

31 августа 2012 г.

На первичный рынок на этой неделе вышли два эмитента с инвестиционными рейтингами – Росбанк и НЛМК. Оба эмитента предложили премию к первичному рынку, поэтому оба выпуска на середине обозначенных диапазонов смотрятся интересно.

## 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
<b>NEW</b> Росбанк БО-04	Vaa3/-/BBB+	да	10 000	7 сен	12 сен	9,05-9,30% / 9,25-9,52%	-	2 / 3	от 9,4%
<b>NEW</b> НЛМК БО-04	Vaa3/BBB-/BBB-	да	5 000	4 сен	10 сен	8,30-8,50% / 8,47-8,68%	-	2 / 3	от 8,57%
Пробизнесбанк 07	B2/-/B-	Да	2 000*	31 авг	4 сен	11,25-11,75% / 11,57-12,10%	-	1 / 3	Неинтересно
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%
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									
Банк ЗЕНИТ 08	Va3/-/B+	Да	5 000	24 авг	29 авг	9,20-9,40% / 9,41-9,62%	-	9,2% / 9,41%	1 / 3
Волгоград 34006	Va3/-/-	Да	1 000	24 авг	29 авг	9,40-9,80% / 9,68-10,11%	-	9,67% (1-8 купоны) / 9,97%	аморт. / 2,45
Альфа-Банк БО-07	Va1/BB/BBB-	Да	5 000	29 авг	30 авг	8,50-8,75% / 8,68-8,94%	-	8,6% / 8,78%	1,5 / 3
Банк Уралсиб 05	B1/BB-/BB-	Да	7 000	29 авг	31 авг	9,35-9,85% / 9,57-10,09%	-	9,7% / 9,94%	1,5 / 3
РЕСО-Гарантия 01	-/BB+/-	Да	5 000	30 авг	3 сен	9,40-9,80% / 9,62-10,04%	9,40-9,50% / 9,62-9,73%	9,40% / 9,62%	2 / 3
ВТБ БО-08	Vaa1/BBB/BBB	Да	10 000	30 авг	4 сен	7,90-8,15% / 8,14-8,40%	-	n/a	1 / 3
Нижегородская область 34008	-/-/BB-	Да	8 000	23 авг	29 авг	9,75-10,05% / 9,9-10,2%	-	9,85% (1-6 купоны) / 10,03%	аморт. / 3,4

### Еврооблигации, ECP, аукционы, book building

VTB Capital S.A.	Vaa1/BBB/BBB	-	CHF 600 млн	28 авг	28 авг	3,202%	-	3,15%	- / 4
------------------	--------------	---	-------------	--------	--------	--------	---	-------	-------

Источники: данные эмитентов, Cbonds, Finambonds, Интерфакс

## Комментарии к размещениям

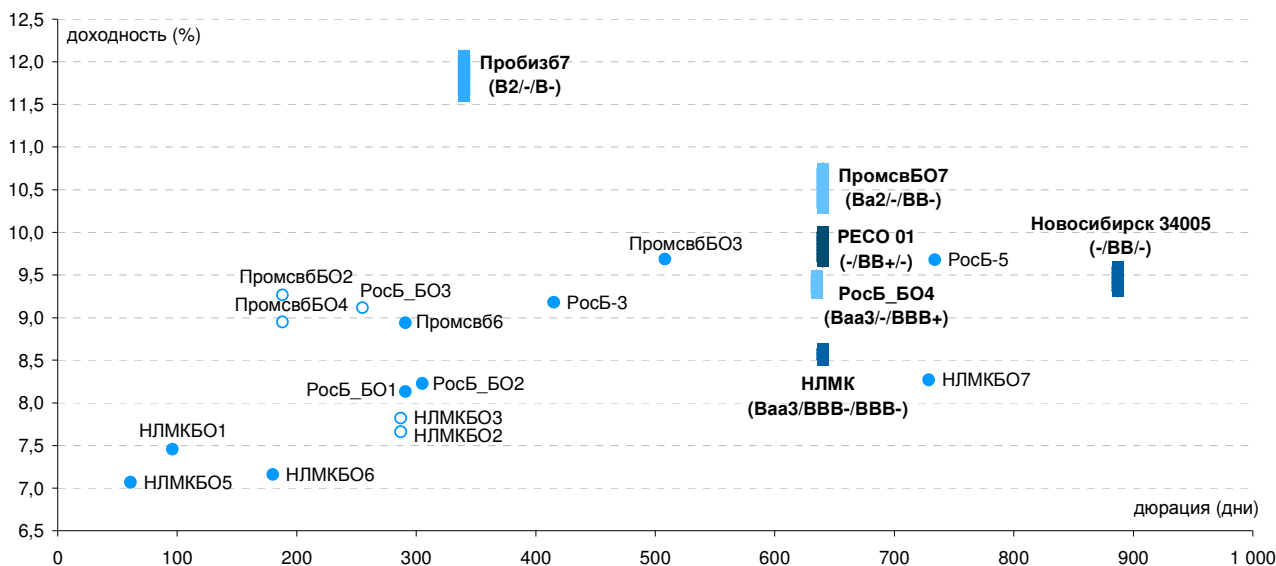
### **NEW** Росбанк (Vaa3/-/BBB+).

По нашему мнению, если у инвестора есть желание поучаствовать в «европейских» рисках, то середина предложенного диапазона смотрится вполне рыночно, однако еще раз обращаем внимание на слабые результаты деятельности банка в 1 полугодии 2012 года.

### **NEW** НЛМК (Vaa3/BBB-/BBB-).

На наш взгляд, наличие небольшой, но все же премии оправдано со стороны НЛМК. Поэтому мы рекомендуем участвовать в займе с доходностью от 8,57% годовых.

## Действующие предложения на российском рынке ценных бумаг



## Итоги последних размещений:

Среди последних рублевых размещений как успешные можно отметить Банк ЗЕНИТ и РЕСО-Гарантия, которые закрыли книги по нижней границе предложения. Остальные эмитенты (Волгоград, Альфа-Банк, Банк Уралсиб, Нижегородская область) в целом тоже разместились неплохо – ближе к нижней границе или посередине ранее обозначенных диапазонов.

На рынке еврооблигаций обозначился единственный эмитент – ВТБ, который при первоначальном объеме в 150 млн швейцарских франков разместил в итоге бумаг на сумму 600 млн CHF с доходностью 3,15% годовых. Сейчас бумага котируется возле номинала.

## Комментарии:

**NEW Росбанк (Ваа3/-/ВВВ+).**

**Событие.** Росбанк 6 сентября открывает книгу заявок на облигации серии БО-04 объемом 10 млрд руб. Дата закрытия книги – 7 сентября, предварительная дата размещения – 12 сентября. Ориентир по ставке купона: 9,05-9,30%, что соответствует доходности 9,25-9,52% годовых к оферте через 2 года.

**Комментарий.** За 1 полугодие 2012 года Росбанк результаты по МСФО не предоставлял, однако из отчета Группы Societe Generale видно, что 6 месяцев Росбанк завершил неоднозначно (см. наш комментарий [http://www.nomos.ru/upload/iblock/75a/NOMOS\\_daily\\_debt\\_markets\\_01\\_08\\_2012.pdf](http://www.nomos.ru/upload/iblock/75a/NOMOS_daily_debt_markets_01_08_2012.pdf)).

Напомним, что объем списаний goodwill во 2 квартале составил 250 млн евро (порядка 10 млрд руб.). Причина – более медленный, чем ожидалось, рост в России. Напомним, банк продолжает испытывать последствия после реорганизации бизнеса в России, когда прошло объединение Росбанка и БСЖВ, а ДельтаКредит и Русфинанс банк стали дочерними банками образовавшейся структуры.

Давление на прибыль российского подразделения также оказывала стоимость риска, которая во 2 квартале выросла до 75 млн евро (против 43 млн евро во 2 квартале 2011 года) в результате пересмотра портфеля коммерческой недвижимости. Выручка российского подразделения практически не выросла – всего «+0,4%» по сравнению со 2 кварталом 2011 года (до 251 млн евро). Однако стоит отметить, что операционные затраты также почти не изменились – «+0,5%» (до 202 млн евро), несмотря на инфляцию и индексацию зарплат. В настоящее время продолжается процесс оптимизации SG в России и за счет сокращения филиальной сети.

Последние данные самого Росбанка доступны за 2011 год, однако они во многом не репрезентативны за счет имевшей место в середине года реорганизации. Но видно, что после объединения средства клиентов стали играть меньшую роль в фондировании банка, что стало результатом, на наш взгляд, консолидации с более зависимыми от материнской структуры банками – ДельтаКредит и Русфинанс банк. С другой стороны, эффективность деятельности банка повысилась: напомним, что в 2009 году самостоятельные итоги Росбанка были отрицательные (по МСФО), а в 2010 году – около нуля, в то время как в указанные периоды ДельтаКредит и Русфинанс банк устойчиво генерировали прибыль. Качество кредитного портфеля Росбанка остается неясным, однако уровень резервирования, по нашему мнению, все еще сохраняется высоким. Возможно, в 2011 году имело место «размывание» показателя за счет консолидируемых банков.

С точки зрения публичного долга, нагрузка на показатели банка вполне скромная: доля выпущенных бумаг в пассивах находится на уровне всего 8%. При этом в текущем году самому Росбанку не придется погашать / проходить оферту по бумагам, а вот Русфинанс банку предстоят оферты в сентябре текущего года по двум выпускам, однако сумма не велика - 4 млрд руб.

Напомним, выпуски Росбанка входят в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 12,5%, однако ликвидными их назвать довольно сложно: обороты по бумагам почти отсутствуют. Поэтому текущие уровни доходности могут не вполне отражать рынок. Относительно облигаций других эмитентов отметим, что банк предлагает премию порядка 65-90 б.п. к кривой РСХБ, рейтингами которого находятся на уровне суверенных – «Ваа1/-/BBB». Интересно, что у самого Росбанка (Ваа3/-/BBB+) в рейтингах разброс в 2 ступени, при этом он мог быть еще больше – в марте 2012 года был отозван рейтинг S&P на уровне «BB+». Moody's понизил рейтинг банка на 1 ступень до «Ваа3» в июне текущего года, а Fitch подтвердил на «BBB+» в июле 2012 года. У материнской группы SG рейтинги сейчас на уровне «A2/A/A+». С учетом прошедшей реорганизации и фиксируемых убытков, на наш взгляд, предлагаемая Росбанком премия к кривой госбанка вполне оправдана, несмотря на то, что рейтинг от Fitch выше, чем у России.

По нашему мнению, если у инвестора есть желание поучаствовать в «европейских» рисках, то середина предложенного диапазона смотрится вполне рыночно, однако еще раз обращаем внимание на слабые результаты деятельности банка в 1 полугодии 2012 года.

#### Финансовые результаты Росбанка по МСФО

Балансовые показатели, млрд руб.	2010	2011	в % к 2010 году
ASSETS	454,6	745,5	64%
Cash and cash equivalents	35,6	56,8	60%
% assets	7,8%	7,6%	---
Loans	273,3	542,8	99%
Loans (gross)	324,6	606,4	87%
% assets	60,1%	72,8%	---
NPL (>90дн.)	n/a	n/a	---
allowance for loan impairment	15,8%	10,5%	---
Impairment allowance / NPL (90+)	n/a	n/a	---
Loans / Customer accounts	0,9	1,5	---
Customer accounts	288,5	359,4	25%
% assets	63,5%	48,2%	---
EQUITY	84,6	104,6	24%
% assets	18,6%	14,0%	---
Total Capital Adequacy Ratio	28,6%	14,3%	-14%
Показатели прибыльности, млрд руб.	2010	2011	в % к 2010г.
Net interest income	25,2	44,0	75%
Fee and commission income (net)	4,8	7,8	62%
Provisions charge for loan impairment	-11,5	-5,4	-53%
Operating income*	31,7	51,0	61%
General Administrative expenses	-19,9	-34,6	74%
Profit for period	0,6	8,5	1265%
Качественные показатели деятельности	2010	2011	Изм-е в % к 2010г.
RoAA	1,1%	1,4%	0,4%
RoAE	0,1%	9,0%	8,9%
NIM	6,8%	8,5%	1,7%
Cost / Income	62,9%	67,9%	5,0%

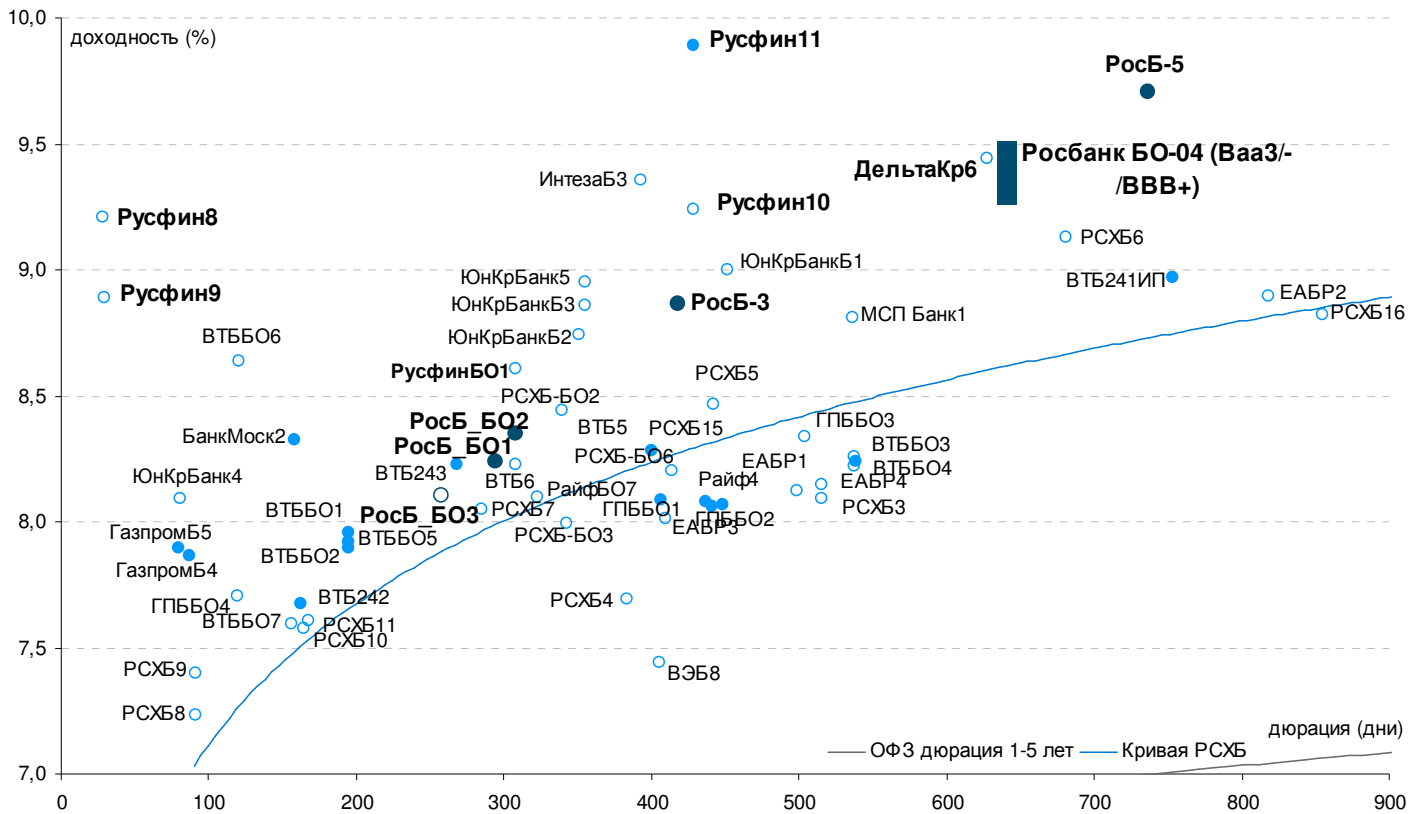
Источник: данные банка, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

#### Финансовые результаты розничного сегмента SG в России по МСФО

млн евро	2010	2011	1H 2011	1H 2012	1H2012 / 1H2011
<b>Net banking income</b>	<b>925</b>	<b>973</b>	<b>492</b>	<b>491</b>	<b>-0,2%</b>
Operating expenses	-651	-807	-399	-416	4,3%
<b>Gross operating income</b>	<b>274</b>	<b>166</b>	<b>93</b>	<b>75</b>	<b>-19,4%</b>
Net cost of risk	-339	-134	-78	-130	66,7%
Operating income	-65	32	15	-55	-
Net profits or losses from other assets	-2	-1	1	-2	-
Impairment losses on goodwill	0	0	0	-250	-
<b>Group net income</b>	<b>-35</b>	<b>5</b>	<b>3</b>	<b>-291</b>	<b>-</b>
Cost / Income ratio	70%	83%	81%	85%	+4 п.п.

Источники: данные компании, оценки Аналитического департамента НОМОС-БАНКА

Распределение доходностей облигаций в металлургическом секторе



Елена Федоткова

**NEW НЛМК (Ваа3/ВВВ-/ВВВ-).**

**Событие.** 3 сентября компания открывает книгу по облигациям серии БО-04 объемом 5 млрд руб. Заккрытие книги – 4 сентября, планируемая дата размещения – 10 сентября. Ориентир по ставке купона: 8,30-8,50% годовых, что соответствует доходности к 2-летней оферте 8,47-8,68% годовых.

**Комментарий.** В настоящее время у компании обращается 6 займов на долговом рынке, поэтому кривая НЛМК на рынке довольно четко обозначена. Привлекательность текущего размещения определяется премией, предоставленной к рынку, которая составила порядка 15-35 б.п. В целом, ее нельзя назвать щедрой, однако ближе к верхней границе диапазона она смотрится интересно. Напомним, что среди металлургов компания обладает наиболее устойчивым финансовым положением, что отражается в рейтингах инвестиционного уровня. Однако отметим, что в июле S&P пересмотрело прогноз по рейтингу эмитента со «Стабильного» на «Негативный», обосновывая это тем, что группа не сможет обеспечить повышение рентабельности в ближайшие 12-18 месяцев, в частности на своих европейских предприятиях. Два других агентства пока не предпринимали подобных действий.

Также обращаем внимание, что до конца текущего года у компании погашается два выпуска на 15 млрд руб. (БО-05 в октябре и БО-01 в декабре). Так что вполне вероятно, что текущее размещение не последнее в ближайшие месяцы, тем более что у НЛМК зарегистрировано 6 выпусков на общую сумму 55 млрд руб. Таким образом, премия, на наш взгляд, все же должна присутствовать ко вторичному рынку. Рекомендуем участвовать в займе при доходности от 8,57% годовых.

Финансовые показатели металлургических компаний по МСФО

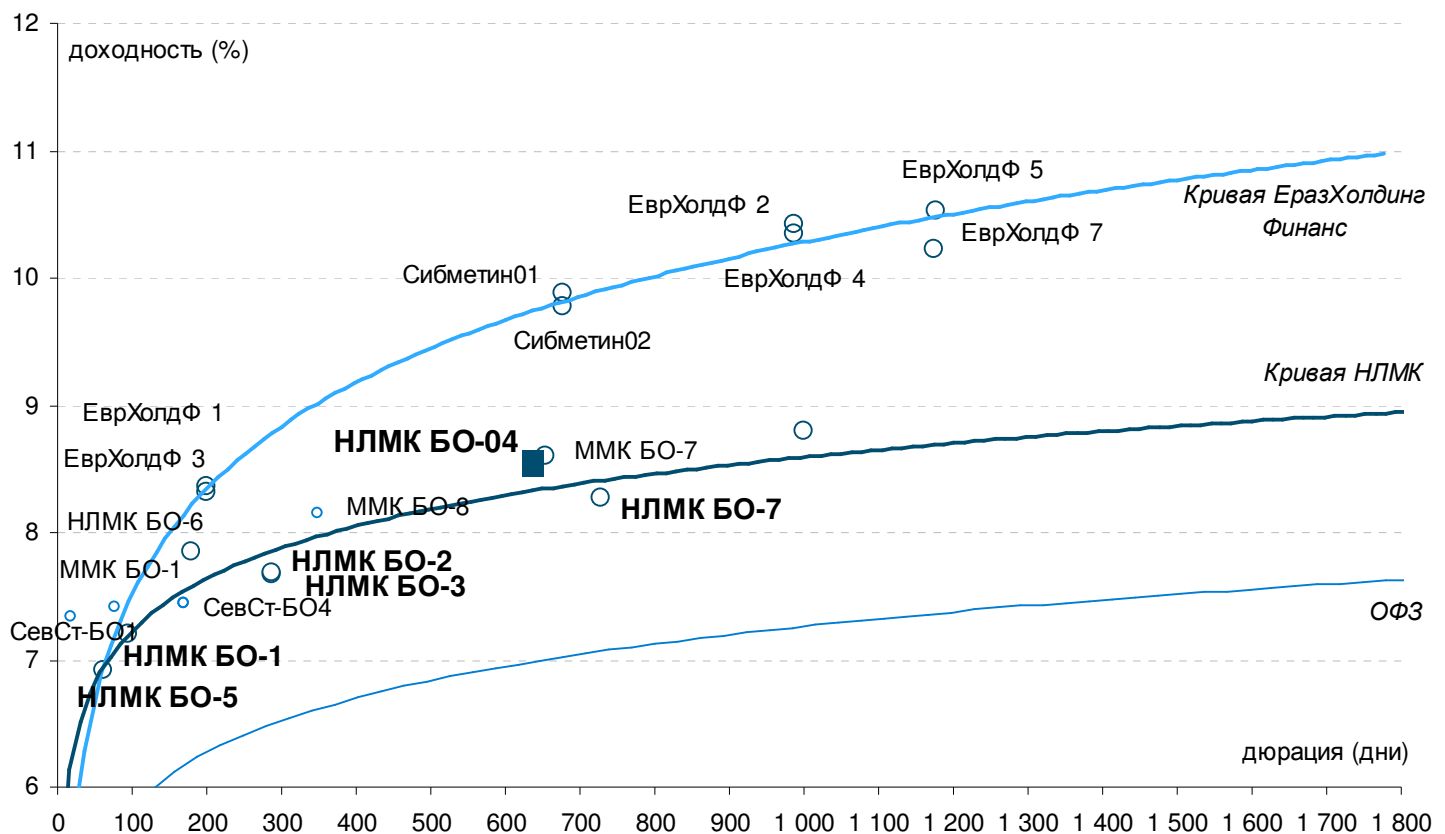
млн долл.	1 полугодие 2012 года			
	Evraz	Северсталь	НЛМК	ММК
	Ва3/В+/ВВ-	Ва1/ВВ+/ВВ-	Ваа3/ВВВ-/ВВВ-	Ва3/-/ВВ+
Выручка	7 619	7397	6 351	4 941
Операционный денежный поток*	818	821	807	867
Свободный денежный поток	348	521	-43	484
ЕВITDA	1 175	1 283	1 028	662
Чистая прибыль	-38	582	449	-35
% расходы	317	221	14	119

Активы	17 432	15 321	<b>17 103</b>	15 551
Денежные средства и их эквиваленты	1 763	1 960	<b>780</b>	243
Финансовый долг, в т.ч.:	7 833	5 692	<b>4 343</b>	3 681
долгосрочный	6 300	4 116	<b>2 373</b>	2 418
краткосрочный	1 533	1 576	<b>1 971</b>	1 263
Чистый долг	6 070	3 732	<b>3 564</b>	3 438
Рентабельность EBITDA, %	15,1	17,3	<b>16,2</b>	13,4
Рентабельность по чистой прибыли, %	отриц.	7,9	<b>7,1</b>	<b>отриц.</b>
Фин.долг/EBITDA LTM	3,2	1,9	<b>2,3</b>	3,0
Чистый долг/EBITDA	2,5	1,2	<b>1,9</b>	2,8
EBITDA/% расходы	3,7	5,8	<b>71,9</b>	5,6
Фин. долг/Активы	0,45	0,37	<b>0,25</b>	0,24

\* - операционный денежный поток за вычетом процентных расходов

Источник: данные компаний, расчеты Аналитического департамента НОМОС-БАНКа

Распределение доходностей бумаг металлургического сектора (средневзв.)



Елена Федоткова

**Аналитический департамент**

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

**Директор департамента**

Кирилл Тремасов  
Tremasov\_KV@nomos.ru

**Нефть и газ**

Денис Борисов  
Borisov\_DV@nomos.ru

**Металлургия**

Юрий Волов, CFA  
Volov\_YM@nomos.ru

**Электроэнергетика**

Михаил Лямин  
Lyamin\_MY@nomos.ru

**Стратегия**

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

**Макроэкономика**

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

**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.