

26 октября 2012 г.

Объем размещений на текущей неделе значительно ниже предыдущей – 52 млрд руб. против 112 млрд руб. Вместе с тем, большинство выпусков – новые, появившихся на этой неделе. Мы рекомендуем участвовать, прежде всего, в выпуске Ростелекома и Краснодарского края. Для инвесторов предпочитающих повышенные риски, мы считаем уровни, предложенные лизинговой компанией Европлан, вполне интересными.

## 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	Планируемая дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
ЛСР, 04	B2/-B	Да	5 000	-	26 окт	11,5-11,75% / 11,83-12,10%	-	2/5	от 12,0%
ХКФ Банк, БО-01 (вторич.)	Ba3/-BB-	Да	3 000	26 окт	29 окт	Mosprime3M+2% / 9,55-9,17% (цена 100-100,5%)	-	-1,5	-
<b>NEW</b> Европлан, 03	- / - / BB-	Да	3 000*	30 окт	1 ноя	11,25-11,75% / 11,57-12,10%	-	2/5	от 11,8%
<b>NEW</b> Связь-Банк, БО-01	-/BB/BB	Да	5 000	30 окт	1 ноя	9,0-9,25% / 9,20-9,46%	-	1/3	-
<b>NEW</b> Русфинанс Банк, БО-03	Ba1/-/BBB+	Да	4 000	30 окт	2 ноя	9,5-10,0% / 9,73-10,25%	-	2/3	от 9,9%
<b>NEW</b> Ростелеком, 15	-/BB+/BBB-	Да	5 000	1 ноя	7 ноя	8,45-8,70% / 8,63-8,89%	-	3/5	от 8,6%
<b>NEW</b> Ростелеком, 17			10 000						
<b>NEW</b> О'КЕЙ, 01	-/-/B+	Да	2 000	8 ноя	13 ноя	10,0-10,35% / 10,25-10,62%	-	3/5	-
<b>NEW</b> О'КЕЙ, 02			3 000						
<b>NEW</b> Краснодарский край, 34004	Ba1/-/BB+	Да	12 000	9 ноя	15 ноя	8,65-8,95% / 8,93-9,25%	-	аморт/2,42	от 9,0%
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
<b>NEW</b> PROMSV subd	Ba2/-/BB-	-	\$500 млн	n/a	n/a	n/a	-	n/a	-
<b>NEW</b> АКВARS	B1/-/BB-	-	n/a	n/a	n/a	n/a	-	n/a	-
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									
МКБ, БО-04 (вторич.)	B1/B+/BB-	Да	5 000*	18 окт	19 окт	10,25% / 10,5%	-	n/a	-1,5
Россельхозбанк, 17	Baa1/-/BBB	Да	10 000	18 окт	23 окт	8,45-8,65% / 8,63-8,84%	8,35-8,40% / 8,52	8,35% / 8,52%	2/10
Россельхозбанк, 18			5 000	19 окт	25 окт	8,35%	-		
ФСК, БО-01	Baa2/BBB/-	Да	10 000	19 окт	24 окт	8,2-8,4% / 8,37-8,58%	8,2-8,3% / 8,37-8,47%	8,1% / 8,26%	2,5/3
ФСК, 21			10 000			8,8-9,0% / 8,99-9,20%	-	8,75% / 8,94%	4,5/15
АКБ Российский Капитал, 03	-/-/B+	Да	3 000	19 окт	25 окт	10,5-11,0% / 10,78-11,30%	-	10,8% / 11,09%	1/3
Крайинвестбанк, БО-01 (вторич.)	-/B+/B+	Да	1 500	22 окт	23 окт	10,75-11,25% / 11,04-11,57%	-	n/a	1/1,5
Красноярский край, 34006	Ba2/BB+/BB+	Да	16 910	-	25 окт	8,82-9,30% / 8,70- 9,20%	-	9,0% / 8,89%	аморт/2,89
Банк Интеза, БО-01	Ba1/-/BB-	Да	3 000	23 окт	25 окт	9,5-10,0% / 9,73-10,25%	-	9,75% / 9,99%	1,5/3
Почта России, 02, 03, 04	-/BBB	Да	9 000 (по 3 млрд руб.)	23 окт	26 окт	8,7-8,9% / 8,89-9,1%	8,7-8,75% / 8,89-8,94%	8,7% / 8,89%	3/7
Роснефть, 04	Baa1/BBB-/BBB	Да	10 000	23 окт	29 окт	8,8-9,1% / 8,99-9,31%	8,5-8,6% / 8,68-8,78%	8,6% / 8,78%	5/10
Роснефть, 05			10 000						
Внешпромбанк, БО-02	B2/B/-	Да	3 000	24 окт	26 окт	11,75-12,25% / 12,10-12,63%	-	12% / 12,36%	1/3
ЮниКредит Банк, БО-04	-/BBB/BBB+	Да	5 000	24 окт	26 окт	9,2-9,5% / 9,41-9,73%	-	9,1% / 9,31%	2/3
ЮниКредит Банк, БО-05			5 000	24 окт	30 окт	9,1% / 9,31%	-	9,1% / 9,31%	
МОЭСК, БО-02	Ba2/BB/-	Да	5 000	25 окт	29 окт	8,9-9,0% / 8,99-9,2%	-	8,8% / 8,99%	-/3
Еврооблигации, ECP, аукционы, book building									
Brunswick Rail-17	Ba3/BB/-	-	\$600 млн	25 окт	25 окт	6,75-6,7%	6,5-6,75%	6,5%	-/5

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

\*по номиналу 5 000

**Комментарии к размещениям**

**NEW Ростелеком (-/BB+/BBB-)**

Текущий кредитный профиль компании не уступает большой тройке мобильных операторов. Дополнительное «За» - преимущественное участие государства в капитале. Выпуск выглядит интересным уже по нижней границе.

**NEW Европлан (-/-/BB-)**

Облигации эмитента на фоне других облигаций государственных и частных лизинговых компаний смотрятся интересными с доходностью от 11,8% годовых.

**NEW Русфинанс Банк (Ba1/-/BBB+)**

Учитывая предыдущее размещение Росбанка и розничный характер бизнеса Русфинанс Банка мы рекомендуем участвовать в новом займе банка на уровне от 9,9% годовых.

**NEW Промсвязьбанк (Ba2/-/BB-)**

После отмены IPO размещение субординированного выпуска становится все более актуальным. Вероятно, размещение пройдет на уровнях выше 10% годовых.

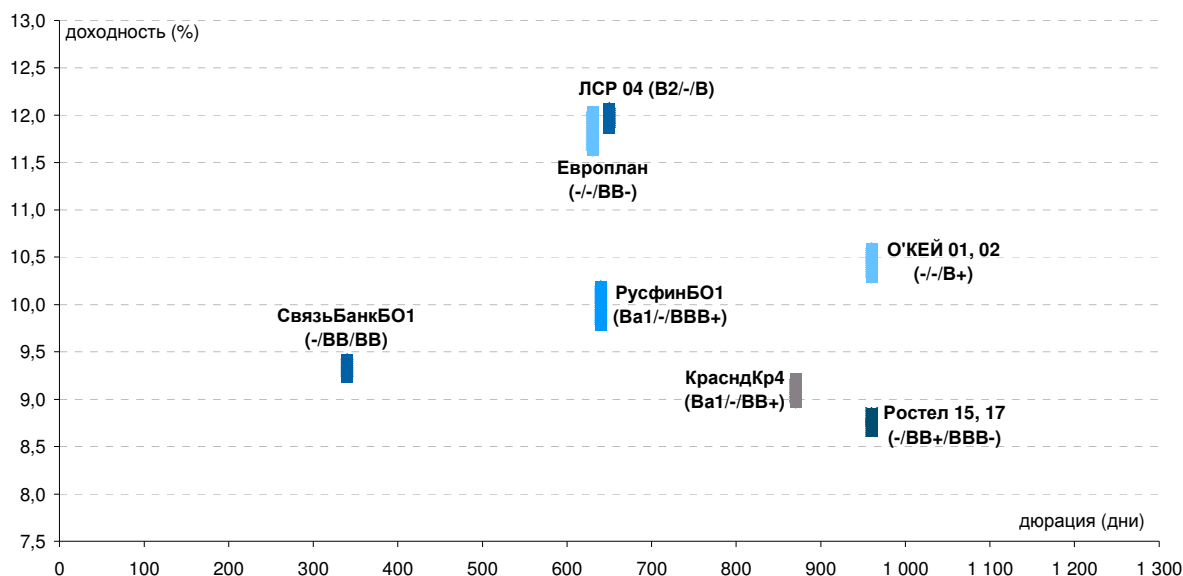
**NEW Краснодарский край (Ba1/-/BB+)**

Новые облигации края могут быть интересными с доходностью от 9% годовых на фоне недавно размещенных бумаг регионов рейтинговой группы «BB-/BB+». Конкуренцию им на первичном рынке может составить новый бонд Красноярского края, итоги размещения которого (25 октября) обозначат интерес инвесторов и уровни доходности и для Краснодарского края.

**ЛСР (B2/-/B)**

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

**Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг**



## Комментарии:

**NEW Ростелеком (-/BB+/BBB-)**

**Событие.** 31 октября Ростелеком открывает книгу на два выпуска облигаций серий 15 и 17 объемом 5 и 10 млрд руб. соответственно. Срок обращения 5 лет, оферта назначена через 3 года. Диапазон ставки купона – 8,45-8,70% годовых, что формирует доходность в 8,63-8,89%.

**Комментарий.**

Ростелеком на вторичном рынке на сегодняшний день представлен лишь выпускам, которые раньше значились за МРК. Ликвидность их на сегодняшний день минимальная. В свою очередь, Ростелеком, консолидированный с дочерними компаниями Связьинвеста, впервые выходит на долговой рынок. То есть отчасти можно считать текущее размещение дебютным.

**Кредитное качество не вызывает нареканий, однако долг, вероятно, будет расти.**

Кредитное качество, отчасти подтвержденное достаточно высокими кредитными рейтингами в целом не вызывает нареканий. По объему продаж в первом полугодии оператор опережает Мегафон и российский ВымпелКом. Учитывая, что все же около половины бизнеса регулируется тарифами, маржа уступает мобильным оператором. Вместе с тем, здесь нельзя говорить о различиях в десятках процентных пунктов. Так, если за первое полугодие EBITDA margin Мегафона составляла 41,4%, то у Ростелекома показатель был с минимальным отставанием – 40,5%. То есть сложившееся тарифное регулирование довольно комфортно для Ростелекома. Долг компании находится на уровне МТС и Мегафона, и, вполне ожидаемо, лучше показателей ВымпелКома. В ближайшей перспективе, вероятно, долг Ростелекома будет расти, учитывая наступающий пик планов по капитальным затратам в текущем и следующем году. Вместе с тем, мы не ждем роста соотношения Net Debt/EBITDA больше 2,0х.

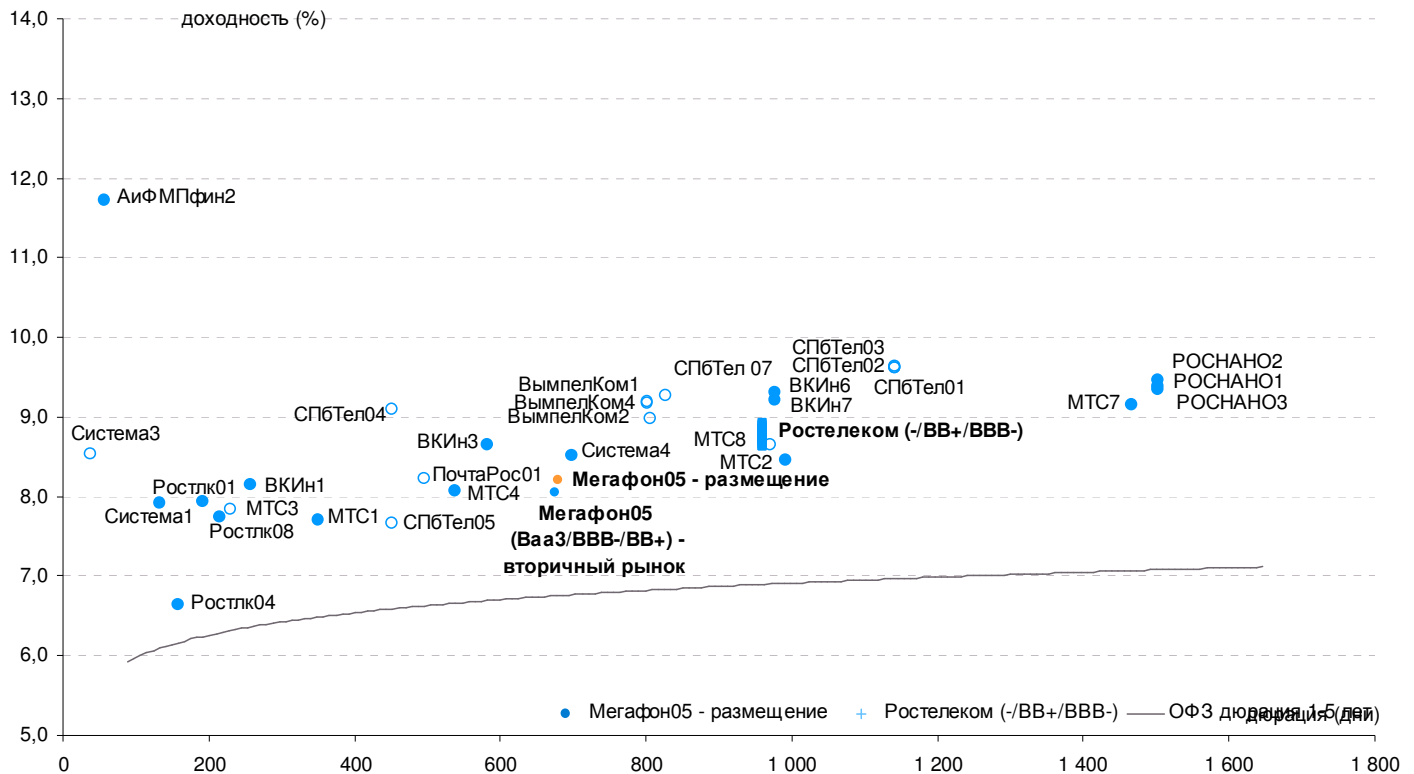
## Финансовые показатели операторов «большой тройки» и Ростелеком

млн долл.	МегаФон (US GAAP)		MTC (US GAAP)		VimpelCom Ltd. (Pro Forma)		Ростелеком	
	1H2011	1H2012	1H2012	1H2012	1H2011	1H2012	Изм., %	
Рейтинг (M/S&P/F)	Baa3 / BBB- / BB+		Ba2 / BB / BB+	Ba3 / BB / -	- / BB+ / BBB+			
<b>Выручка</b>	3 982	4 249	6 136	11 364	5 029	5 232	4,02	
<b>Операционный денежный поток</b>	1 615	1 686	2 274	2 958	na	na	-	
<b>OIBDA</b>	1,717	1,76	2,633*	4792	1 963	2 118	7,91	
<b>margin</b>	43,10%	41,40%	42,9%*	42,2%	39,0%	40,5%	1,5 п.п.	
<b>Чистая прибыль</b>	750	360	869*	806	669,37	764,88	14,27	
<b>margin</b>	18,8%	8,5%	14,2%	7,1%	34,1%	36,1%	2 п.п.	
	2011	1H2012	1H2012	1H2012	2011	1H2012	Изм., %	
<b>Денежные средства и их эквиваленты</b>	90	470	881	2 883	223	na	-	
<b>Банковские депозиты</b>	2 625	37	838	609	na	na	-	
<b>Долг</b>	1 357	5 295	7	26 559	5 077	na	-	
<b>краткосрочный</b>	230	1 596	1 104	2 384	2 452	na	-	
<b>долгосрочный</b>	1 127	3 663	6 241	24 175	2 625	na	-	
<b>Чистый долг</b>	-1 357	4 752	5 626	23 067	4 854	5 642	-6	
<b>Долг/OIBDA</b>	0,4	1,5	1,4*	2,8	1,3	na		
<b>Чистый долг/OIBDA</b>	отриц.	1,4	1,0*	2,4	1,2	1,5		

**Выпуск интерес уже по нижней границе. Размещение ниже изначально установленных ориентиров вполне возможно.**

Позиционирование нового выпуска Ростелекома, очевидно стоит проводить, на фоне размещения выпуска Мегафона, которые прошло вполне успешно, и бумага показала уверенный рост на вторичном рынке. Напомним, что доходность при первичном размещении составила 8,21%, а после выхода на вторичный рынок составляет 8,02%. То есть, премия к ОФЗ, учитывая дюрацию около 2 лет – около 100 б.п. Новый выпуск Ростелекома в свою очередь на нижней границе дает премию порядка 50 б.п., что мы считаем вполне справедливым уровнем. Стоит добавить преимущественно государственной участие. Вместе с тем, ажиотажный спрос на качественных эмитентов на текущем рынке позволяет прогнозировать размещение ниже обозначенных уровней. Здесь мы рекомендуем участвовать с доходностью до 8,5%.

Доходности облигаций



Игорь Голубев

NEW Европлан (-/BB-)

**Событие.** Лизинговая компания Европлан планирует с 29 по 30 октября 2012 г. провести сбор заявок на облигации серии 03 объемом 3 млрд руб. Индикатив 1 купона 11,25-11,75% годовых, доходность – 11,57-12,10% годовых к оферте через 2 года.

**Комментарий.** На этой неделе ЛК Европлан провела встречу с аналитиками в рамках готовящегося размещения облигаций, на которой менеджмент рассказал о последних изменениях в бизнесе компании, озвучив цифры финансовых результатов и обозначив свое видение на ситуацию в лизинговой отрасли в целом. Отметим, что на нас встреча произвела приятное впечатление в части открытости и полноты предоставляемой информации. Кроме того, она помогла восстановить в памяти особенности кредитного профиля ЛК Европлан, учитывая, что компания уже более года отсутствовала на долговом рынке. Напомним, ранее у Европлана в обращении уже был 3-летний амортизируемый выпуск серии 01 объемом 2 млрд руб., который эмитент своевременно погасил в 2011 г.

Что касается кредитного профиля ЛК Европлан, то мы считаем, его довольно устойчивым для лизинговой отрасли. Так, компания занимает 1 место в сегменте автомобильного лизинга, располагая довольно обширной и централизованной сетью дистрибуции из 80 филиалов, функционирование которой базируется на единой IT-платформе. При этом лизинговый портфель ЛК Европлан концентрирован на малом и среднем бизнесе, что обеспечивает хорошую диверсификацию по клиентам, соответственно финансовую устойчивость, которую компания продемонстрировал в кризисные 2008-2009 гг. – несмотря ни на что, бизнес оставался прибыльным. Кроме того, относительно неплохая ликвидность предметов лизинга (легковых автомобилей и грузовиков типа «Газель») позволили обеспечить низкую просрочку по портфелю (по итогам 1 пол. 2012 г. NPL (90+) – 0,07%; NPL (60+) – 0,52%). Вероятно, этому также способствовала уникальная система оценки рисков, разработанная ЛК Европлан, которая предполагает применение статистического скоринга при обработке заявок, а также метода расчета Expected Loss по Базелю II при формировании резервов.

Важно отметить, что источниками фондирования ЛК Европлан на стадии start up были кредиты от иностранных институциональных инвесторов и коммерческих банков, оказавших доверие компании, что было возможно благодаря довольно высокой прозрачности бизнеса (раскрытие отчетности по МСФО и US GAAP осуществляется уже на протяжении 13 лет) и уровню корпоративного управления, чему во многом поспособствовало наличие в составе основных акционеров международных фондов прямых инвестиций в лице Baring Vostok Private Equity Funds (61,3%) и Capital International Private Equity Fund (25%). В свою очередь, акционеры ЛК Европлан оказали поддержку компании в кризисный 2009 г.,

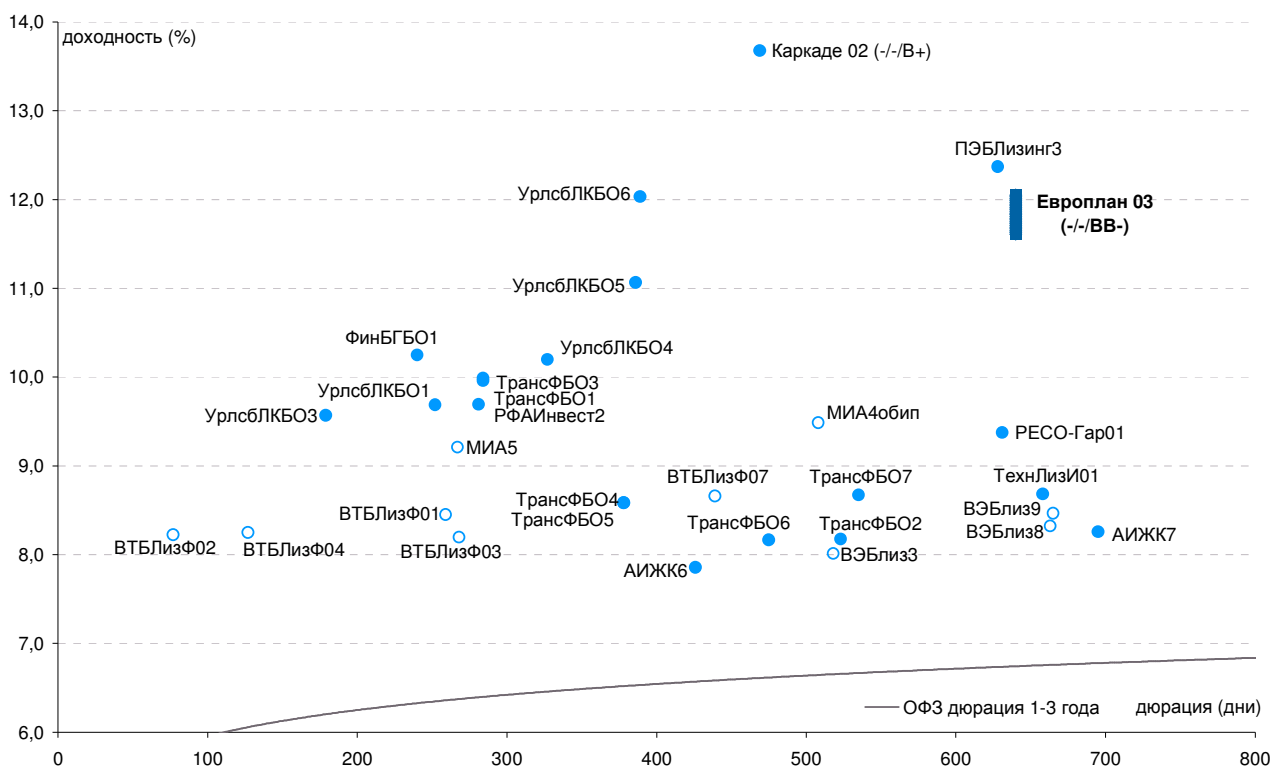
конвертировав субординированный заем в капитал, хотя, по информации менеджмента, необходимости в этом не было, но добавило уверенности кредиторам в устойчивости компании. В итоге, в настоящее время у ЛК Европлан высокая капитализация и комфортный уровень долговой нагрузки, что является важными факторами финансовой устойчивости. Отметим, что на отрезке до 2 лет (ср.срок лизингового портфеля) у компании отсутствует разрыва ликвидности – лизинговые платежи перекрывают стоимость обслуживания долга, а активы – обязательства.

Вместе с тем, к рискам кредитного профиля ЛК Европлан можно отнести конкуренции на рынке со стороны госкомпаний, располагающих необходимой инфраструктурой, самое главное, более «длинным» и дешевым фондированием. Кроме того, некоторый дискомфорт может добавить сложная юридическая структура группы и желание компании развивать другие направления деятельности (страхование, кредитование), что может потребовать отвлечения от основного бизнеса денежных ресурсов.

С более подробным комментарием кредитного профиля ЛК Европлан можно будет ознакомиться в нашем специальном обзоре, который выйдет на следующей неделе.

Предложенный ЛК Европлан индикатив доходности (11,57-12,10% годовых) по новым бумагам предлагает премию более 300 б.п. к облигациям госкомпаний (ВЭБ-лизинг (-/BBB/BBB), ВТБ-лизинг (-/BBB/-)), что, в целом, на наш взгляд, является достаточной компенсацией за разницу в характеристиках кредитного профиля и кредитных оценок. Что касается облигаций частных лизинговых компаний, то наиболее сопоставимый выпуск Каркаде (-/-/В+) серии 02 является низко неликвидным, поэтому вряд ли может выступить хорошим ориентиром для позиционирования. Тем не менее, средневзвешенная доходность этих бондов за последние две недели составляет 13,66% годовых при дюреции 469 дн., то есть премия к новым облигациям ЛК Европлан более 200 б.п. Учитывая все выше перечисленное, мы считаем, что новые облигации ЛК Европлан могут представлять интерес с доходностью от 11,8% годовых.

Распределение доходностей бумаг финансового сектора



Александр Полотов

**NEW Русфинанс Банк (Ba1/-/BBB+)**

**Событие.** Русфинанс Банк откроет 29 октября книгу заявок по займу серии БО-03 на сумму 4 млрд руб. Ориентир по ставке купона – 9,5-10,0%, что соответствует 9,73-10,25% к ofercie через 2 года. Дата закрытия книги – 30 октября. Предварительная дата размещения – 2 ноября 2012 года.

**Комментарий.** В настоящее время дочки банков-нерезидентов довольно активны. Так, сейчас в наличии предложение от ЮниКредит Банка (-/BBB/BBB+) на 5 млрд руб. с доходностью 9,41-9,73% к ofercie через 2 года и от Банка Интеза (Ba1/-/-) на 3 млрд руб. с УТР 9,73-10,25% с offerтой через 1,5 года. Кроме того в начале сентября разместился «материнский» для Русфинанс Банка Росбанк (Baa3/-/BBB+) с доходностью 9,52% к ofercie через 2 года. И хотя сейчас облигации данного выпуска торгуются где-то на уровне УТР 9,21%, их ликвидность довольно слабая, поэтому для нового выпуска Русфинанс Банка мы бы в первую очередь ориентировались на сложившиеся уровни размещения. У самого Русфинанс Банка сейчас в обращении 6 выпусков, однако их сложно назвать ликвидными, хотя они и входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ.

Напомним, что Русфинанс Банк специализируется на автокредитовании – на него на конец 2011 года (более поздние данные по МСФО отсутствуют) приходилось более 74% кредитного портфеля. При этом стоит иметь ввиду, что эмитент очень зависим от фондирования со стороны связанных сторон – порядка 44% (по МСФО) пассивов представляет собой финансирование от Societe Generale и других аффилированных структур. На средства клиентов приходится более чем скромные 10%, на оптовое фондирование в виде выпущенных ценных бумаг – 13%. Новый заем позволит кредитной организации повысить диверсификацию источников привлекаемых средств.

На наш взгляд, Русфинанс Банк при размещении должен обеспечивать премию к бумагам «материнского» банка около 40-50 б.п., что связано с разницей в рейтингах, более высокой значимостью бизнеса Росбанка для SG, чем Русфинанс Банка, «розничным» характером бизнеса последнего и, соответственно, более высокими рисками, а также разницей в дисконтах при РЕПО с ЦБ (Росбанк – 12,5%, эмитент – 17,5%). Таким образом, участие в выпуске Русфинанс Банка интересно на уровне от 9,9% годовых.

**Финансовые показатели Русфинанс Банка по МСФО**

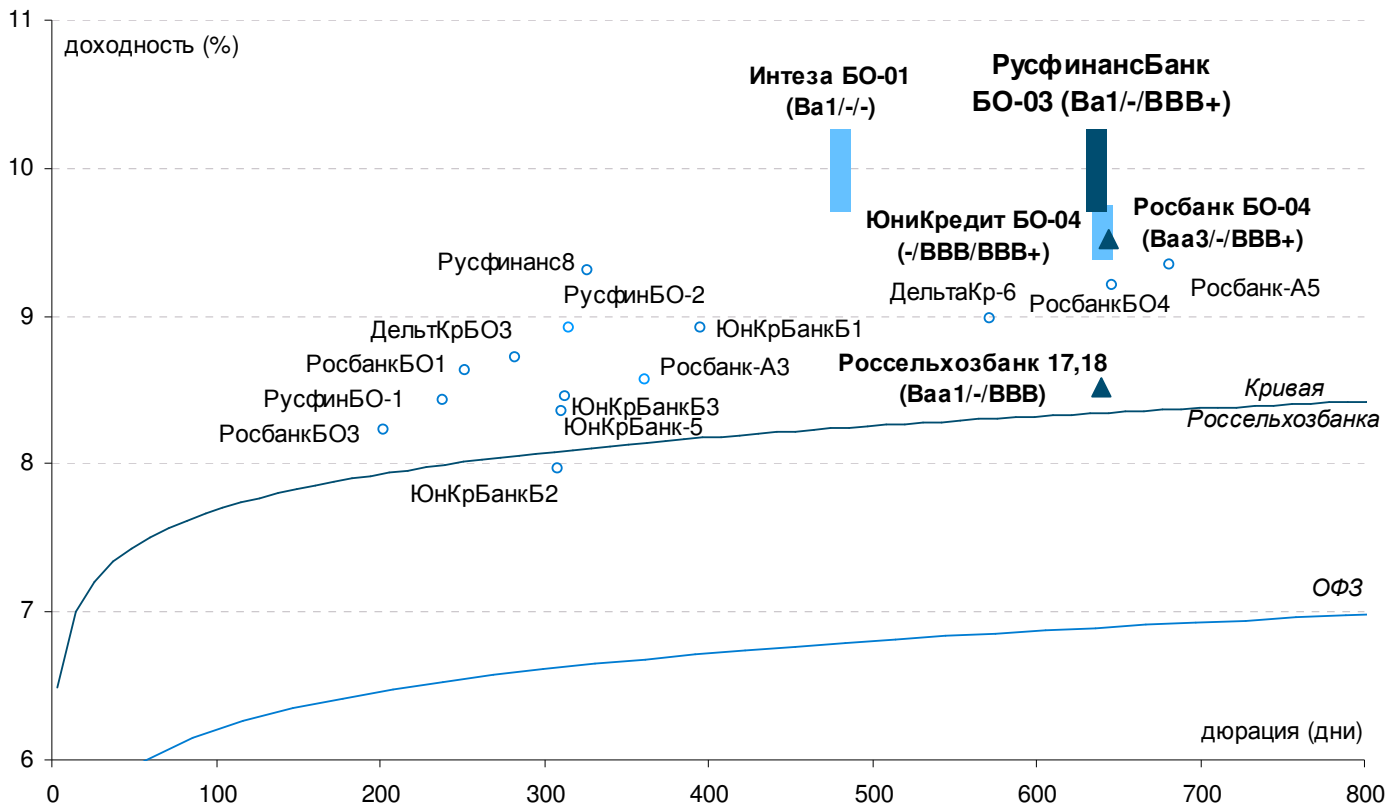
	Русфинанс Банк млн руб.				
	Ba1/-/BBB+				
Рейтинги	52				
Место в ранжировании на 1 июля 2012 года	52				
Балансовые показатели		2009	2010	2011	2011 / 2010
Активы		77 081,3	82 822,1	96 647,0	17%
Денежные средства и их эквиваленты		1 940,0	3 491,5	3 756,7	8%
	Доля в активах	2,5%	4,2%	3,9%	-
Ссуды, предоставленные клиентам		73 662,9	77 745,2	91 163,6	17%
Ссуды, предоставленные клиентам (gross)		83 874,6	90 318,9	103 842,7	15%
	Доля в активах	96%	93,9%	94,3%	-
	NPL (>90дн.)*	2,6%	1,7%	1,1%	-
	Резервы	12,2%	13,9%	12,2%	-
	Ссуды / Средства клиентов	29,6	13,6	9,5	-
Финансовые активы		0%	5,0	12,0	140%
	Доля в активах	0%	0%	0%	-
Средства клиентов		2 492,4	5 722,8	9 549,4	67%
	Доля в активах	3%	6,9%	9,9%	-
Капитал		15 742,3	19 778,1	24 058,6	22%
	Доля в активах	20,4%	23,9%	24,9%	-
Total Capital Adequacy Ratio		20,5%	24,6%	25,1%	-
Показатели прибыльности		2009	2010	2011	2011 / 2010
Чистый процентный доход		12 039,6	12 261,1	12 128,0	-1%
Комиссионные доходы		498,3	657,3	682,0	4%
Формирование резерва		-5 484,3	-2 560,0	-1 060,1	-59%
Операционный доход**		12 545,4	12 889,0	12 670,1	-2%
Операционный расход		-4 793,9	-5 160,3	-6 022,3	17%
Прибыль		1 617,9	4 036,3	4 413,6	9%
Качественные показатели деятельности		2009	2010	2011	2011 vs 2010
RoAA		2,0%	5,0%	4,9%	-0,1%
RoAE		10,8%	22,7%	20,1%	-2,6%
NIM		15,8%	16,2%	14,3%	-1,8%
Cost / Income		38,2%	40,0%	47,5%	7,5%

\* не учитывает NPL, которые были зарезервированы

\*\* прибыль до налогообложения + формирование резервов + операционный расход

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Распределение доходностей бумаг финансового сектора (средневзв.)



Елена Федоткова

**NEW** Промсвязьбанк (Ba2/-/ВВ-)

**Событие.** Промсвязьбанк планирует разместить субординированные еврооблигации в долларах США. Road-show пройдет 23-26 октября.

**Комментарий.** Напомним, что ранее Промсвязьбанк планировал провести IPO, однако после его отмены, сославшись на предложенный низкий уровень цены со стороны инвесторов, банк, видимо, перешел к попытке пополнить капитал за счет субординированного выпуска. Отметим, что на 1 октября Н1 (по РСБУ) составил более чем скромные 10,61%. Учитывая соотношение на 1 октября капиталов 1 и 2 уровней у банка, объем субординированного займа не превысит 630 млн долл., и таким образом банк исчерпает возможность пополнения капитала через субординированные выпуски и идея привлечения акционерного капитала опять станет актуальной. Впрочем, сама напряженность с пополнением капитала все же спадет.

В связи с тем, что сейчас привлечение субординированного выпуска для банка, по сути, осталось единственной альтернативой (пополнение собственных средств за счет прибыли не дает возможности уровню достаточности собственных средств переступить планку в 11%), на наш взгляд, эмитент при размещении не будет «жадничать» и предложит инвесторам интересную ставку. Из последних (октябрь 2012 года) субординированных выпусков стоит отметить (см. график) успешные размещения HCFB-20 и RusStand-18, а также займы Bank SPB-18, Sber-22 и GPBank subd. На наш взгляд, размещение Промсвязьбанк пройдет на уровнях выше ХКФ-Банка и текущих торгов последнего выпуска НОМОС-БАНКа, и ниже Банка Русский Стандарт. Таким образом, при срочности выпуска около 5,5 лет, стоит ожидать, что доходность по субординированному выпуску сложится выше 10%.

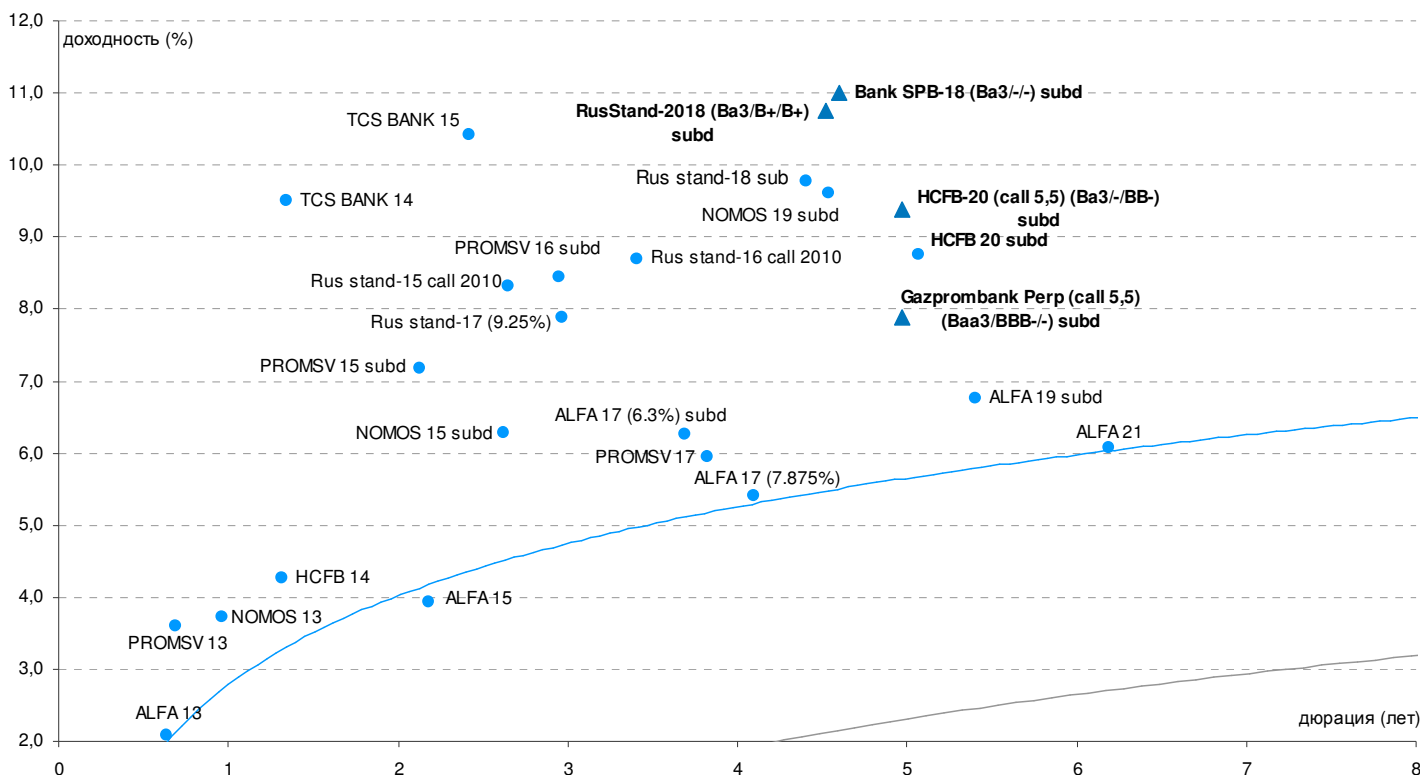
Финансовые показатели Промсвязьбанка по МСФО

Показатели отчетности, млрд руб.	2011	1H 2011	1H 2012	Изменение за 1 пол.'12
Активы	562,55	484,70	611,07	9%
Кредиты (net)	396,14	323,80	445,47	12%
Кредиты (gross)	425,35	360,41	470,74	11%
доля в активах	70,4%	66,8%	72,9%	---
NPL (>90дн.)	5,7%	8,1%	4,6%	---
Покрытие NPL резервами	120,5%	125,4%	116,9%	---
Кредиты / Средства клиентов	1,17	1,11	1,16	---
уровень резервов	6,9%	10,2%	5,4%	---
Вложения в финансовые активы	67	58	52	-22%
доля в активах	11,8%	12,0%	8,5%	---
Средства клиентов	338,60	290,96	384,41	14%
доля в активах	60,2%	60,0%	62,9%	---
Коэффициент достаточности общего капитала	13,9%	13,9%	13,2%	---
Чистые процентные доходы (до резервов)	23,64	9,37	14,10	50,5%
Прибыль	5,22	1,16	3,77	224,5%
<b>Качественные показатели деятельности*</b>	<b>2011</b>	<b>1H 2011</b>	<b>1H 2012</b>	<b>Изменение за 1 пол.'12</b>
Рентабельность собственных средств	10,6%	5,1%	13,5%	8,3%
Рентабельность активов	1,0%	0,5%	1,3%	0,8%
C / I	50,8%	59,6%	52,5%	-7,1%
NIM	5,5%	4,8%	5,8%	1,0%

\* показатели рассчитаны по методологии НОМОС-БАНКа

Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Распределение доходностей еврооблигаций финансового сектора (средневзв.)



Елена Федоткова

**NEW** Краснодарский край (Ba1/-/BB+)

**Событие.** Министерство финансов Краснодарского края планирует 7 ноября начать сбор заявок на 5-летние облигации серии 34004 объемом 12 млрд руб. Закрытие книги планируется 9 ноября, размещение на ММВБ – 15 ноября. Ориентир ставки 1 купона установлен на уровне 8,65-8,95% годовых, что соответствует доходности 8,93-9,25% годовых при дюрации 2,42 года (выпуск с амортизацией).

**Комментарий.** В настоящее время у Краснодарского края в обращении находится два выпуска облигаций серий 34002 объемом 1,5 млрд руб. (YTM 6,89%/53 дн.) и 34003 (YTM 8,21%/498 дн.), но они неликвидные, поэтому их уровни вряд ли могут быть репрезентативными при позиционировании новых бумаг.

Вместе с тем, на рассматриваемом отрезке дюрации торгуются облигации регионов, недавно размещенных на первичном рынке, в которых еще сохраняется ликвидность, при этом близких к Краснодарскому краю по уровню рейтингов «BB-/BB+»: Самарская область (Ba1/BB+/-) серии 35008 (YTM 8,42%/636 дн.), Белгородская область (Ba1/-/-) серии 34006 (YTM 8,8%/835 дн.), Нижегородская область (Ba2/-/BB-) серии 34008 (YTM 9,42%/1233 дн.) и др. Эти выпуски формируют спрэд к кривой ОФЗ порядка 185-245 б.п.

В свою очередь, из представленного перечня регионов в большей степени с Краснодарским краем сопоставима Самарская область, а именно – по кредитным рейтингам, масштабу бюджета (в 2012 г. по плану 198 млрд руб. против 110 млрд руб. соответственно), уровню долговой нагрузки (Госдолг/Соб.доходы – 35,3% против 36,1%). Учитывая названные различия и сходства кредитных профилей регионов, мы считаем, что новые бонды Краснодарского края должны размещаться на уровнях, близких к облигациям Самарской области (со спрэдом к кривой ОФЗ около 190-200 б.п.).

Вместе с тем, на первичном рынке солидную конкуренцию Краснодарскому краю может составить выпуск Красноярского края (Ba2/BB+/BB+) серии 34006, предложивший рекордный для субъектов РФ объем в 16,91 млрд руб., размещение которого намечено на 25 октября 2012 г. Ставка 1 купона будет определяться на конкурсе, при этом эмитент ориентирует инвесторов на доходность 8,7-9,2% годовых при дюрации 2,89 года. Отметим, что Красноярский край уступает Краснодарскому по размеру бюджета (130 против 198 млрд руб. соответственно), чему во многом способствовали возросшие в последние годы трансферты федерального центра, выделяемые, в том числе для подготовки к Зимним Олимпийским играм 2014 г. в Сочи (безвозмездные перечисления занимают до 35% доходов против 17% у Красноярского края). Поэтому, что касается собственных доходов регионов, разница выглядит уже не столь существенной (128 против 108 млрд руб. соответственно). В свою очередь, долговая нагрузка Красноярского края по итогам 8 мес. 2012 г. была ниже – соотношение Госдолг/Соб.доходы составило 14,4% против 35,3% у Краснодарского края. В целом же следует отметить невысокий уровень долговой нагрузки у обоих краев в сравнении с другими субъектами РФ, но после размещения бондов соотношение Госдолг/Соб.доходы у Краснодарского края возрастет до 49,1%, у Красноярского края – только до 29,6%, что является более комфортным уровнем. Таким образом, мы считаем, что при прочих равных условиях (масштабе бюджета, кредитных рейтингах и др.), облигации Краснодарского края должны нести премию к бумагам Красноярского края 20-30 б.п. за разницу в долговой нагрузке и большую финансовую зависимость от федерального бюджета. На наш взгляд, участие в размещении бондов как Красноярского, так и Краснодарского краев представляет интерес, причем в первом случае, с доходностью от 8,8% годовых, во втором, – от 9% годовых. В то же время обращаем внимание, что размещение облигаций Красноярского края (25 октября) станет хорошим ориентиром для нового выпуска Краснодарского края.

Напомним основные моменты кредитного профиля Краснодарского края:

- Краснодарский край входит в состав Южного федерального округа, территория которого составляет около 75,5 тыс. кв. км (или 0,4% от всей территории РФ), где проживает более 5,28 млн чел. (около 3,7% населения страны), занимая 3 место среди субъектов РФ по числу жителей после Москвы и Московской области.
- По размеру ВРП Краснодарский край в 2010 г. находился на 8 месте среди 83 субъектов РФ с 1,0 трлн руб.,
- В Краснодарском крае в силу климатических условий традиционно наиболее развит аграрный сектор, соответственно – и пищевая промышленность, которая обеспечивает около 47% обрабатывающего производства региона.
- Краснодарский край располагает одним из крупнейших среди регионов страны бюджетом (в 2012 г. запланирован в объеме 198 млрд руб.), при этом собственные доходы ожидаются в размере 128 млрд руб. (или 65%). Таким образом, у края можно отметить довольно высокую зависимость от безвозмездных перечислений из федерального бюджета, что в свете крупномасштабной подготовки региона к Зимней Олимпиаде 2014 г. в Сочи выглядит вполне логичным. Исполнение доходных статей бюджета Краснодарского края по итогам 8 мес. 2012 г. находится на хорошем уровне (66% от плана), хотя собственные доходы региона несколько отстают от безвозмездных поступлений (исполнены на 64% против 71% соответственно). Что касается исполнения расходных статей, то оно было на низком уровне (только на 54% от плана), вероятно, поэтому у края бюджет за 8 мес. 2012 г. был профицитным (3,2 млрд руб.), хотя в целом по году он утвержден со значительным дефицитом в 38,9 млрд руб. (или 19,6% доходов), источниками финансирования которого будут: выпуск облигаций

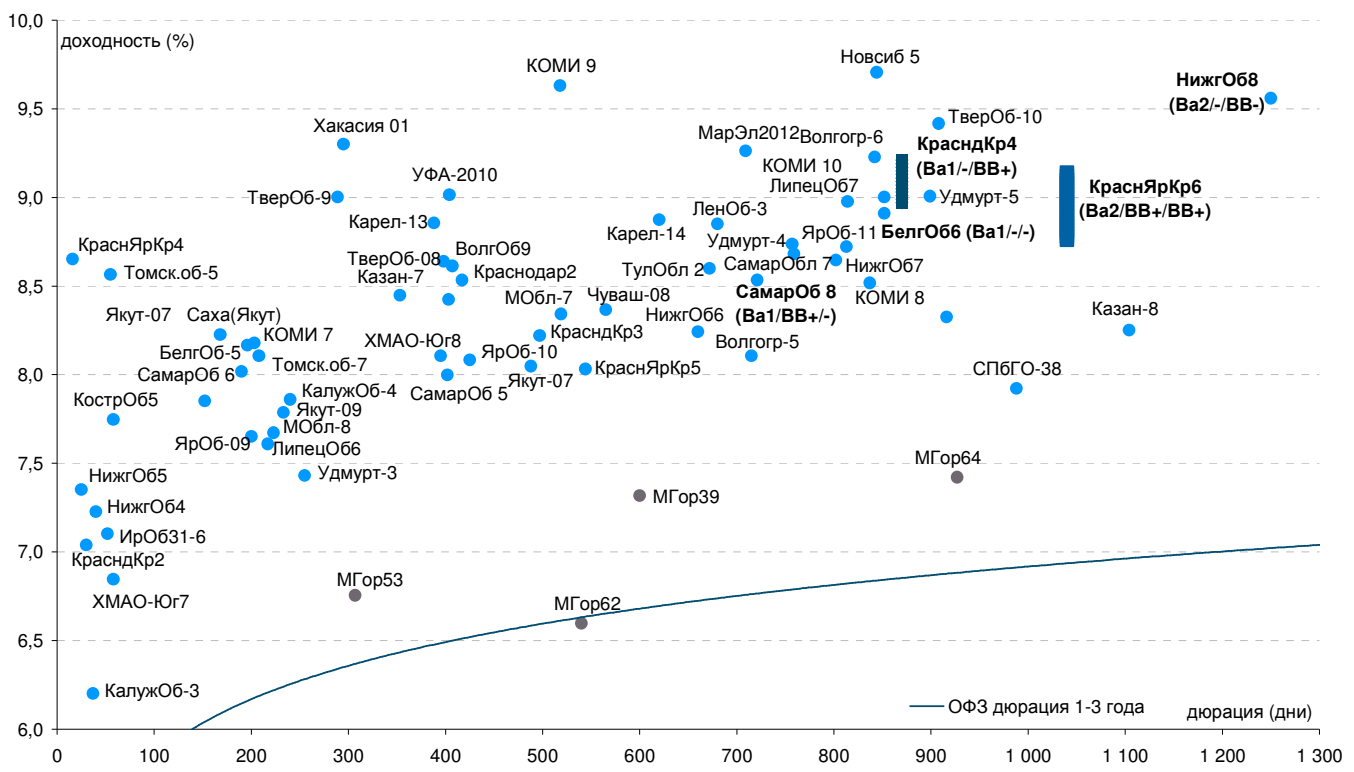
(12 млрд руб.), а также банковские кредиты (5,6 млрд руб. с учетом рефинансирования) и бюджетные кредиты (14,5 млрд руб.), переходящие остатки денежных средств на счетах (6,9 млрд руб.). В результате, долговая нагрузка Краснодарского края может значительно возрасти – доля госдолга в собственных доходах, по нашим оценкам, составит порядка 50-55% против 35% на 1 сентября. 2012 г. (43,3 млрд руб.), но, в целом, останется умеренной. Вместе с тем, большая часть госдолга края – это бюджетные кредиты (37,4 млрд руб. или 86,4% долга) со сроком погашения от 1 до 4 лет, которые, вероятно, предоставляются федеральным центром для подготовки инфраструктуры региона к Зимней Олимпиаде 2014 г.

Основные бюджетные показатели сравниваемых регионов, млрд руб.

Регионы	Рейтинг	Доходы		Соб. Доходы		Доля соб. дох-в в дох-х		Расходы		Дефицит		Госдолг 8М'12	Госдолг/Соб.дох-ы 8М'12*
		'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12	'12П	8М'12		
Краснодарский край	Ba1/-/BB+	198,1	131,5	128,4	81,8	64,8%	62,2%	237,0	128,3	-38,9	3,2	43,3	35,3%
Красноярский край	Ba2/BB+/BB+	129,8	89,8	108,3	74,0	83,4%	82,4%	171,9	95,6	-42,1	-5,8	15,99	14,4%
Самарская область	Ba1/BB+/-	109,7	76,1	95,6	64,9	87,1%	85,3%	121,0	66,9	-11,3	9,2	35,2	36,1%
Нижегородская область	Ba2/-/BB-	96,9	66,1	77,8	52,9	80,3%	80,0%	113,7	72,9	-16,8	-6,8	32,96	41,5%
Белгородская область	Ba1/-/-	66,9	41,4	49,4	28,1	73,8%	67,9%	70,9	39,8	-4,0	1,6	29,99	71,1%

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

Доходности бумаг субъектов РФ и муниципальных образований (22.10.2012 г.)



Александр Полютков

ЛСР (B2/-/B)

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

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

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

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

[http://www.nomos.ru/upload/iblock/ae3/credit\\_special\\_RSG\\_LSR\\_25092012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/ae3/credit_special_RSG_LSR_25092012.pdf)

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

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

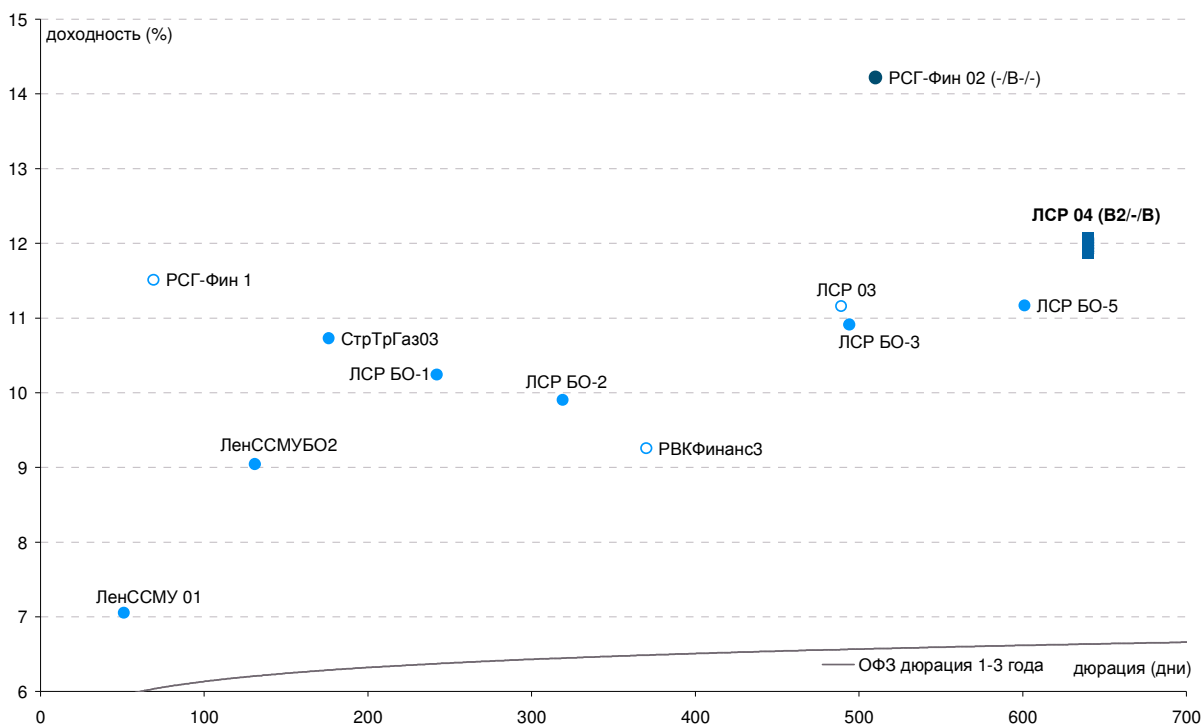
Таким образом, принимая во внимание последние итоги размещений облигаций компаний строительного сектора, в том числе собственных бумаг, сложившиеся спрэды по обращающимся облигациям ЛСР на вторичном рынке, мы считаем, что новый выпуск эмитента может представлять интерес с доходностью ближе к 12% годовых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

#### Финансовые показатели ЛСР (МСФО)

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

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

**Доходности бумаг строительного сектора (18.10.2012 г.)**



*Александр Полютков*

**Аналитический департамент**

Тел. (495) 797-32-48  
Факс. (495) 797-52-48  
research@nomos.ru

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов  
Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA  
Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин  
Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru  
Игорь Нуждин  
Nuzhdin\_IA@nomos.ru

**Макроэкономика**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru  
Ольга Ефремова  
Efremova\_OV@nomos.ru

**Банки**

Андрей Михайлов, FCCA  
Mikhajlov\_AS@nomos.ru

**Долговой рынок**

Ольга Ефремова  
Efremova\_OV@nomos.ru

**Кредитный анализ**

Игорь Голубев  
IGolubev@nomos.ru

**Алексей Егоров**

Egorov\_AVi@nomos.ru

**Александр Полютов**

Polyutov\_AV@nomos.ru

**Елена Федоткова**

Fedotkova\_EV@nomos.ru

Настоящий документ предоставлен исключительно в порядке информации и не является предложением о проведении операций на рынке ценных бумаг, и в частности, предложением об их покупке или продаже. Настоящий документ содержит информацию, полученную из источников, которые НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк рассматривают в качестве достоверных. Однако НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не могут гарантировать абсолютную точность, полноту и достоверность такой информации и не несут ответственности за возможные потери клиента в связи с ее использованием. Оценки и мнения, представленные в настоящем документе, основаны единственно на заключениях аналитиков банков в отношении анализируемых ценных бумаг и эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано и не зависит от содержания аналитических обзоров, которые они готовят, или от существа даваемых ими рекомендаций.

НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники не несут ответственности за инвестиционные решения клиента, основанные на информации, содержащейся в настоящем документе. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк, их руководство и сотрудники также не несут ответственности за прямые или косвенные потери и/или ущерб, возникший в результате использования клиентом информации или какой-либо ее части при совершении операций с ценными бумагами. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не берут на себя обязательств регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящем документе, или исправлять возможные неточности. Сделки, совершенные в прошлом и упомянутые в настоящем документе, не всегда являются индикативными для определения результатов будущих сделок. На стоимость, цену или величину дохода по ценным бумагам или производным инструментам, упомянутым в настоящем документе, могут оказывать неблагоприятное воздействие колебания обменных курсов валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, в связи с чем, клиенту необходимо проводить собственный анализ рынка и исследование надежности российских эмитентов до совершения сделок.

Настоящий документ не может быть воспроизведен полностью или частично, с него нельзя делать копии, выдержки из него не могут использоваться для каких-либо публикаций без предварительного письменного разрешения НОМОС-БАНКА и Ханты-Мансийского банка. НОМОС-БАНК и Ханты-Мансийский банк не несут ответственности за несанкционированные действия третьих лиц, связанные с распространением настоящего документа или любой его части.