

27 июля 2012 г.

Текущую неделю сложно назвать успешной для российского рынка рублевых облигаций. Так, ВТБ и КБ Ренессанс Капитал, анонсировавшие еще на прошлой неделе размещения своих бондов, причем первый на весьма солидную сумму в 25 млрд руб., перенесли их на неопределенный срок, сославшись на «ухудшившуюся конъюнктуру». Вместе с тем, итоги торговой сессии четверга и общая ситуация на мировых площадках позволяют рассчитывать, по крайней мере, на кратковременную «оттепель», которая даст новый «глоток воздуха» первичному рынку облигаций. Что касается ВТБ, то, несмотря на отложенное размещение рублевых бондов, банк довольно успешно отметился на внешнем рынке, выйдя с дебютным для российских эмитентов так называемым «вечным» евробондом (см. наш комментарий ниже в разделе «Итоги последних размещений»).

В свою очередь, по-прежнему в списке «размещаемых» числится дебютный выпуск Свяznego Банка, который вопреки всем перипетиям на торговых площадках утвердил время сбора заявок и дату размещения бумаг. На наш взгляд, выпуск интересен для инвесторов, готовых брать на себя повышенные риски. Составить «компанию» Связному Банку на первичном рынке также решил КБ ДельтаКредит, безусловно, предлагая бумаги с меньшими рисками, причем на выбор даются выпуски объемом 3-5 млрд руб., в зависимости от аппетита инвесторов. Мы рекомендуем участие в размещении ДельтаКредита с доходностью от 9,7% годовых к оферте 1 год.

Отметим, что до сих пор нет информации об итогах book building по биржевым облигациям НЛМК БО-04, хотя заявки на покупку принимались еще 23-24 июля. По неофициальной информации, размещение перенесено. Не появилась ясность и в отношении книги заявок на биржевые облигации Татфондбанка БО-7, открытие которой было запланировано на июль.

Календарь событий первичного рынка

Облигации, аукционы, book building

Выпуск	Рейтинг эмитента, M / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие книги заявок	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
НЛМК БО-04	Вaa3 / BBB- / BBB-	Да	5 000	24 июл	30 июл	8,15-8,35% / 8,32-8,52%	-	2 / 3	от 8,4%
Татфондбанк, БО-07	B3 / - / -	Да	2 000		июл	12,25-12,75% / 12,64% -13,17%	-	1 / 3	от 12,9%
NEW ДЕЛЬТА КРЕДИТ	Вaa3 / - / -	Да	3 000-5 000	1 авг	3 авг	9,25-9,75% / 9,46-9,99%	-	1 / 3	от 9,7%
Связной Банк 01	B3 / - / -	Да	2 000	3 авг	7 авг	13,75-14,25% / 14,22-14,76%	-	1 / 3	от 14,7%

Прошедшие размещения

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

ВТБ БО-8, БО-19	Вaa1/BBB/BBB	Да	25 000	Размещения перенесены на неопределенный срок		-	-	-	3 года
КБ Ренессанс Капитал БО-02	B2 / B / B	Да	4 000			12,5-13,0% / 12,89-13,42%	-	-	1 / 3

Еврооблигации, ECP, аукционы, book building

Альфа-Банк ECP	Ba1/ BB / BBB-	---	\$100 млн	18 июл	18 июл	4%	-	4%	- / 1
РСХБ-17 (доразмещ.)	Вaa1 / - / BBB	Да	10 млрд руб.	20 июл	20 июл	8,625%	-	8,625%	- / 5
ВТБ (Регр.)*	Вaa1/ BBB / BBB	---	\$1 млрд	26 июл	26 июл	9,5-9,75%	-	9,5%	10,5 / ∞
Газпром-17-3 (доразмещ.)	Вaa1/ BBB / BBB	---	650 млн евро	26 июл	26 июл	цена 101,083, купон 3,755%, YTM 3,5%	-	-	- / 5

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

*бессрочные еврооблигации с call-option

Комментарии к размещениям

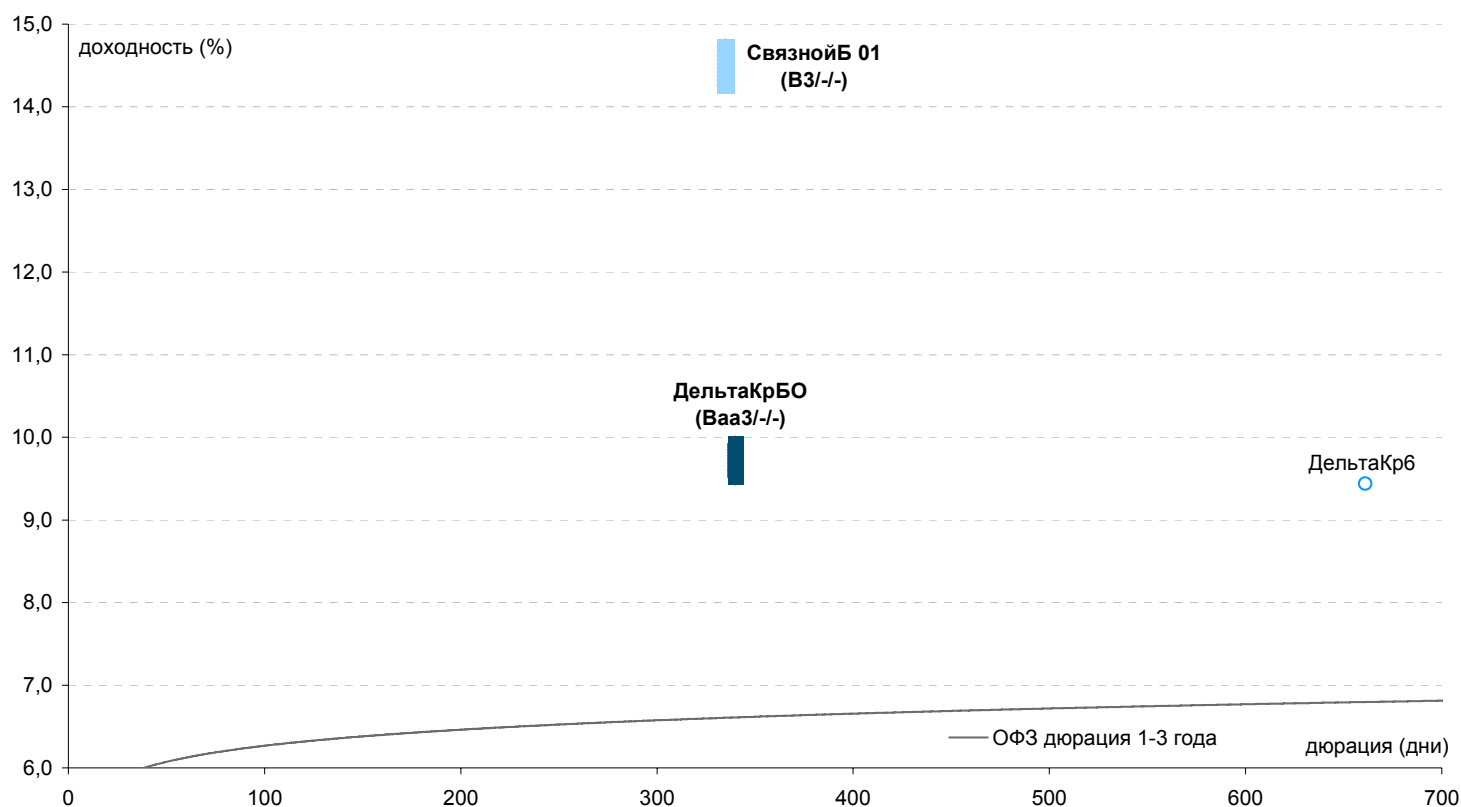
NEW ДельтаКредит (ВааЗ/-/-).

Участие в займе интересно от середины предложенного диапазона, учитывая внешнюю конъюнктуру и недавнее снижение рейтинга эмитента. Напомним, в апреле текущего года банк также пытался выйти на долговой рынок, но размещение было перенесено.

Связной Банк (ВЗ/-/-).

С учетом прошедшего размещения ТКС-Банка и несостоявшегося предложения со стороны Банка Ренессанс Кредит, предложенные уровни смотрятся довольно скромно. На наш взгляд, опускаться ниже верхней границы ориентиров не стоит.

Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг



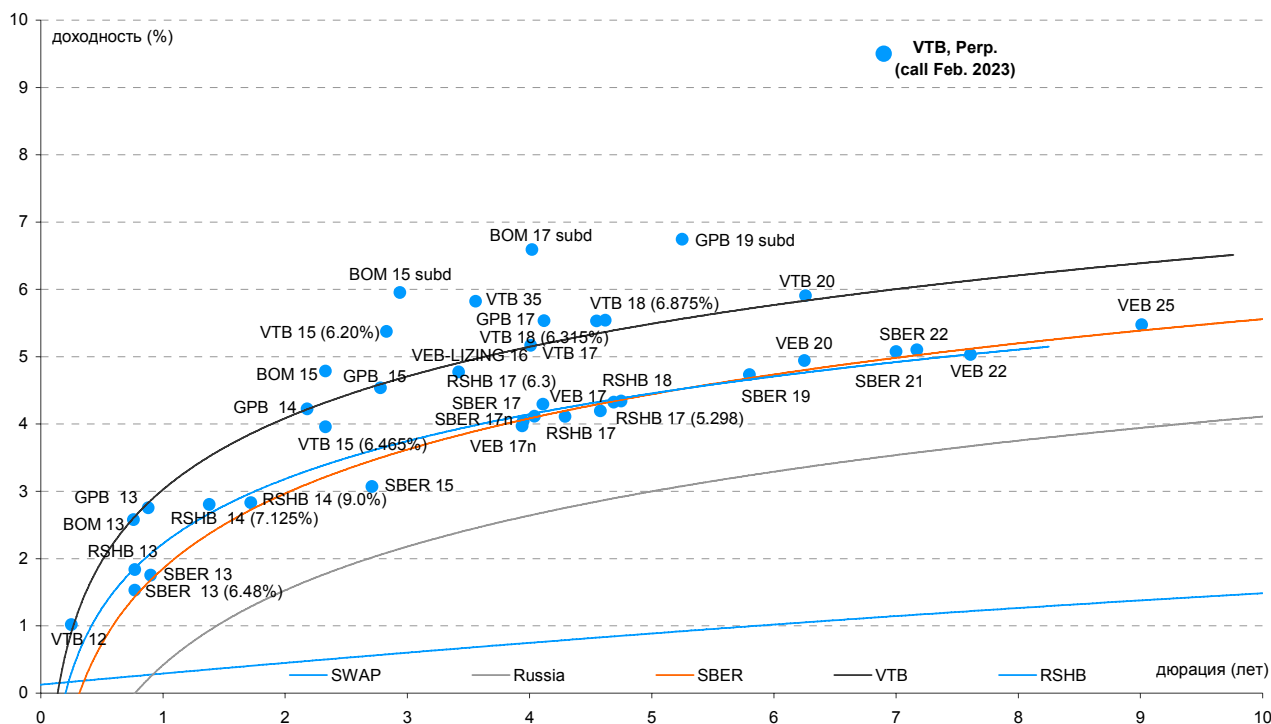
Итоги последних размещений:

В отличие от ситуации на локальном рынке рублевых облигаций, на внешних площадках, несмотря на их турбулентность, российским эмитентам удалось достичь заметно лучших результатов.

Отдельно выделим размещение «вечных» еврооблигаций ВТБ, открывшее, в первую очередь российским банкам, дорогу к новому публичному инструменту привлечения средств за рубежом, к тому же удобного для финансовых институтов, поскольку бумаги могут быть включены в капитал 1-го уровня. Но воспользоваться бессрочными евробондами, учитывая их специфику, скорее, смогут только blue-chips. ВТБ разместил «вечные» евробонды объемом 1 млрд долл. с доходностью 9,5% годовых к первому call-опциону через 10,5 лет (в феврале 2023 г.). Размещение прошло по нижней границе индикатива 9,5-9,75% годовых, что является довольно агрессивным уровнем, но этому во многом поспособствовало вчерашнее «потепление» на торговых площадках. Вместе с тем, банк, вероятно, отдал большее предпочтение стоимости заимствования, нежели объему (привлек 1 млрд долл., хотя спрос набрался на 1,65 млрд долл.), что, впрочем, не удивительно, поскольку ставка купона фиксируется на 10,5 лет. В целом, мы весьма успешно оцениваем итоги размещения бумаг ВТБ, поскольку банк все-таки смог привлечь значительную для дебюта сумму, причем по нижней границе ориентира.

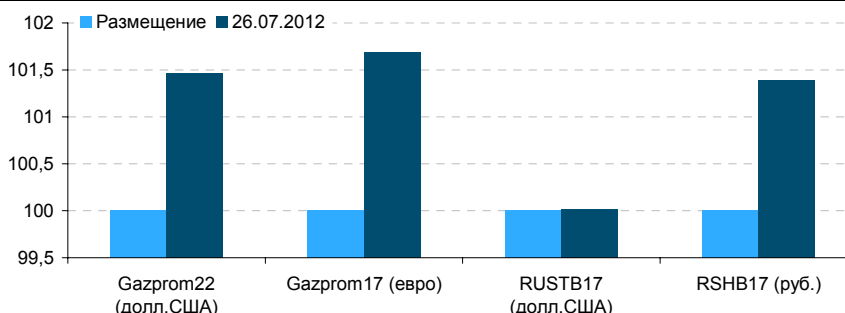
Не меньшего внимания заслуживает и доразмещение еврооблигаций Gazprom-17-3, вызвавшее ажиотажный спрос у инвесторов. Изначально эмитент планировал привлечь 250 млн евро, но покупателей на допбумаги компании нашлось на сумму 3 млрд евро, после чего Газпром расширил предложение и привлек 650 млн евро. Доходность выпуска была определена на уровне 3,5% годовых при цене 101,083% номинала, хотя еще 11 июля при первичном размещении доходность составила 3,755% годовых. В свою очередь, вчера при закрытии цена выпуска Газпром-17-3 уже достигла 101,69%/УТМ 3,36%.

Распределение доходностей еврооблигаций эмитентов финансового сектора (26.07.2012)



Кроме бумаг Газпрома, хороший рост цены показал рублевый евробонд РСХБ. К номиналу вновь вернулись бумаги Банка Русский Стандарт, активность в них по-прежнему низкая.

Цены еврооблигаций недавно разместившихся эмитентов



Комментарии:**ДельтаКредит (Ваа3/-/-).**

Событие. КБ ДельтаКредит планирует 31 июля начать сбор заявок на свои облигации. Размер займа предполагается объемом 3 – 5 млрд руб. Закрытие книги – 1 августа. Предварительная дата размещения – 3 августа. Ориентир по ставке купона – 9,25-9,75%, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 9,46-9,99% годовых.

Комментарий. Банк уже пытался выйти на российский долговой рынок в апреле текущего года, предлагая заем серии БО-05 на 5 млрд руб. Однако конъюнктура не способствовала размещению, и банк предпочел выждать. Интересно, что в апреле предлагался 3-летний заем, что, учитывая ипотечный профиль эмитента и среднюю срочность кредитного портфеля на уровне 6-7 лет, для КБ ДельтаКредит, конечно, было бы предпочтительней.

Сейчас банк готов предлагать инвестору более интересные условия: эмитент включил в структуру займа годовую оферту. Вероятно, его подталкивают к этому ограниченные возможности фондирования от группы Societe Generale, от которой он довольно ощутимо зависит (более 50% пассивов на конец 2011 года), и заложенные планы роста на текущий год. Напомним, увеличение кредитного портфеля в этом году планировалось на уровне 25-30%, по полугодю же оно составило всего 5%. Не в последнюю очередь, видимо, сказалось и неисполнение намерений по привлечению с долгового рынка 25 млрд руб. - в текущем году банк пока так и не разместил ни одного займа.

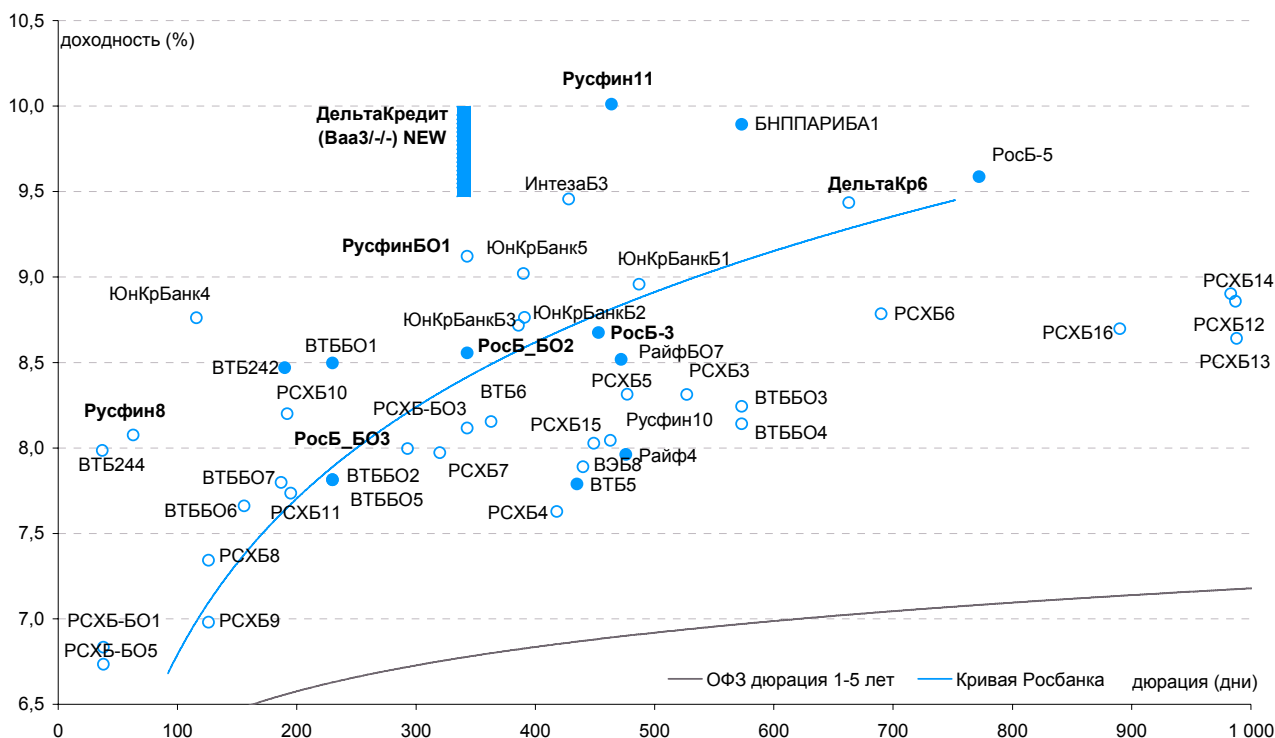
Среди ранее размещенных выпусков относительно ликвидным можно назвать только заем серии 06, текущая доходность которого к оферте в июне 2014 года 9,2%. На его фоне ориентиры по новому выпуску 9,46-9,99% годовых к годовой оферте сейчас смотрятся интересно, предлагая 100-150 б.п. к кривой Росбанка. С другой стороны, еще неделю назад и по самому Росбанку сделки на отрезке дюрации 1-2 года проходили на уровне доходности 9,0-9,6% годовых. Учитывая внешнюю негативную конъюнктуру, в том числе понижение рейтинга банка в июне текущего года на 1 ступень, мы считаем интересным участие в займе КБ ДельтаКредит при доходности от 9,7% годовых.

Финансовые показатели КБ ДельтаКредит по МСФО:

	ДельтаКредит			
Место в рейтинге по размеру активов на 1 июля 2012 года	67			
Рейтинг (M/S&P/F)	Ваа3 / - / -			
"Материнская" компания	Societe Generale			
Moody's / S&P / Fitch (на 03.04.2012)	A2/A/A+			
Активы (1 апр. 2012 г.)	1,19 трлн евро			
Местонахождение ГО	Франция			
Балансовые показатели, млн руб.	2009	2010	2011	2011 / 2010
Активы	55 529	56 068	67 373	20,2%
Кредитный портфель (net)	46 728	50 190	62 506	24,5%
NPL (90+)	1,6%	1,3%	0,9%	-31,6%
Капитал	7 258	9 024	11 235	24,5%
CAR	n/a	40,6%	35,4%	-5,2%
Показатели прибыльности, млн руб.	1H 2010	2010	2011	2011 / 2010
Чистый процентный доход	1 433	2 816	2 981	5,9%
Чистый комиссионный доход	107	257	274	6,8%
Отчисления в резервы	-77	-107	569	---
Чистая прибыль	888	1 768	2 201	24,5%
качественные показатели деятельности	1H 2010	2010	2011	изменение за 2011
RoAE	23,0%	23,2%	21,7%	-1,5%
RoAA	3,2%	3,1%	3,6%	0,5%
NIM	4,4%	5,3%	5,0%	-0,3%

Источник: данные банка, оценки Аналитического Департамента НОМОС-БАНКА

Доходности облигаций эмитентов финансового сектора (26.07.2012)



Елена Федоткова

Связной Банк (ВЗ/-/-).

Событие. Открылась книга по дебютному выпуску облигаций Связной Банк (ЗАО) серии 01 объемом 2 млрд руб. Индикативная ставка купона 13,75-14,25%, что соответствует доходности к годовой оферте 14,22-14,76%. Планируемая дата размещения: июль – начало августа 2012 года.

Комментарий. Отметим, что у эмитента есть международный рейтинг от Moody’s уровня «ВЗ», таким образом, размещаемый выпуск формально соответствует требованиям для вхождения в Ломбардный список ЦБ. Однако сам по себе банк довольно молодой: текущая история его развития началась в 2010 году. По-сути, проект можно отнести к start-up’ам, каким в свое время был ТКС-Банк. Еще один start-up на финансовом рынке – Домашние Деньги. Все они вынуждены были предлагать повышенные ставки за существующие риски. Напомним, что прошлый год Связной Банк закончил с убытком («-3,99 млрд руб.»), и только в 1 полугодии текущего года, по словам менеджмента, вышел «в ноль» (0,01 млрд руб.). Удастся ли банку при такой динамике развития удержаться в зоне положительного финансового результата – не очень понятно, хотя в презентации озвучен прогноз 1,9 млрд руб. чистой прибыли.

Хорошим поддерживающим фактором в случае Связного Банка является аффилированность с ГК «Связной». Благодаря этому, хотя проект стартовал недавно, у банка уже около 3000 точек присутствия и 33 собственных отделения, через которые банк реализует свой базовый продукт – универсальную платежную карту, обладающую функциями кредитной, дебетовой и карты лояльности, и привлекает депозиты физлиц. Хорошая стартовая площадка позволила эмитенту за 2011 год подняться со 182 места по активам в ранкинге российских банков до 91 ступени. За 1 полугодие 2012 года банк вырос еще на 40% до активов 54 млрд руб. При этом в июне в СМИ прошла информация, что ЦБ обеспокоен столь интенсивным ростом и предпринимает меры для его сдерживания (рекомендации по снижению ставок по депозитам и проч.).

В качестве позитивного момента мы также отмечаем поддержку со стороны акционера (М.Ю.Ноготков): Объем инвестиций М.Ю.Ноготкова в капитал банка на февраль 2012 года составил 6,6 млрд руб. (220 млн долл.), всего до 2014 года он должен достичь 340 млн долл.

Что касается предложенных ориентиров доходности по новому выпуску, то здесь стоит учесть уровни обращения бумаг ТКС-Банка. Напомним, что последнее размещение выпуска БО-06 состоялось с доходностью 14,38% к годовой оферте. При этом, история его развития все-таки дольше, отчасти проверена кризисом, а международные рейтинги на ступень выше. На наш взгляд, с учетом этого, вряд ли стоит опускаться ниже верхней границы предложенного диапазона. Напомним также, что недавно перенес

размещение на неопределенный срок Банк Ренессанс Кредит. По сути, Банк Связной предлагал премию к новому займу Банка Ренессанс около 130 б.п. С четом разницы в рейтингах на 1 ступень и статуса start-up'a, на наш взгляд, премия довольно скромная.

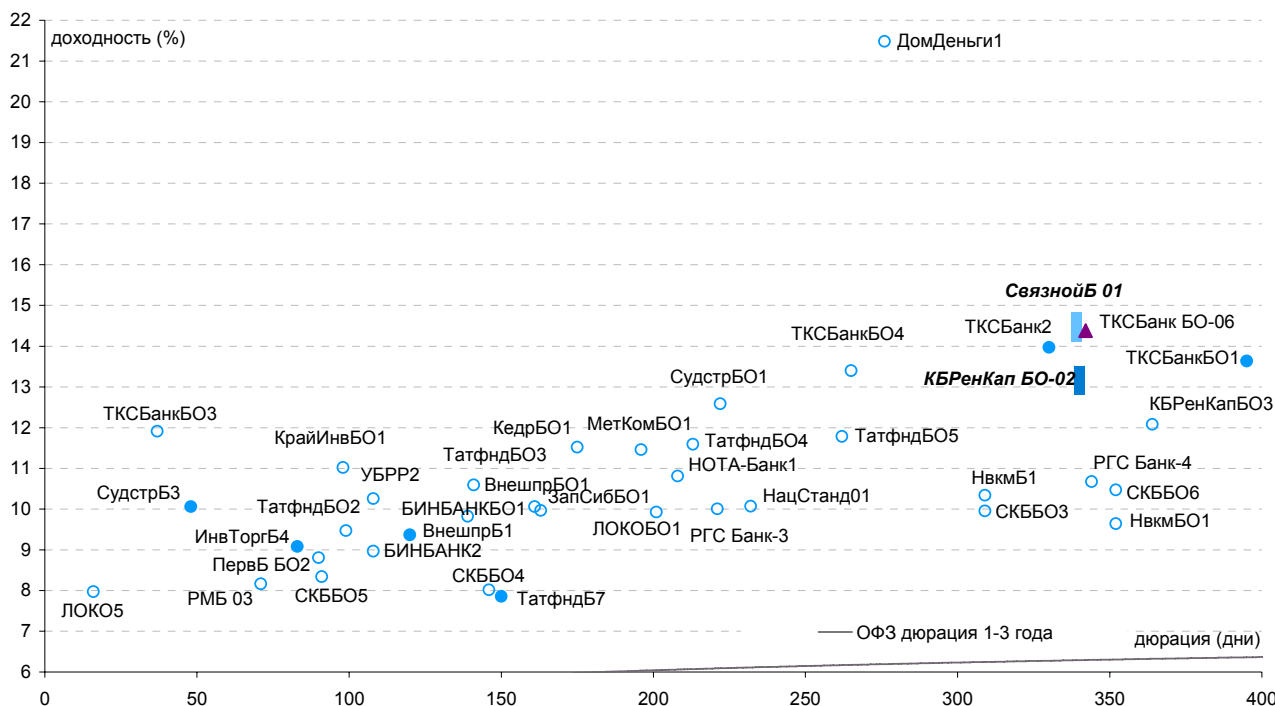
Финансовые показатели Банка Связной по МСФО:

млрд руб.	2011	1 пол. 2012	2012П
Активы	38,09	54,37	64,15
Валовый розничный кредитный портфель	14,75	29,78	31,98
Резервы по розничным кредитам	1,66	3,34	3,82
Валовый корпоративный кредитный портфель	6,09	6,73	9,54
Резервы по корпоративным кредитам	1,02	0,73	1,24
Капитал	3,27	4,11	6,00
Депозиты и счета клиентов	32,14	48,46	54,96
Чистый процентный доход	2,50	4,13	8,49
Чистая прибыль	-3,99	0,01	1,90

Источник: данные банка, оценки Аналитического Департамента НОМОС-БАНКа

Доходности облигаций финансового сектора (26.07.2012)

С учетом ориентиров несостоявшегося размещения КБ Ренессанс Капитал:



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 Волков, 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

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.