
- Хакасия (-/BB-) 34002 (УТМ 9,52%/2,08 года; сейчас 9,45%/2,04 года);
- Чувашия (Ba2/-) 34009 (УТМ 8,88%/1,82 года; сейчас УТМ 8,68%/1,74 года).

Итоги первичных размещений облигаций перечисленных субъектов РФ формируют спрэд к кривой ОФЗ в диапазоне около 195-255 б.п.

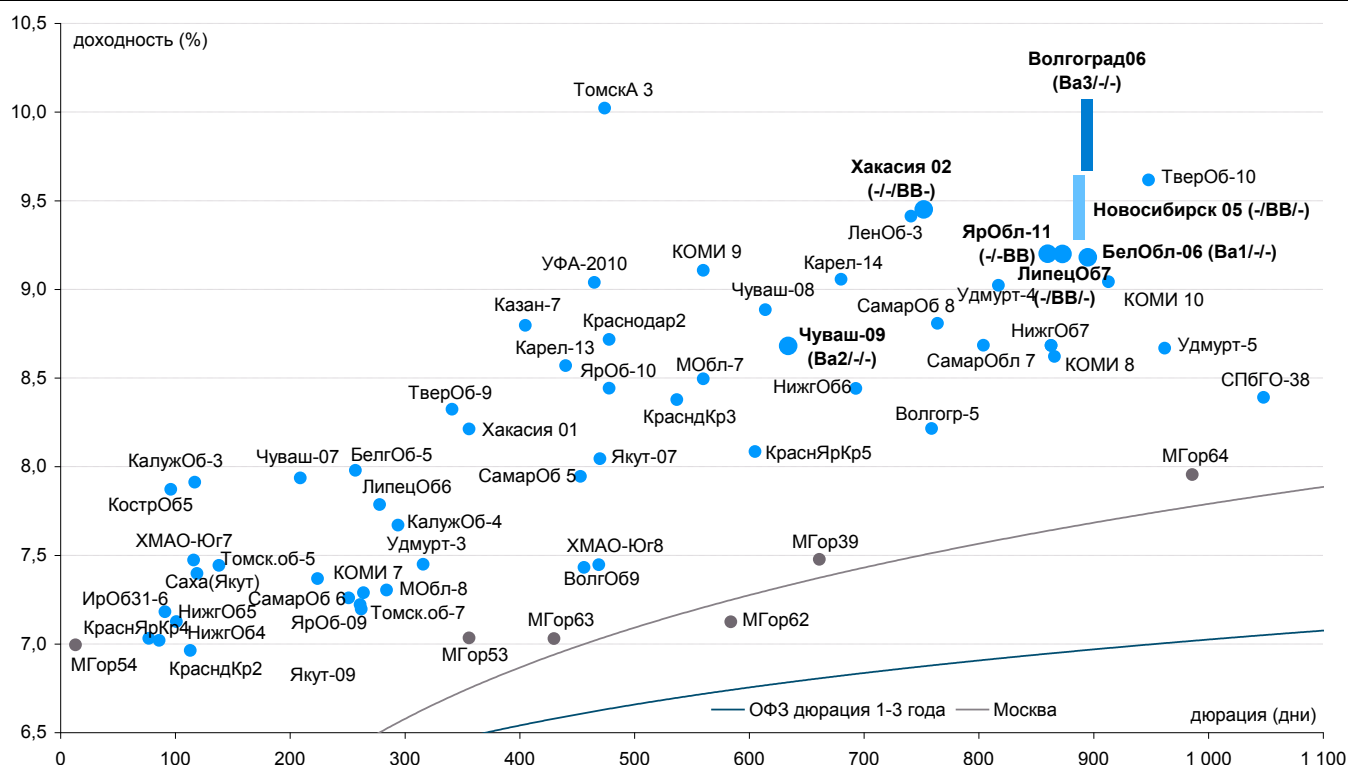
В свою очередь, мы считаем, что с учетом размера бюджетов и уровня рейтингов для бумаг Волгограда для сравнения наилучшим образом «подходят» облигации Хакасии, а для Новосибирска – Ярославской, Липецкой и Белгородской областей. При этом муниципальные бумаги, на наш взгляд, должны нести премию к выпускам субфедеральных выпусков в силу их бюджетной подчиненности порядка 20-30 б.п. Таким образом, учитывая особенности кредитного профиля эмитентов, в том числе в сравнении с регионами, и итоги последних размещений субфедеральных облигаций, мы рекомендуем принять участие в размещении бондов Волгограда с доходностью от 9,8% годовых, а в выпуске Новосибирска – от 9,4% годовых.

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

Регионы	Рейтинг (M/S&P/F)	Доходы		Соб. доходы		Доля соб.дох-в в дох-х		Расходы		Дефицит/профицит		Госдолг	Госдолг/Соб.доходы
		2012П	5M12	2012П	5M12	2012П	5M12	2012П	5M12	2012П	5M12	5M12	5M12*
Волгоград	Ba3/-/-	14,7	5,9	9,2	3,5	62,4%	59,0%	15,5	5,7	-0,8	0,2	3,8	45,2%
Новосибирск	-/BB/-	37,1	6,5**	21,8	4,6**	58,8%	70,8%	38,5	5,7**	-1,4	0,8**	8,7**	47,3%
Ярославская область	- / - / BB	43,5	18,1	35,8	14,9	87,8%	82,2%	50,4	18,5	-6,9	-0,4	13,9	38,9%
Республика Хакасия	- / - / BB-	16,5	7,5	13,8	5,7	83,8%	76,3%	19,8	6,6	-3,4	0,9	3,3	24,1%
Белгородская область	Ba1 / - / -	66,8	27,0	49,4	17,6	73,9%	65,3%	70,8	21,8	-4,0	5,2	26,3	62,3%
Липецкая область	- / BB / -	32,7	13,3	27,2	10,4	83,0%	78,1%	36,7	13,8	-4,0	-0,6	8,6	34,4%
Чувашская Республика	Ba2 / - / -	29,5	14,3	17,7	7,5	59,9%	52,3%	33,4	12,0	-3,9	2,3	5,8	32,5%

Источник: Минфин РФ, Федеральное казначейство РФ, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА
*соб.доходы приведены к году **на 1 апреля 2012 г.

Доходности бумаг субъектов РФ и муниципальных образований



Александр Полотов

NEW Пробизнесбанк (B2/-/В-).

Событие. На этой неделе Пробизнесбанк начал сбор заявок по облигациям серии 07 номинальным объемом в 3 млрд руб. и объемом размещения в 2 млрд руб. Планируемая дата закрытия книги – 30 августа, размещение – 31 августа. Предложенный диапазон по купону 11,25-11,75%, что формирует доходность в 11,25-11,75%.

Комментарий. На сегодняшний день в обращении есть всего один выпуск евробондов банка, на локальном рынке бумаг в обращении нет. Учитывая это, мы вкратце напомним, что банк является головной структурой группы Лайф, в которую входят также 6 небольших региональных банков, которые в основном занимают позицию за второй сотней по размеру активов. Пробизнесбанк, в свою очередь, занимал 54 строчку в рэнкинге. Консолидировано группа занимает 32 позицию. Также в структуру входят ряд девелоперских компаний, а также факторинговая компания. Основным акционером банка, которому принадлежит 29,79% капитала является господин Леонтьев С.В., который занимает пост президента группы. Вторым крупным держателем являются фонды под управлением East capital, которым принадлежит 19,93%. Участие международного инвестора, по нашему мнению, является поддерживающим кредитный профиль фактором. Оставшийся акционерный капитал, в основном разделен между менеджерами банка.

Одним из последних негативных событий в отношении банка является пересмотр в июне прогноза по рейтингу Moody's («B2») со «стабильного» на «негативный». Основой для действия агентства были низкие показатели достаточности капитала банка (об этом ниже), а также высокорисковые инвестиции, в том числе вложения в строительный сектора. Здесь стоит напомнить, что в структуру группы Лайф входят девелоперские компании. Рейтинг от Fitch на сегодняшний день на ступень ниже – «В-» со «стабильным» прогнозом (24.07.2012). Fitch вторит в своем пресс-релизе Moody's и говорит о слабой капитализации банка, агентство также отмечает значительный объем непрофильных активов, а также умеренное качество активов, которое демонстрирует некоторые признаки ухудшения по мере прохождения проверки временем. Таким образом, рейтинговые агентства довольно сдержанно относятся к кредитному профилю банка.

В кредитовании Пробизнесбанк ориентирован преимущественно на физических лиц, доля в портфеле которых составляет 65% по итогам полугодия. Таким образом, банк вполне можно отнести к розничным финансовым институтам. Качество кредитного портфеля довольно низкое, так по корпоративному портфелю просрочка (NPL 90+) составляет 8,6% (6,0% на начало года), а по розничному, что интересно, ниже и составляет 5,97%. Здесь сказывается факт того, что корпоративный портфель практически не вырос за отчетный период, в то время как розничный увеличился на 23%.

На портфель ценных бумаг приходится порядка 14% от валюты баланса банка, что является довольно приемлемым показателем для российских банков. Однако стоит отметить довольно большой объем акций в портфеле, который по итогам первого полугодия составлял треть от портфеля, что мы считаем довольно рискованным фактором. За первые по шесть месяцев текущего года банк сократил портфель с 25,3 млрд руб. до 20,6 млрд руб. При этом основное снижение было обусловлено сокращением вложений в акции с 12 млрд руб. до 7 млрд руб. Одновременно с этим банк нарастил портфель государственных и муниципальных бумаг.

Еще одним моментом, который стоит отметить в отчетности банка является довольно весомый портфель девелоперской недвижимости, который по итогам июня составляла 7,6 млрд руб. или 5% от валюты баланса. В отчетности не раскрыта структура и оценить ликвидность данных активов не представляется возможным.

Стоит также остановиться на достаточности капитала банка, по итогам первого полугодия нормативы банка были на минимальных значения, так Н1 был равен 10,6% при минимум в 10%. Коэффициент общей достаточности капитала по итогам первого полугодия, согласно МСФО, также был на крайне низких значениях – 10,6%

В части ориентиров выпуска предложенных инвесторам, то здесь доходность в 11,57%-12,1% кажется нам недостаточной для текущего кредитного профиля банка. По размеру активов – 153,4 млрд руб. Группа Пробизнесбанка довольно схоже с Банком Восточный Экспресс (170 млрд руб.), который также сконцентрирован на розничном бизнесе. Однако различие в рейтингах довольно весомые. Так, оценка от Moody's на три ступени выше, то есть «B1». Напомним, размещение Восточного, при годовой оферте, прошло с доходностью 11,46%. Такая весомая разница в рейтингах, по нашему мнению, должна стоять как минимум 100-120 б.п., то есть даже по верхней границе первичное предложение Пробизнесбанка не выглядит интересным. Отметим, что размещение Запсибкомбанка, который обладает более высоким рейтингом и меньшим масштабом бизнеса – активы за полугодие – 74 млрд руб. прошло с премией к текущим ориентирам Пробизнесбанка – доходность бонда составила 12,89% при оферте через год.

Резюмируя, мы считаем, что выпуск может быть интересен участникам, которые уверены в кредитном

профиле банка, для остальных мы рекомендуем воздержаться от участия в размещении, считая предложенные уровни довольно агрессивными.

Финансовые показатели Пробизнесбанка по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2011	1Н 2012	1Н 2012 / 2011
ASSETS	143,8	153,4	107%
Cash and cash equivalents	7,6	8,9	18%
% assets	5%	8%	-
Loans	64,7	73,6	29%
Loans (gross)	68,3	76,8	30%
% assets	45%	48%	-
NPL (>90дн.)	7,8%	6,8%	-
allowance for loan impairment	5,3%	4,2%	-
Loans / Customer accounts	0,6	0,6	-
allowance for loan impairment / NPL	0,7	0,6	-
Customer accounts	103,3	114,3	11%
% assets	72%	75%	-
EQUITY	12,5	14,4	16%
% assets	8,7%	9,4%	-
Total Capital Adequacy Ratio	10,1%	10,6%	-
Показатели прибыльности, млрд руб.	1Н 2011	1Н 2012	1Н 2012 / 1Н 2011
Net interest income	9,1	11,9	31%
Fee and commission income (net)	1,6	2,1	32%
Impairment losses	-1,1	-1,7	51%
General Administrative expenses	-5,5	-7,7	40%
Profit	1,7	2,8	69%
Качественные показатели деятельности	1Н 2011	1Н 2012	1Н 2012 / 1Н 2011
RoAA	1,4%	2,6%	+1,2 п.п.
RoAE	31,6%	31,0%	-0,06 п.п.
NIM*	15,7%	15,0%	-0,7 п.п.

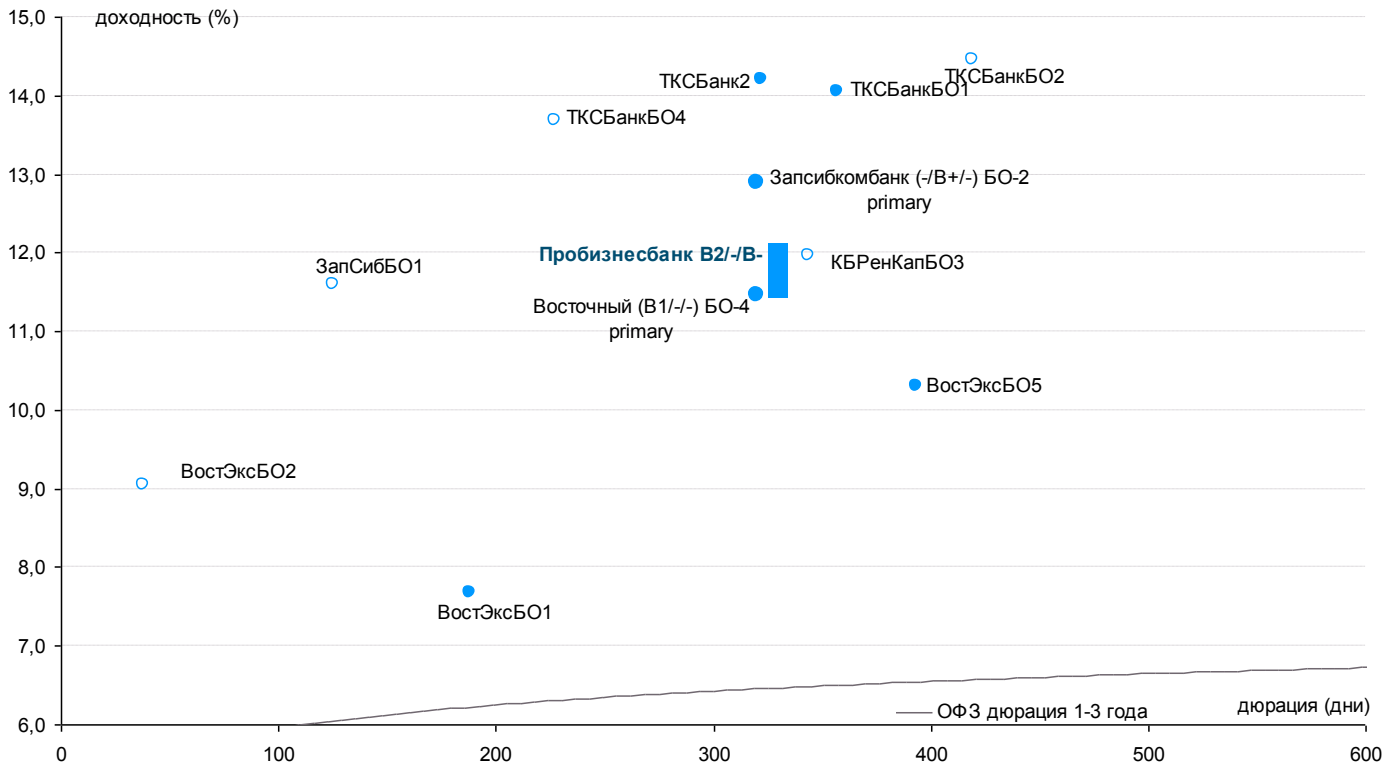
Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Финансовые показатели сравниваемых банков по МСФО, млрд руб.

Показатели отчетности, 2011 год	Запсибкомбанк	Пробизнесбанк	КБ Восточный
Место в рейтинге на 1 июл. 2012 г.	66	54 (без учета группы)	32
Рейтинги (M/S&P/F)	-/B+/-	B2/-/B-	B1/-/-
Активы	74,4	153,4	137,1
Кредиты (net)	44,4	64,7	107,4
Кредиты (gross)	49,2	68,3	113,2
NPL (>90дн.)	4,9%*	7,8%	6,4%
Кредиты / средства клиентов	0,7	0,6	1,0
Средства клиентов	63,4	114,3	106,0
Коэффициент достаточности общего капитала	11,6%	10,6%	14,2%
Чистые процентные доходы	22,8	13,2	17,4
Прибыль	1,3	1,97	4,6
Качественные показатели	Запсибкомбанк	ХКФ Банк	КБ Восточный
ROAA	1,9%	1,57%	4,0%
ROAE	19,6%	17,29%	34,4%
NIM	8,6%	15,29%	19,6%

Источник: данные банка, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора (23.08.2012 г.)



Игорь Голубев

NEW Банк Уралсиб (В1/ВВ-/ВВ-).

Событие. 22 августа Банк Уралсиб начал сбор заявок по облигациям серии 05 объемом 7 млрд руб. Заккрытие – 29 августа. Планируемая дата размещения – 31 августа 2012 года. Предложенный диапазон по купону – 9,35-9,85%, что соответствует доходности 9,57-10,09% к 1,5-летней оферте.

Комментарий. Напомним, что в июле текущего года агентство Moody’s понизило рейтинг Банка Уралсиб на 1 ступень на основании подготовленной отчетности по МСФО за 2011 год (см.таблицу) до «В1» с «Ва3» (см.наш комментарий http://www.nomos.ru/upload/iblock/d97/NOMOS_daily_debt_markets_16_07_2012.pdf). Основная причина – убытки, полученные банком за год в объеме 4,2 млрд руб. Однако это верхушка «айсберга» - следствие невысокого качества активов и роста операционных расходов. Обращаем внимание, что уровень NPL 90+ по кредитному портфелю составил довольно высокие 9,5% (10,5% на конец 2010 года): по юрлицам – 9,8%, по физлицам – 8,67%. Судя по тому, что кредиты физлиц чувствуют себя лучше (просрочка ниже), то понятно стремление банка наращивать их в первую очередь («+19%» против «+15%» в целом по портфелю). Отдельно отметим и просрочку (90+) по чистым инвестициям в лизинг, достигающую 9,2%. Напомним, что в состав финансового результата 2011 года включен был убыток консолидируемой Лизинговой Группы в размере 2,1 млрд руб., обусловленный созданием резервов по лизинговому портфелю.

Стоит помнить, что приведенные цифры представляют собой результаты почти 8-месячной давности, итоги банк за 1 полугодие 2012 года еще не раскрывал. По РСБУ за 6 месяцев банк получил прибыль в объеме 166 млн руб. против 2,7 млрд руб. за аналогичный период 2011 года. Также нас беспокоит уровень достаточности капитала, который на 1 августа опустился ниже 11% и составил 10,89%. При этом в текущем году банк практически не рос (по РСБУ) и все же генерируемой прибыли ему не хватает для поддержания уровня достаточности собственных средств на более комфортном уровне.

Размещенный в марте текущего года единственный облигационный заем Банка Уралсиб можно назвать слаболиквидным, поэтому, на наш взгляд, его уровень доходности не вполне отражает текущие риски банка. Напомним, что по Moody’s у эмитента самый низкий рейтинг среди других частных банков: НОМОС-БАНК (Ва3/-/ВВ), Банк Петрокоммерц (Ва3/В+/-), Банк ЗЕНИТ (Ва3/-/В+), Альфа-Банк (Ва1/ВВ/ВВВ-). При этом и S&P, и Fitch присвоили оценкам от них «Негативный» прогноз. На этом фоне предложение от Банка ЗЕНИТ с доходностью 9,41-9,62% к годовой оферте смотрится, на наш взгляд,

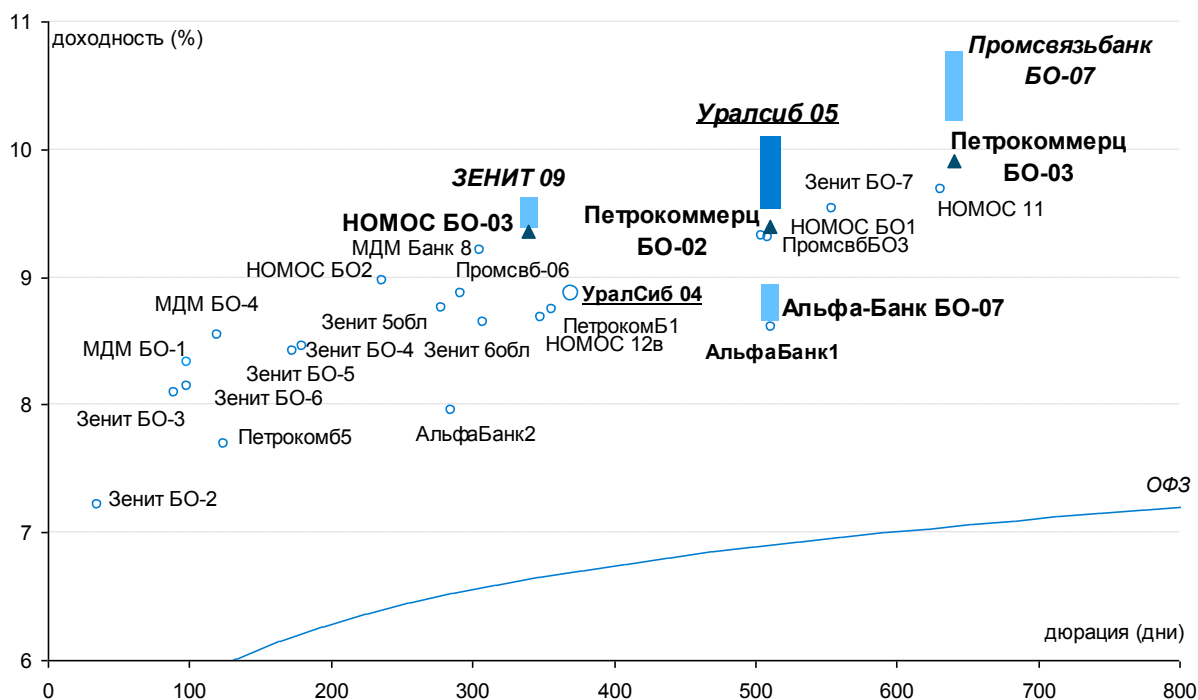
более интересно. Рекомендуем участвовать в выпуске Банка Уралсиб все же ближе к верхней границе предложенного диапазона, то есть от 9,9% годовых.

Финансовые показатели Банка Уралсиб по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	в % к 2010 году
ASSETS	416,4	432,3	4%
Cash and cash equivalents	84,0	71,1	-15%
% assets	20,2%	16,4%	---
Loans	206,8	237,9	15%
Loans (gross)	228,4	262,9	15%
% assets	49,7%	55,0%	---
NPL (>90дн.)	10,5%	9,5%	---
Impairment allowance / NPL (90+)	0,9	1,0	---
Loans / Customer accounts	0,7	0,8	---
Customer accounts	285,9	289,2	1%
% assets	68,7%	66,9%	---
EQUITY	57,1	50,1	-12%
% assets	13,7%	11,6%	---
Total Capital Adequacy Ratio	18,1%	15,0%	-3%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	в % к 2010г.
Net interest income	14,9	16,2	9%
Fee and commission income (net)	4,6	5,5	20%
Provisions charge for loan impairment	0,2	-7,0	---
General Administrative expenses	-17,9	-21,2	18%
Profit for period	0,8	-4,2	---
Качественные показатели деятельности	2010	2011	Изменение в % к 2010г.
RoAA	0,2%	отриц.	---
RoAE	1,4%	отриц.	---
NIM*	5,2%	5,7%	0,4%
Cost / Income	87,9%	87,0%	-0,9%

Источник: данные банков, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора (средневзв. за неделю)



Елена Федоткова

NEW Промсвязьбанк (Ba2/-/BB-).

Событие. 28 августа Промсвязьбанк начнет сбор заявок по облигациям серии БО-07 объемом 5 млрд руб. Закрытие – 31 августа. Планируемая дата размещения – 6 сентября 2012 года. Предложенный диапазон по купону – 10-10,5%, что соответствует доходности 10,25-10,78% к 2-летней оферте.

Комментарий. Последнюю отчетность по МСФО Промсвязьбанк раскрывал за 1 квартал 2012 года. Тогда мы отмечали (см. наш комментарий от 30 мая 2012 года http://www.nomos.ru/upload/iblock/d8d/NOMOS_daily_debt_markets_30_05_2012.pdf), что основным слабым местом банка по-прежнему остается уровень достаточности капитала, который по РСБУ опустился уже ниже 11%, хотя по представленным результатам за 1 квартал по МСФО были видны некоторые положительные изменения. Также тогда мы отмечали сокращение объема кредитного портфеля, в основном за счет списания NPL и продолжения «расчистки» баланса банка. В целом, по сравнению с аналогичным периодом прошлого года представленные данные выглядели лучше, хотя и уступали концу 2011 года.

Отметим, что второй квартал текущего года не принес заметного позитива. Во-первых, из состава акционеров вышел Commerzbank – его долю выкупили Алексей и Дмитрий Ананьевы, увеличив свою долю до 88,25%. Остальная доля сейчас принадлежит ЕБРР. Отметим, что это не улучшило положение с достаточностью капитала банка – значение Н1 на 1 августа упало до 10,28%. Возможно, немного подправят ситуацию размещенные еврооблигации на сумму 5 млрд руб., которые банк планирует сделать субординированными и ввести в капитал 2 уровня. Если планы будут выполнены, это позволит эмитенту «подтянуть» достаточность собственных средств до уровня около 11%.

Низкий уровень достаточности капитала стал одной из причин смены в конце апреля текущего года прогноза от Moody's со «Стабильного» на «Негативный». Также агентство отмечало высокую степень концентрации кредитного портфеля (по состоянию на конец минувшего года на 10 крупнейших заемщиков банка приходилось 18% объема кредитного портфеля и 136% капитала первого порядка), а также значительные инвестиции в материальные активы. Намерения банка быстро наращивать кредитный портфель в высокорискованных сегментах кредитования среднего и малого бизнеса, а также частных лиц, создавало, по мнению агентства, дополнительные риски.

Что касается долгового рынка, то август, нужно отметить, насыщен предложениями от банков 2-го эшелона. В частности, с предложениями вышли НОМОС-БАНК (Ba3/-/BB), Банк Петрокоммерц (Ba3/B+/-), Банк ЗЕНИТ (Ba3/-/B+), Альфа-Банк (Ba1/BB/BBB-), Банк Уралсиб (B1/BB-BB-), поэтому, на наш взгляд, инвестору представлен более чем широкий выбор. На этом фоне предложение Промсвязьбанка с премией к рынку от 30-80 б.п. покрывает текущие риски уже при размещении от 10,4% годовых.

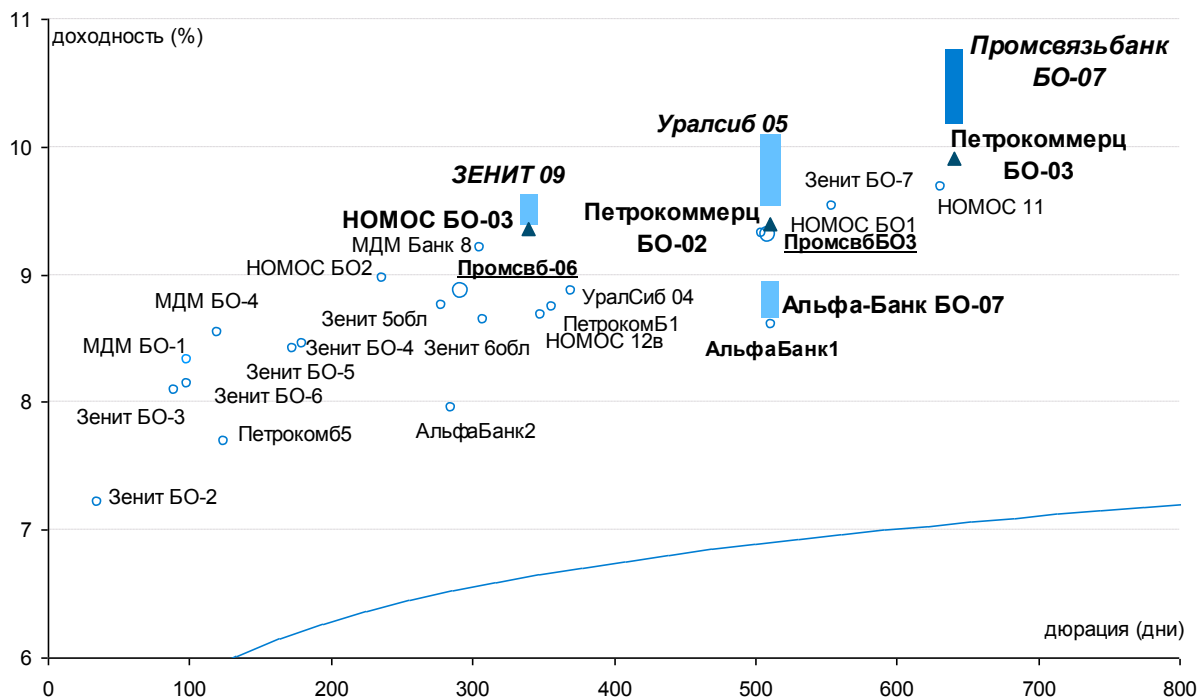
Финансовые показатели Промсвязьбанка по МСФО, млрд руб.

Показатели отчетности	2009	2010	1Н 2011	2Н 2011	2011	1q 2011	1q 2012	%
Активы	471,21	475,13	484,70	--	562,55	--	556,42	18%
Кредиты (net)	266,42	310,95	323,80	--	396,14	--	387,62	27%
Кредиты (gross)	305,27	348,62	360,41	--	425,35	--	414,34	22%
доля в активах	56,5%	65,4%	66,8%	--	70,4%	--	69,7%	---
NPL (>90дн.)	12,3%	9,2%	8,1%	--	5,7%	9,4%	5,0%	---
Покрытие NPL резервами	103,5%	117,5%	125,4%	--	120,5%	--	129,0%	---
Кредиты / Средства клиентов	92,0%	104,7%	111,3%	--	117,0%	--	112,8%	---
Вложения в финансовые активы	59	66	58	--	67	--	59	1%
доля в активах	12,5%	13,9%	12,0%	--	11,8%	--	10,7%	---
Средства клиентов	289,55	297,05	290,96	--	338,60	--	343,51	14%
доля в активах	61,4%	62,5%	60,0%	--	60,2%	--	61,7%	---
Кoeffициент достаточности общего капитала (TCAR)	14,3%	14,4%	13,9%	--	13,9%	14,20	14,2%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	25,73	20,61	9,37	14,27	23,64	4,61	7,30	---
Прибыль	-0,63	2,48	1,16	4,06	5,22	0,65	1,83	111%
Качественные показатели*	2009	2010	1Н 2011	2Н 2011	2011	1q 2011	1q 2012	%
Рентабельность собственных средств	отриц.	6,0%	5,1%	16,2%	10,6%	5,8%	13,3%	4,6%
Рентабельность активов	отриц.	0,5%	0,5%	1,5%	1,0%	--	1,3%	0,5%
C / I	39,1%	52,8%	59,6%	44,8%	50,8%	58,0%	53,9%	-2,0%
NIM	7,8%	5,7%	4,8%	6,6%	5,5%	--	6,3%	-0,2%

* показатели рассчитаны по методологии НОМОС-БАНКА

Источник: данные банков, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Доходности бумаг финансового сектора (средневзв. за неделю)



Елена Федоткова

Банк ЗЕНИТ (Ва3/-/В+).

Событие. Банк ЗЕНИТ 14 августа открыл книгу на облигации серии 09 объемом 5 млрд руб. Закрытие – 24 августа, дата размещения – 29 августа 2012 года. Срок обращения бумаг – 5 лет. Ориентир по ставке купона – 9,2-9,4% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 9,41-9,62% годовых.

Комментарий. Прежде чем перейти к предложению банка по новому выпуску, обращаем внимание, что эмитент выставил 28 августа 2012 года, то есть за день до планируемой даты размещения, дополнительную оферту по биржевым облигациям серии БО-02 (объем выпуска 5 млрд руб.) в количестве до 5 млн ценных бумаг. При этом выкуп бумаг будет осуществляться по цене 100,1% от номинала облигаций. Дополнительно владельцам будет выплачен НКД.

Напомним, что «плановая» оферта должна была состояться месяцем позднее, погашение бумаг – в сентябре 2013 года. Выставленная оферта, на наш взгляд, стимулирует инвесторов «переложиться» из старого выпуска с купоном 7,75% в новый с более высокой доходностью (подобный прием банк уже использовал весной текущего года). Отметим, что размещаемый заем серии 09 дает премию ко вторичному рынку (к кривой Банка ЗЕНИТ) в размере 30-50 б.п., что делает его интересным для приобретения уже по нижней границе предложенного диапазона. Хотя учитывая, что выпуск не имеет статус биржевого и будет присутствовать некоторый временной лаг перед выходом на вторичный рынок, а также тот факт, что в отличие от займа БО-02 новый выпуск пока еще не входит в перечень прямого РЕПО, мы рекомендовали бы участие в новом займе от 9,5% годовых.

Показатели банков по МСФО

Рейтинги (M / S&P / F)	Петрокоммерц		Банк ЗЕНИТ		Промсвязьбанк		НОМОС-БАНК		Альфа-Банк****	
	Ba3/B+/-		Ba3/-/B+		Ba2/-/BB-		Ba3/-/BB		Ba1/BB/BBB-	
Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010
Активы	200	10%	247	23%	563	18%	662	25%	1 010	16%
Кредиты (net)	131	24%	164	29%	396	27%	448	32%	702	37%
Кредиты (gross)	149	21%	175	28%	425	22%	468	32%	746	35%
Доля (net) в активах	65,5%	---	66,6%	---	70,4%	---	67,6%	---	69,5%	---
NPL (>90дн.)	9,8%	---	3,9%	---	5,7%	---	2,0%	---	1,4%	---
Покрытие NPL (90+) резервами	1,2	---	1,56	---	1,21	---	2,1	---	4,1	---
Кредиты / Средства клиентов	0,9	---	1,16	---	1,2	---	1,2	---	1,2	---
	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010
Вложения в финансовые активы	22	-45%	24	0%	67	1%	88	7%	120	-20%
доля в активах	11,1%	---	9,6%	---	11,8%	---	13,3%	---	11,9%	---
Средства клиентов	141	19%	142	22%	339	14%	382	22%	588	15%
доля в активах	70,4%	---	57,7%	---	60,2%	---	57,8%	---	58,2%	---
Коэффициент достаточности общего капитала (TCAR)	18,8%	---	13,9%	---	13,9%	---	16,2%	---	n/a	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	6	11%	7	6%	24	14,7%	28	37%***	42	5%
Прибыль	0,4	107%	3	-31%	5	111%	12	16%***	19	12%
Качественные показатели деятельности	2011	%	2011	%	2011	%	2011	%	2011	%
Рентабельность собственных средств (RoAE)*	1,6%	+0,8 п.п.	10,9%	-6,5 п.п.	10,6%	+4,6 п.п.	18,5%**	-2,6 п.п.	18,4%	-0,7 п.п.
Рентабельность активов (RoAA)	0,2%	+0,1 п.п.	1,1%	-0,8 п.п.	1,0%	+0,5 п.п.	2,1%**	-0,2 п.п.	2,0%	-0,2 п.п.
NIM	4,2%	-0,2 п.п.	4,1%	-0,4 п.п.	5,5%	-0,2 п.п.	5,5%	+0,2 п.п.	5,1%	-1,02 п.п.
C / I	71,8%	+12,4 п.п.	58,0%	+7,0 п.п.	50,8%	-2,0 п.п.	46,6%**	+3,1 п.п.	51,8%	+7,7 п.п.

Источник: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

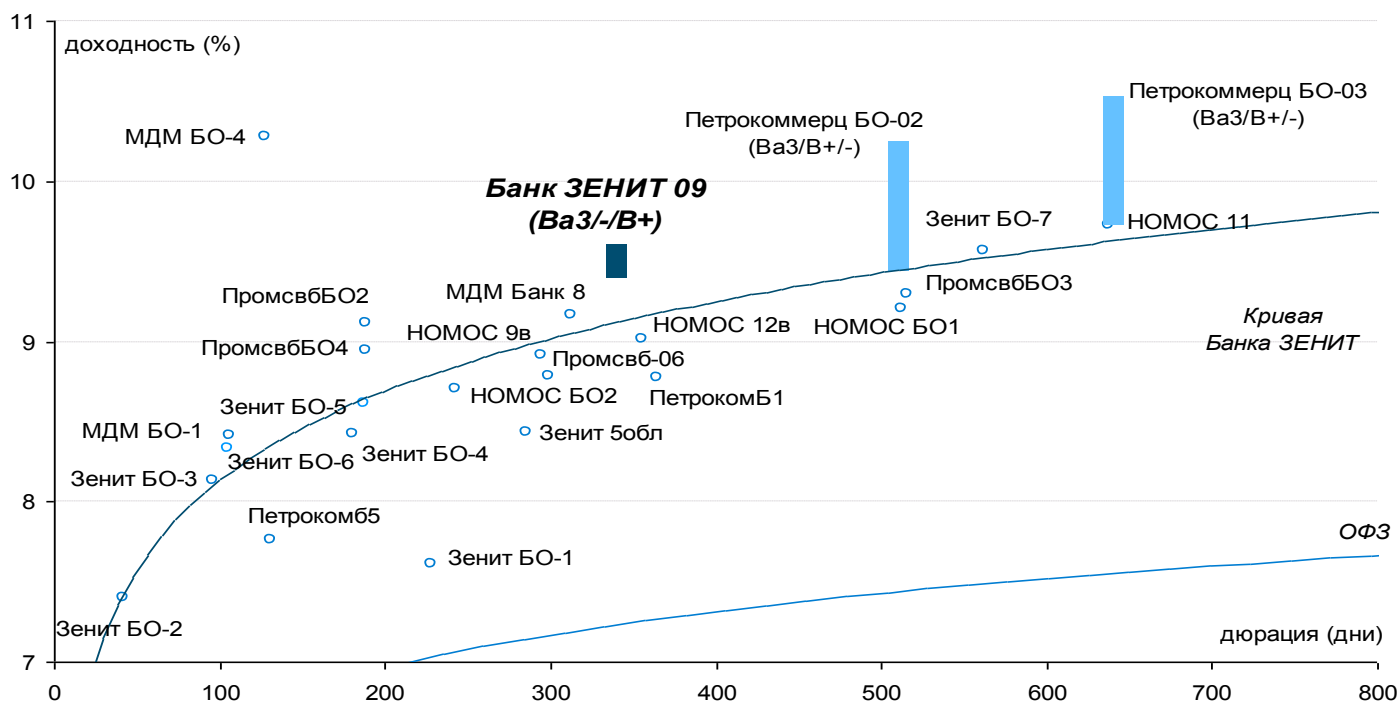
* RoAE для акционеров Группы НОМОС-БАНКа.

** Исключая разовые расходы на IPO в размере в 215 млн руб. С учетом расходов RoAE составил 18,2%, RoAA – 2,0%, Cost / Income – 47,2%.

*** Показатели указаны в предположении, что приобретение ХМБ произошло 1 января 2010 г.

**** Отчетность Альфа-Банка была переведена из долларов США в рубли для большей репрезентативности и возможности сравнения.

Доходности бумаг финансового сектора (средневзв. за неделю)



Елена Федоткова

Альфа-Банк (Ba1/BB/BVV-).

Событие. Альфа-Банк 23 августа откроет книгу на размещение облигаций серии БО-07 объемом 5 млрд руб. Планируемая дата закрытия книги – 29 августа, размещение – 31 августа.

Комментарий. Напомним, что в июле агентство Fitch повысило долгосрочный рейтинг дефолта эмитента Альфа-Банка с «BB+» до «BBB-» со «Стабильным» прогнозом (см. наш комментарий в ежедневном обзоре от 16 июля http://www.nomos.ru/upload/iblock/d97/NOMOS_daily_debt_markets_16_07_2012.pdf). Еще ранее S&P пересмотрело прогноз по рейтингу банка на «Позитивный» (http://www.nomos.ru/upload/iblock/46c/NOMOS_daily_debt_markets_09_07_2012.pdf). Положительный новостной фон вокруг эмитента должен способствовать росту интереса инвесторов к новому выпуску банка.

При этом если мы посмотрим на недавно прошедшие и текущие размещения крупных частных банков, то премия к рынку составляет до 30 б.п. В этом отношении Альфа-Банк, на первый взгляд, выставил более агрессивные уровни: нижняя граница диапазона соответствует уровням обращения займа серии 01 (средневзв. за посл. неделю) с офертой в феврале 2014 года, то есть также с дюрацией в 1,5 года. Хотя он и слаболиквидный, на наш взгляд его премия к ВТБ около 40 б.п. более объективна, чем у выпуска серии 02, который ликвиднее.

С учетом того, что обращающийся заем входит уже в перечень прямого РЕПО с ЦБ, по нашему мнению, премия до 15 б.п. к рынку все же должна присутствовать, поэтому мы рекомендуем участвовать в размещении на уровнях доходности от 8,8% годовых. Сокращение премии к обращающимся выпускам по сравнению с другими первичными предложениями обусловлено как кредитным качеством эмитента, так и малым присутствием заемщика на рублевом долговом рынке.

Альтернатив текущему предложению на долговом рынке с инвестиционным рейтингом мало. Среди таких выпусков можно отметить заем ВТБ Лизинг Финанс серии 04, демонстрировавший на этой неделе доходность около 8,3% годовых к оферте в марте 2013 года.

Финансовые показатели деятельности крупных российских частных банков (МСФО)

	Петрокоммерц		Банк ЗЕНИТ		Промсвязьбанк		НОМОС-БАНК		Альфа-Банк****	
Рейтинги (M / S&P / F)	Ba3/B+/-		Ba3/-/B+		Ba2/-/BB-		Ba3-/BB		Ba1/BB/BBB-	
Показатели отчетности, млрд руб.	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010	2011	2011 / 2010
Активы	200	10%	247	23%	563	18%	662	25%	1 010	16%
Кредиты (net)	131	24%	164	29%	396	27%	448	32%	702	37%
Кредиты (gross)	149	21%	175	28%	425	22%	468	32%	746	35%
Доля (net) в активах	65,5%	---	66,6%	---	70,4%	---	67,6%	---	69,5%	---
NPL (>90дн.)	9,8%	---	3,9%	---	5,7%	---	2,0%	---	1,4%	---
Покрытие NPL (90+) резервами	1,2	---	1,56	---	1,21	---	2,1	---	4,1	---
Кредиты / Средства клиентов	0,9	---	1,16	---	1,2	---	1,2	---	1,2	---
Вложения в финансовые активы	22	-45%	24	0%	67	1%	88	7%	120	-20%
доля в активах	11,1%	---	9,6%	---	11,8%	---	13,3%	---	11,9%	---
Средства клиентов	141	19%	142	22%	339	14%	382	22%	588	15%
доля в активах	70,4%	---	57,7%	---	60,2%	---	57,8%	---	58,2%	---
Коэффициент достаточности общего капитала (TCAR)	18,8%	---	13,9%	---	13,9%	---	16,2%	---	n/a	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	6	11%	7	6%	24	14,7%	28	37%***	42	5%
Прибыль	0,4	107%	3	-31%	5	111%	12	16%***	19	12%
Качественные показатели	2011	%	2011	%	2011	%	2011	%	2011	%
RoAE*	1,6%	+0,8 п.п.	10,9%	-6,5 п.п.	10,6%	+4,6 п.п.	18,5%**	-2,6 п.п.	18,4%	-0,7 п.п.
RoAA	0,2%	+0,1 п.п.	1,1%	-0,8 п.п.	1,0%	+0,5 п.п.	2,1%**	-0,2 п.п.	2,0%	-0,2 п.п.
NIM	4,2%	-0,2 п.п.	4,1%	-0,4 п.п.	5,5%	-0,2 п.п.	5,5%	+0,2 п.п.	5,1%	-1,02 п.п.
C / I	71,8%	+12,4 п.п.	58,0%	+7,0 п.п.	50,8%	-2,0 п.п.	46,6%**	+3,1 п.п.	51,8%	+7,7 п.п.

Источник: данные банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

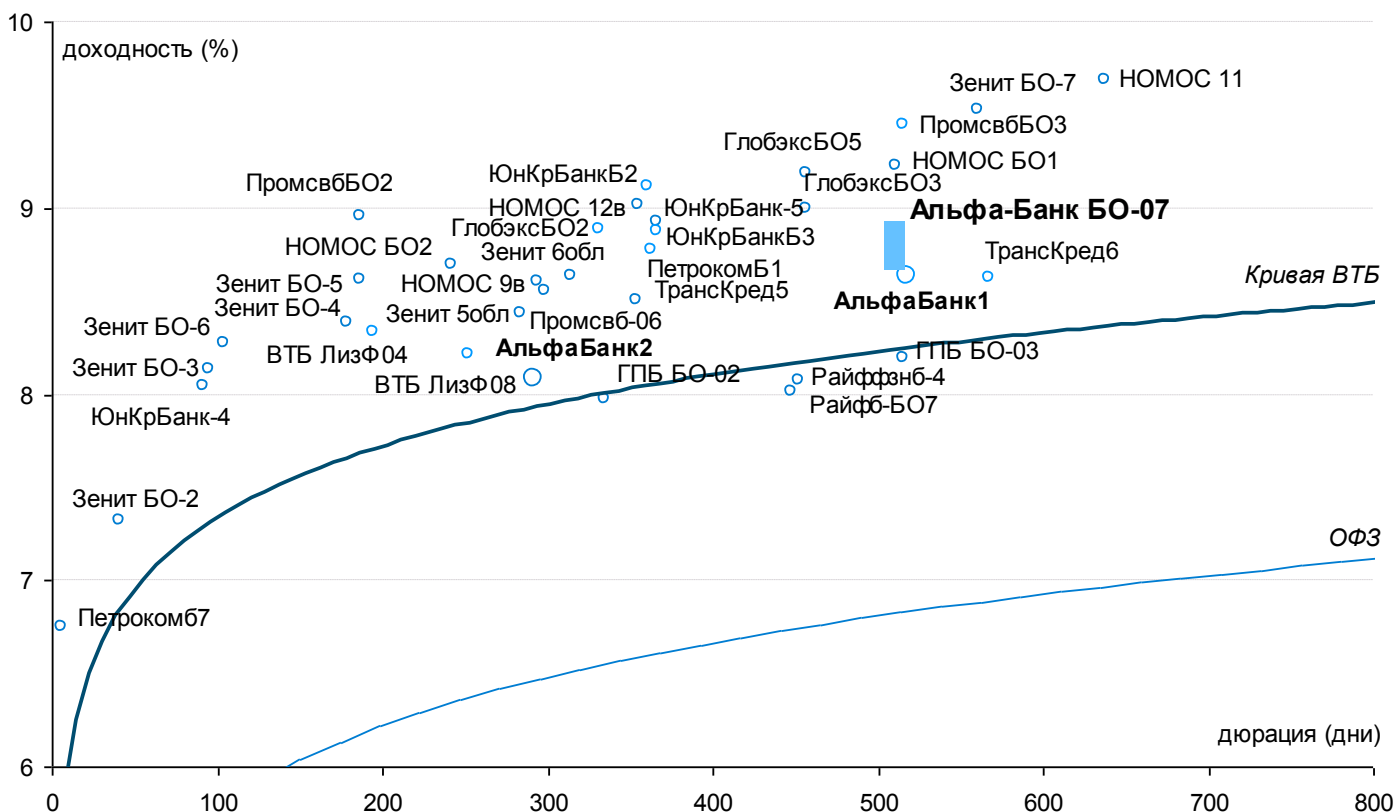
* RoAE для акционеров Группы НОМОС-БАНКа.

** Исключая разовые расходы на IPO в размере в 215 млн руб. С учетом расходов RoAE составил 18,2%, RoAA – 2,0%, Cost / Income – 47,2%.

*** Показатели указаны в предположении, что приобретение ХМБ произошло 1 января 2010 г.

**** Отчетность Альфа-Банка была переведена из долларов США в рубли для большей репрезентативности и возможности сравнения.

Доходности бумаг финансового сектора (средневзв.)



Елена Федоткова

РЕСО Гарантия (-/BB+/-).

Событие. Страховая компания РЕСО Гарантия планирует (предварительно) 30 августа 2012 г. начать сбор заявок на 10-летние облигации серии 02 объемом 5 млрд руб. Индикатив ставки 1 купона установлен в диапазоне 9,4-9,8% годовых, что соответствует доходности 9,62-10,04% годовых к 2-летней оферте. Бумаги отвечают критериям Ломбарда ЦБ. Размещение выпуска на ММВБ запланировано на 3 сентября 2012 г. Компания размещает облигации в целях рефинансирования оставшейся части кредита от ВТБ (4 млрд руб. (на 30.06.2012 г.)).

Также напомним, что РЕСО Гарантия на этой неделе провела встречу с инвесторами и аналитиками в рамках размещения облигаций, с основными моментами которой можно ознакомиться в нашем специальном обзоре: [«РЕСО Гарантия – итоги встречи с инвесторами»](#).

Комментарий. РЕСО Гарантия – новичок на публичном долговом рынке, кроме того, размещение облигаций страховой компании – явление редкое. Так, к примеру, в настоящее время в обращении находится единственный выпуск Росгосстраха. Учитывая, что размещение бондов для эмитента дебютное, остановимся более подробно на кредитном профиле компании.

Вкратце о РЕСО Гарантия.

РЕСО Гарантия – российская страховая компания, основанная в 1991 году и имеющая в настоящее время вторую в России по обширности агентскую сеть после Росгосстраха. Так, в компании работает свыше 20 тыс. агентов, филиальная сеть включает в себя более 780 филиалов и офисов продаж во всех регионах России. Продуктами и услугами РЕСО Гарантия пользуются более 9,1 млн клиентов – организаций и частных лиц.

По объему собираемых премий РЕСО Гарантия в 2011 г., по данным ФСФР, занимала 4 строчку в рейтинге российских страховых компаний после Ингосстраха, СОГАЗа, и Росгосстраха. Основным видом страхования, приносящим компании около 70% премий, является автомобильное страхование, в том числе КАСКО – 42%. При этом доля РЕСО Гарантия на рынке страхования на сегодняшний день составляет 6,8% (без учета ОМС), а на рынке КАСКО – 12,7%, что обеспечило компании 2 место в сегменте после Ингосстраха. Вместе с тем, темп роста сбора премий в 2011 г. у РЕСО Гарантия был выше, чем у конкурентов из Топ-5 – на 26% против 12% у Росгосстраха, 15% у СОГАЗа, 18% у ВСК. Немного быстрее рос лишь Ингосстрах – на 28%.

Основными акционерами РЕСО Гарантия являются ее основатели – братья Сергей и Николай

Саркисовы, которым принадлежит 54%. Также в капитал компании входит международная страховая группа AXA (Aa3/AA/AA-) с долей 37%, ЕБРР (Aaa/-/AAA) – 6% и 3% находится у топ-менеджмента. Отметим, что группа AXA, по данным эмитента, занимала в 2011 г. 2 место в мире по объему собранных страховых премий (около 86 млрд евро), а ее рыночная капитализация составляет порядка 22,9 млрд евро (на 30 июня 2012 г.). В сентябре 2011 г. РЕСО Гарантия объявила о приобретении 25% страховой компании ВСК и получила право на выкуп еще 25% акций. Компании рассматривали в будущем возможность слияния бизнеса – в результате, на рынке может появиться второй по величине игрок на страховом рынке России после Росгосстраха с долей порядка 11,3%.

Финансовый профиль.

Что касается финансового состояния РЕСО Гарантия, то оно является весьма устойчивым, что подтверждают цифры консолидированной отчетности группы за 2011 г. по МСФО (аудитор KPMG). Напомним, в 2011 г. общий объем собранных премий составил 49,7 млрд руб. («+26,5%» к 2010 г.), чистая прибыль – 3,6 млрд руб. («+8,2%»).

Мы считаем, что самостоятельный кредитный профиль РЕСО Гарантия является довольно крепким, в том числе и в свете возможного объединения с ВСК. Отметим, что данный факт также подтвердило своими действиями и агентство S&P, которое в январе 2012 г. пересмотрело прогноз по рейтингу компании («BB+») с «Негативного» на «Стабильный». Напомним, ранее, в октябре 2011 г., после того как РЕСО Гарантия объявила о сделке с ВСК, S&P изменило прогноз рейтинга на «Негативный», но убедившись, что устойчивости компании ничего не угрожает, «вернуло» его на прежний уровень. В частности, S&P отметило, что «финансирование сделки будет осуществляться за счет 5-летнего конвертируемого займа ЕБРР на 110 млн долл., а компания намерена предпринимать активные усилия по поддержанию необходимого уровня капитала, в связи с чем потенциальное давление покупки 25%+1 акция ВСК сокращается».

Финансовые показатели РЕСО Гарантия (МСФО)

млрд руб.	1кв.2012	1кв.2011	2011	2010	2011/2010, %	1кв.2012/ 1кв. 2011, %
Валовая премия	13,4	10,2	49,7	39,3	26,5	31,4
Чистые заработанные премии	10,7	8,5	37,8	31,9	18,4	25,5
Страховой результат	1,7	1,6	6,2	5,2	18,7	9,6
Прибыль до уплаты налога	1,5	1,6	4,5	4,2	5,6	-7,8
Чистая прибыль	1,2	1,3	3,6	3,3	8,2	-7,7
	1кв.2012	1кв.2011	2011	2010	2011/2010, %	1кв.2012/ 2011, %
Активы	81,7	n/a	83,9	60,9	37,6	-2,6
Денежные средства и их эквиваленты	2,5	n/a	2,1	5,8	-63,5	18,0
Финансовые активы	30,4	n/a	35,6	25,6	39,1	-14,5
Банковские депозиты	19,9	n/a	20,7	9,9	109,9	-4,3
Страховая дебиторская задолженность	12,8	n/a	11,0	8,3	32,5	15,6
	1кв.2012	1кв.2011	2011	2010	2011/2010, %	1кв.2012/ 2011, %
Собственный капитал	16,1	n/a	15,0	14,4	4,1	7,2
Резервы по страховым контрактам	41,3	n/a	38,6	30,1	28,2	7,0
Обязательства по соглашениям РЕПО	8,1	n/a	14,0	11,1	25,9	-42,5
Страховая кредиторская задолженность	4,6	n/a	4,3	3,0	43,8	7,1
Кредиты и займы	9,8	n/a	10,0	0,0	-	-2,9

Источник: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Место на долговом рынке.

Облигации единственной страховой компании Росгосстрах (-/-/-) серии 02 (УТР 9,6%/84 дн.) вряд ли могут послужить ориентиром для дебютных бумаг РЕСО-Гарантия в силу их короткой дюрации. Вместе с тем, по специфике бизнеса и рискам компания наиболее соотносима с эмитентами финансового сектора. Так, в настоящее время на рынке обращаются выпуски банков с сопоставимой рейтинговой оценкой «BB-/BB+»: Альфа-Банк (Ba1/BB/BVB-), Газпромбанк (Ba3/BB+/-), Банк ЗЕНИТ (Ba2/-/B+), Банк Петрокоммерц (Ba2/B+/-), Промсвязьбанк (Ba2/-/BB-), Банк Интеза (Ba1/-/-), ОТП Банк (Ba2/-/BB) и др. В свою очередь, мы считаем, что наилучшим образом для сравнения могут подойти выпуски Альфа-Банка, Банка ЗЕНИТ и Банка Петрокоммерц, которые также находятся в частной собственности, занимают передовые позиции на рынке среди российских негосударственных банков, более того, у этих банков в настоящее время проходят размещения выпусков облигаций, которые потенциально составляют конкуренцию бумагам РЕСО Гарантия.

По масштабам бизнеса (по активам, собственному капиталу) РЕСО Гарантия уступает сравниваемым банкам. При этом доля долга в пассивах у компании наиболее сопоставим с Банком Петрокоммерц и заметно меньше, чем у Альфа-Банка и Банка ЗЕНИТ, что, вероятно, объясняется спецификой страхового бизнеса: страховые компании, в отличие от банков, редко прибегают к заимствованиям для осуществления основной деятельности и привлекают денежные средства как правило на развитие

(филиальной и агентской сети, на сделки M&A и др.). Вместе с тем, маржинальность бизнеса у РЕСО Гарантия выше, чем у сравниваемых банков (см. таблицу).

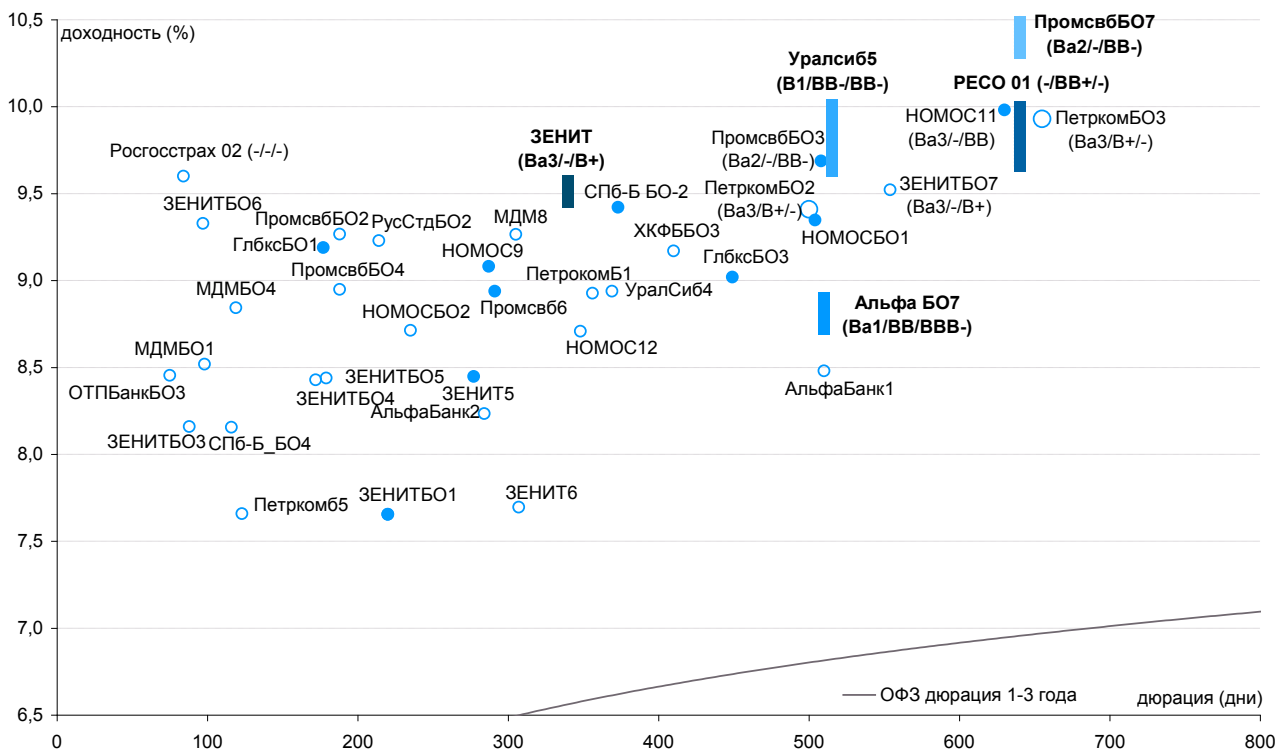
Финансовые показатели РЕСО и банков за 2011 г. (МСФО)

млрд руб.	Группа РЕСО	Альфа-Банк	Банк Петрокоммерц	Банк ЗЕНИТ
	-/BB+/-	Ва1/BB/BBB-	Ва3/В+/-	Ва3/-/В+
Активы	84	1 010	200	247
Соб. капитал	15	111	28	24
Долг	10	204	12	56
Соб. капитал/Активы	17,9%	11,0%	14,0%	9,7%
Долг/Пассивы	11,9%	20,2%	6,1%	22,7%
Чистая прибыль	4	19	0,4	3
RoAA	5,0%	2,0%	0,2%	1,1%

Источник: данные компании и банков, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

В целом, предлагаемая РЕСО Гарантия доходность находится на уровне крупнейших частных банков с рейтингом «BB-/BB» (спрэд кривой ОФЗ около 280-320 б.п.). Тем не менее, несмотря на то, что самостоятельный кредитный профиль эмитента является довольно надежным и в составе акционеров присутствуют крупные международные финансовые институты, для инвесторов в рублевые облигации риски банковского сектора более понятны (прозрачны), нежели страхового бизнеса. Кроме того, в развитие бизнеса РЕСО Гарантия некоторую неопределенность все же добавляет возможное объединение с ВСК. Таким образом, принимая во внимание все выше перечисленное, мы считаем, что облигации РЕСО Гарантия серии 01 с поправкой на дебют могут представлять интерес для инвесторов с доходностью ближе к верхней границе (от 9,9% годовых).

Доходности бумаг финансового сектора (22.08.2012 г.)



Александр Полотов

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 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.