

НЕОДНОЗНАЧНАЯ ОТЧЕТНОСТЬ, ВЫПУСК ПРИВЛЕКАТЕЛЕН ПО ВЕРХНЕЙ ГРАНИЦЕ

Отчетность по МСФО за 2011 г. и размещение выпуска Банк ЗЕНИТ БО-7

Снова на рынок. На прошлой неделе Банк Зенит представил отчетность за 2011 г. и объявил о планах по размещению нового выпуска облигаций. Финансовые результаты отразили неплохие темпы роста бизнеса при некотором ухудшении показателей рентабельности. Пользуясь благоприятной ситуацией на долговых рынках, банк решился на размещение уже второго с начала года выпуска – Зенит БО-07 – объемом 5 млрд руб. Срок обращения выпуска – три года, через два года предусмотрена оферта. Организаторы размещения ориентируют инвесторов на ставку купона в диапазоне 9,25–9,50%, что соответствует доходности к оферте 9,46–9,73% при модифицированной дюрации около 1,7 года.

Бизнес продолжает расти, качество активов постепенно улучшается. Во 2 п/г 2011 г. Зенит продолжал наращивать активы в рублевом выражении, однако в связи с резким ослаблением российской валюты они в долларах выросли по итогам года лишь на 16% до 7,7 млрд долл. (в рублях рост – на 24% до 247 млрд руб.). Совокупный кредитный портфель за год увеличился на 21% до 5,4 млрд долл. Отметим, что исторически основу базы заемщиков банка составляют юрлица (почти половина из них – торговые и производственные предприятия), доля которых в портфеле последние три года не опускалась ниже 90%. При этом темпы роста розничных кредитов Зенита выше, чем корпоративных: около +37% против +19%. Информации по объему проблемных кредитов банк традиционно не предоставляет. Однако, судя по продолжающим сокращаться резервам на потери по ссудам (процентное отношение резервов к валовому объему кредитов снизилось до 6% с 7% в 2010 г.), качество кредитного портфеля постепенно улучшается. Доля ликвидных активов в целом стабильна и находится на вполне комфортном уровне около 29% от суммарного объема активов. Незначительное снижение этого показателя вызвано главным образом уменьшением объема финансовых активов, доля в которых упала с 12% в 2010 г. до 10%. Последнее же, в свою очередь, связано с неблагоприятной ситуацией на фондовых рынках во второй половине прошлого года.

Структура фондирования неоднозначная. Зависимость банка от оптового финансирования достаточно низкая – доля оптового финансирования составила по итогам года всего 18%. С другой стороны, подавляющее число выпусков короткие – в текущем году банку предстоит пройти оферту или погашение на номинальную сумму 28 млрд руб. (951 млн долл.). Впрочем, мы не думаем, что при сохранении текущей ситуации на рынке у банка возникнут проблемы с рефинансированием. Скорее всего, часть привлеченных средств от нового выпуска пойдет на выкуп облигаций Зенит БО-1 по предстоящей 11 апреля оферте. Основную часть пассивов банка традиционно составляют средства клиентов. На конец прошлого года их объем составлял 4,4 млрд долл., из которых около 59% приходилось на корпоративные счета. Заметим, что пассивы

Параметры выпуска

Эмитент	Банк ЗЕНИТ
Кредитный рейтинг	- /ВаЗ/В+
Серия облигаций	БО-7
Дата закрытия книги	10 апреля 2012 г.
Дата размещения	12 апреля 2012 г.
Срок обращения	3 года
Объем	5 млрд руб.
Оферта	2 года
Ориентир по купону, %	9,25-9,5%
Ориентир по доходности, %	9,46-9,73%

Ключевые финансовые показатели

Банковская Группа ЗЕНИТ, млн долл.

	2009	2010	2011
Денежная позиция	1 070	1 055	1 141
Сов. кред. портфель	3 664	4 506	5 431
Чистые кредиты	3 388	4 183	5 103
РВПС	(276)	(323)	(327)
Просроч. задолженность*	-	-	-
Задолж-сть банков	1 007	284	314
Финансовые активы	541	814	770
Основные средства	128	128	130
Активы	6 233	6 581	7 663
Средства клиентов	3 506	3 826	4 418
Долг. ценные бумаги	812	1 094	1 353
Субординированный долг	373	365	386
Средства банков	850	535	728
Собственный капитал	658	730	740
Чистый процентный доход	238	230	253
Отчисления на РВПС	(118)	(61)	(47)
ЧПД после резервов	121	169	206
Комиссионный доход	102	108	127
Торговый доход	(11)	60	6
Опер. расходы	(156)	(189)	(231)
Прибыль до налогов	90	171	121
Чистая прибыль	66	121	86
Чистая проц.-ая маржа	4,7	4,3	4,2
ЧПМ после резервов	2,4	3,1	3,4
Доходность ср. активов	1,0	1,9	1,2
Доходность капитала	10,0	16,5	11,6
Затраты / доходы	0,4	0,4	0,6
Чист. Кред. / Деп.	0,8	1,0	1,0
Ликв. / Сов. Активы, %	42,0	32,7	29,0
РВПС, % Кред. Портф.	7,5	7,2	6,0
Просроч. задолж*, %	-	-	-
Капитал/Активы, %	10,6	11,1	9,7

Источники: отчетность банка, оценка УРАЛСИБа

Зенита лучше сбалансированы между частными и юридическими лицами, чем активы. Однако их временная структура выглядит довольно рискованной: объем обязательств сроком до года превышает объем активов той же срочности примерно на 22 млрд (750 млн долл.).

Капитализация продолжает снижаться. Во 2 п/г 2011 г. негативная тенденция к снижению достаточности капитала сохранилась – отношение Капитал/Активы упало до 9,7%, минимальной отметки с 2008 г. Однако благодаря поддержке акционеров, оказанной Зениту в виде предоставления субординированных кредитов, достаточность совокупного капитала банка находится, тем не менее, на вполне комфортном уровне около 14% против 16,9% по итогам 2010 г. Столь низкие показатели капитализации, по нашему мнению, требуют дополнительного вливания капитала от акционеров в размере не менее 200 млн долл. в ближайший год – если Зенит планирует сохранить текущие темпы роста кредитного портфеля.

Маржа остается низкой. Темпы роста чистого процентного дохода (здесь и далее – ЧПД) в 2011 г. оказались несколько скромнее, чем темпы роста кредитного портфеля. ЧПД увеличился всего на 10% до 252,8 млн долл. не столько из-за роста процентных доходов сколько в связи со снижением процентных расходов. Об улучшении качества кредитного портфеля говорит и достаточно резкое сокращение отчислений в резервы на 24% до 46,7 млн долл. В результате чистая процентная маржа несколько упала – до 4,2% с 4,3% в 2010 г., оставшись ниже средней по отрасли. Из-за непростых условий на фондовых рынках, имевших место во второй половине прошлого года, доход от операций с ценными бумагами ожидаемо оказался хуже, чем в 2010 г., и сократился на 90% до 6,2 млн долл. Среди негативных моментов также стоит отметить существенный рост операционных расходов – на 22% до 230,9 млн долл. – в основном вследствие увеличения затрат на персонал. На этом фоне чистая прибыль в 2011 г. упала на 29% до 85,7 млн долл. Этим объясняется снижение показателей эффективности бизнеса относительно 2010 г.: рентабельность средних активов и капитала упали до 1% и 12% с 2% и 17% по итогам 2010 г. соответственно.

Новый выпуск привлекателен ближе к верхней границе. Сейчас в обращении находится восемь выпусков облигаций банка, но все они достаточно короткие – модифицированная дюрация не превышает 0,8 года. В то же время модифицированная дюрация нового выпуска Зенит БО-7 будет в два раза выше – 1,7 года. У наиболее длинных торгуемых бумаг банка премия к кривой ОФЗ за последние дни немного сократилась – примерно до 230 б.п. Новый же выпуск, в случае его размещения по нижней границе, будет торговаться с премией к кривой ОФЗ около 270 б.п. Несмотря на премию к вторичному рынку порядка 40 б.п., мы не считаем названные уровни привлекательными. На наш взгляд, интереснее выглядят длинные выпуски ОТП-Банка (-/Ba2/BB) или МКБ БО-5 (В+/B1/В+) (YTM 11,56%). В связи с этим мы рекомендуем участвовать в размещении ближе к верхней границе ориентировочного диапазона.

См. график и таблицу на следующей странице.

Обращающиеся выпуски

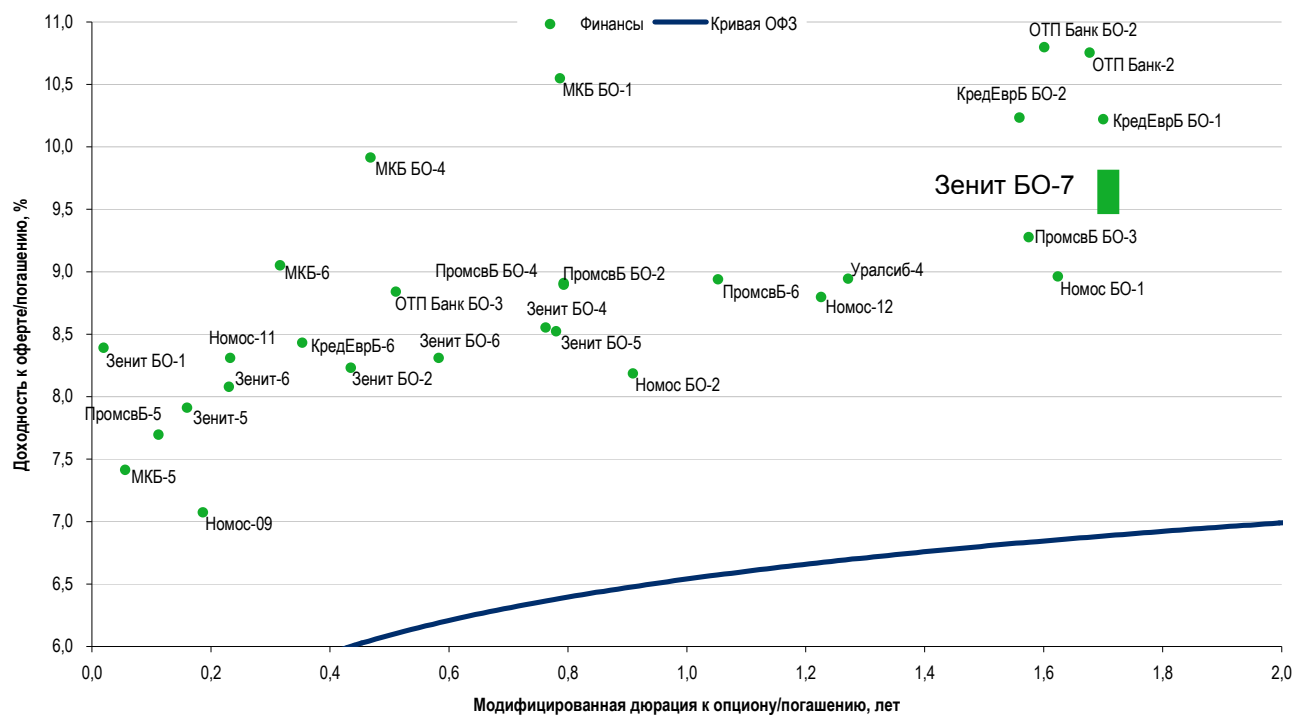
ZENIT (Bloomberg)

Выпуск	Объем, млн	Купон, %	Опц./Пог.	Доходн., %
Зенит БО-1	5 000 R	7,10	11 апр 12	8,39
Зенит-5	5 000 R	7,50	7 июн 12	7,91
Зенит-6	3 000 R	8,00	5 июл 12	8,08
Зенит БО-2	5 000 R	7,75	26 сен 12	8,23
Зенит БО-3	3 000 R	8,75	19 ноя 12	5,55
Зенит БО-6	5 000 R	7,25	28 ноя 12	8,31
Зенит БО-4	3 000 R	8,90	11 фев 13	8,55
Зенит БО-5	3 000 R	8,90	18 фев 13	8,52

Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Выпуск привлекателен ближе к верхней границе

Доходности облигаций (по состоянию на 04 апреля 2012 года)



Источники: ММВБ

Основные финансовые показатели ряда российских банков

	Рейтинги (S/M/F)	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Доля "просрочки", %	Затраты / Доходы	Доходность средних активов, %	Кредиты / Депозиты	Капитал/Актив ы, %	Резервы / Кредиты, %	
2010	Абсолют банк	-/Ba3/BB+	3 593	4,3	16,8	0,9	(0,2)	1,9	11,9	13,5
	Альфа-Банк	BB/Ba1/BB+	28 478	5,7	4,7	0,4	2,2	1,0	14,9	7,6
	Банк Интеза	-/Baa3/-	2 716	7,8	11,5	0,6	0,6	3,4	15,5	8,4
	Банк СПб	-/Ba3/-	8 927	4,9	5,1	0,3	1,6	1,0	10,5	9,6
	Бинбанк	B-/B2/-	3 650	2,7	-	1,0	(0,2)	0,7	6,2	7,6
	ВТБ	BBB/Baa1/BBB	140 870	5,1	8,6	0,4	1,4	1,3	13,4	9,0
	Газпромбанк	BB+/Baa3/-	64 072	2,2	2,1	0,5	3,6	0,9	11,4	4,7
	Глобэксбанк	BB/-/BB	3 740	5,0	0,8	0,7	0,7	1,6	23,0	2,1
	КБ Восточный	-/B1/-	3 008	10,8	9,7	0,6	3,1	1,0	11,6	8,7
	Кредит Европа	-/Ba3/BB-	2 780	7,6	3,2	0,5	3,4	1,9	17,1	3,7
	МДМ-Банк	BB-/Ba2/BB	12 579	5,2	14,4	0,7	0,5	1,0	16,6	11,9
	МКБ	B+/B1/B+	5 429	5,6	1,5	0,4	2,6	1,1	8,3	2,6
	НОМОС-Банк	-/Ba3/BB	17 363	5,2	2,4	0,4	2,6	1,1	12,2	4,4
	ОТП Банк	-/Ba2/BB	3 200	16,0	12,3	0,4	3,6	1,2	14,8	13,4
	Промсвязьбанк	WR/Ba2/BB-	15 559	4,7	9,2	0,5	0,5	1,0	9,4	10,8
	Райффайзенбанк	BBB/Baa3/BBB+	16 688	5,8	7,4	0,6	1,4	1,0	16,9	8,7
	Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	4 488	16,1	5,9	0,6	1,4	1,3	19,6	8,7
1 п/г 11	Сбербанк	-/Baa1/BBB	283 274	6,8	7,3	0,4	2,3	0,8	11,4	11,3
	СКБ-банк	-/B1/B	2 720	5,6	6,1	0,7	1,0	0,8	7,3	6,8
	Транскредитбанк	BBB-/Ba1/-	12 832	5,0	3,6	0,5	2,3	0,7	7,2	5,5
	ХКФБ	-/Ba3/BB-	3 331	21,8	6,9	0,4	10,1	3,2	32,7	7,3
	ЮникредитБанк	BBB/-/BBB+	18 865	4,5	7,2	0,3	1,9	1,2	12,1	3,8
	Банк ЗЕНИТ	-/Ba3/B+	6 581	7,2	-	0,5	1,9	1,0	11,1	7,2
	Альфа-Банк	BB/Ba1/BB+	22 751	5,1	4,7	0,5	1,8	1,1	15,3	6,7
	Банк СПб	-/Ba3/-	10 499	5,1	4,6	0,3	3,2	1,0	11,0	9,0
	Бинбанк	B-/B2/-	3 754	3,4	-	1,0	0,2	0,7	5,9	6,5
	ВТБ	BBB/Baa1/BBB	168 091	4,7	7,7	0,4	2,4	1,1	12,6	8,6
	Газпромбанк	BB+/Baa3/-	70 720	3,5	1,9	0,3	3,9	0,8	12,3	4,9
	КБ Восточный	-/B1/-	3 661	13,0	9,3	-	3,3	1,0	13,0	8,4
	Кредит Европа	-/Ba3/BB-	2 989	7,9	2,9	0,5	2,9	3,3	17,4	3,4
	МДМ-Банк	BB-/Ba2/BB	12 457	5,2	13,2	0,7	0,8	1,2	18,9	10,7
	МКБ	-/B1/B+	7 263	4,7	0,9	0,4	2,1	1,3	11,6	2,3
	НОМОС-Банк	-/Ba3/BB	20 569	5,2	2,2	0,4	2,3	1,2	10,9	4,0
	2 011	ОТП Банк	-/Ba2/BB	3 294	17,9	13,3	0,5	5,5	1,2	18,5
Промсвязьбанк		WR/Ba2/BB-	17 261	4,2	8,1	0,6	0,5	1,1	9,5	10,2
Райффайзенбанк		BBB/Baa3/BBB+	19 447	5,7	7,2	0,5	2,6	0,9	16,2	7,6
Русский Стандарт		B+/Ba3/B+	5 181	16,5	5,0	0,6	3,6	1,1	19,2	7,9
Сбербанк		-/Baa1/BBB	323 326	6,6	6,6	0,5	4,0	0,9	12,5	9,8
СКБ-банк		-/B1/B	2 884	7,2	6,7	0,5	1,5	0,9	8,2	7,0
ХКФБ		-/Ba3/BB-	3 925	23,4	6,6	0,3	10,9	2,9	23,2	7,3
ЮникредитБанк		BBB/-/BBB+	19 968	-	-	0,3	3,0	1,3	13,8	3,9
Банк ЗЕНИТ		-/Ba3/B+	8 133	3,9	-	0,6	1,1	1,0	10,1	6,4
Абсолют банк		-/Ba3/BB+	3 505	5,1	11,2	0,9	2,3	1,7	14,7	9,5
Банк Интеза		-/Baa3/-	2 724	6,9	13,6	0,6	1,2	3,2	15,7	10,2
Промсвязьбанк		WR/Ba2/BB-	17 473	5,1	5,7	0,5	1,0	1,2	9,6	6,9
НОМОС Банк		-/Ba3/BB	20 566	5,5	2,0	0,4	2,1	1,2	11,4	4,3
Сбербанк		-/Baa1/BBB	336 535	6,7	4,9	0,5	3,2	1,0	11,7	7,9
Банк СПб		-/Ba3/-	10 251	4,8	5,7	0,4	2,0	0,9	12,1	9,2
ХКФБ		-/Ba3/BB-	4 836	20,3	5,8	0,4	9,1	1,6	19,6	6,8
Юникредитбанк		BBB/-/BBB+	23 977	3,5	3,7	0,3	2,3	1,0	11,4	3,2
МКБ	-/B1/B+	7 217	5,6	1,1	0,4	2,1	0,9	11,0	2,3	
Банк ЗЕНИТ	-/Ba3/B+	7 663	4,2	-	0,6	1,2	1,0	9,7	6,0	

Источники: данные банков

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru
Дарья Васильева, vasilievada@uralsib.ru

Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Алексей Соколов, sokolovav@uralsib.ru
Яна Шнайдер, shnayderyi@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырסיкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru
Антон Табах, tabakhav@uralsib.ru
Андрей Кулаков, kulakovan@uralsib.ru
Татьяна Днепровская, dnevrovskata@uralsib.ru

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Станислав Кондратьев, kondratievsvd@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Иван Рубинов, rubinoviv@uralsib.ru

Стратегия

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Валентина Богомолова, bogomolovava@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятков, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ИТ

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Николай Дьячков, dyachkovna@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Денис Ворчик, vorchikdb@uralsib.ru
Артем Егоренков, egorenkovag@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushds@uralsib.ru
Максим Недовесов, nedovesovmv@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestovich@uralsib.ru
Алексей Андреев, andreevae@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрug, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Степан Чугров, chugrovss@uralsib.ru
Алексей Смородин, smorodinay@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Фриденберг, fridenbergav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как оферта или предложение делать оферты. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2012