

11 февраля 2010 года

Глобэксбанк: статус решает всё?

Елена Федоткова
fedotkova_ev@nomos.ru

16 февраля состоится размещение биржевых облигаций Глобэксбанка серии БО-01 номинальным объемом 5 млрд руб. Выпуск трехлетний, однако предполагает оферту через 1 год. Заявленный Эмитентом ориентир доходности составляет 9,99%–10,25%.

Мы считаем участие в размещении интересным, поскольку в краткосрочном периоде (до оферты) не ожидаем ухудшения финансового состояния Эмитента. Тем не менее, поскольку есть ряд рисков, связанных с приобретением данной бумаги, которые мы рассмотрим ниже, то ориентир по доходности, на наш взгляд, является минимально допустимым, и мы ожидаем размещение по верхней границе.

По итогам прошедшего года Банк в рейтингах занял 49 место с активами в объеме 68,6 млрд руб. (50 место, 63,9 млрд руб. на конец 2008 года). На текущий год у Эмитента довольно амбициозные планы – увеличить активы до 122 млрд руб. и войти в ТОП-30 банков. Напомним, что сейчас рейтинг замыкает дочка ING Group – Инг Банк с активами 139 млрд руб.

Среди основных моментов, формирующих инвестиционную привлекательность Эмитента, мы выделяем следующее:

Позитивные факторы¹:

Материнская компания. Безусловно, если бы ВЭБ не выступал в роли материнской компании, то говорить об обозначенных доходностях и возможности размещения нам бы не пришлось. 98,9% принадлежащих госкорпорации акций, приобретенных во время санации за 5 тыс.руб., а также вложенные впоследствии около 87 млрд руб. полностью изменили финансовый облик Банка. Да и его кредитный портфель теперь заметно более диверсифицирован по сравнению с ранее ярковыраженной концентрацией на строительном секторе в интересах бывшего собственника. Теперь, говоря о Банке, мы связываем его с «квазисуверенным риском». Отметим, что ВЭБ в текущем году продолжит оказывать поддержку своей «дочке» – запланировано пополнение капитала в размере 5 млрд руб. и привлечение краткосрочной кредитной линии с лимитом 15 млрд руб.

Тем не менее, здесь есть своя «ложка дегтя» для инвесторов. По словам первого заместителя председателя ВЭБа Николая Косова, ВЭБ относится «к этому Банку, как к проекту, который, безусловно, будет продан, чтобы покрыть те расходы, которые

| Параметры выпусков облигаций Глобэксбанка | | |
|---|--------------|--------------|
| Серия | 01 | Б0-1 |
| Объем займа, млрд руб. | 2,0 | 5,0 |
| Поручители | --- | --- |
| Прямое РЕПО с ЦБ, до 6 дн. | нет | --- |
| Дисконт до 6 дней | --- | --- |
| Дата размещения | 13.03.07 | 16.02.10 |
| Дата погашения | 15.03.10 | 16.02.13 |
| Купон | 2 раза в год | 2 раза в год |
| Оферта (дата) | --- | 18.02.11 |
| Текущая ставка купона | 9,00% | 9,75%-10% |
| Текущая доходность | --- | 9,99%-10,25% |
| Дюрация | --- | --- |

| Сведения о международных рейтингах Банка | | | | |
|--|--------------------------|----------|---------|---------------|
| Агентство | Шкала | Дата | Рейтинг | Прогноз |
| S&P | Межд. шкала в ин. валюте | 29.09.09 | BB- | Стабильный |
| Fitch | Межд. шкала в ин. вал. | 16.11.09 | BB | Развивающийся |

| Кредитные организации со схожими международными рейтингами | | | | |
|--|-----------|----------|---------|------------|
| Наименование | Агентство | Дата | Рейтинг | Прогноз |
| Газпромбанк | Moody's | 21.09.09 | Ваа3 | Стабильный |
| | S&P | 01.10.09 | BB | Стабильный |
| МДМ-Банк | Moody's | 04.12.08 | Ba1 | Негативный |
| | Fitch | 06.11.09 | BB- | Стабильный |
| ТранскредитБанк | S&P | 16.04.09 | BB- | Негативный |
| | Moody's | 08.04.09 | Ba1 | Негативный |
| | S&P | 22.05.09 | BB | Негативный |

¹ Все данные приводятся из отчетности по РСБУ на 1 января 2010 года, если нет специальных оговорок. Информация по МСФО на 1 октября 2009 года дана справочно, если нет соответствующих данных по РСБУ.

Внешэкономбанк понес на его санацию», что негативно отразится на его инвестиционной привлекательности. Однако поскольку необходимым условием является окупаемость санации, то крайне маловероятно, что Банк будет продан в ближайший год, то есть до ближайшей оферты по облигациям Глобэксбанка.

Рейтинги. Наличие высоких рейтингов (S&P BB-/Стабильный, Fitch – BB/Развивающийся) напрямую вытекает из присутствия ВЭБа в качестве материнской компании. Аналогичными оценками международных агентств обладают Газпромбанк, ТрансКредитБанк, имеющие схожую юридическую структуру: государство → монополия → банк. Однако в отличие от Глобэкса – они гораздо крупнее и имеют заметно более самостоятельный бизнес, хотя и пользуются поддержкой аффилированных структур. У Эмитента, по словам топ-менеджмента, еще все впереди, хотя дальнейшая независимость решений, по нашему мнению, все же остается под вопросом. Сам Банк так определяет основное направление своей деятельности: «кредитование определяемых Правительством РФ приоритетных отраслей экономики». На наш взгляд, это подразумевает постоянную «дотационность» в развитии Банка, хотя топ-менеджмент настаивает на самостоятельности кредитной организации и планах по выходу на коммерческий уровень проекта, то есть ориентации на получение прибыли. Отметим, что рейтинги Банка позволяют его бумагам войти в Ломбардный список, куда 29 января уже включен обращающийся облигационный заем серии 01.

Уровень достаточности капитала. Как несомненное преимущество Банка мы выделяем его высокую капитализацию: достаточность собственных средств (Н1) на 1 января 2010 года составила 28,86%. Для сравнения: ВТБ – 24,1%, Сбербанк – 23,2%, РСХБ – 21,7%, ГПБ – 19,2%, ТКБ – 15,3%. Всего собственные средства Банка составляют 17,3 млрд руб., в т.ч. капитал 1 уровня – 16,3 млрд руб. Это дает Банку существенный запас прочности в случае негативного развития ситуации в финансовом секторе. Напомним, что в текущем году запланировано за счет ВЭБа дальнейшее увеличение капитала на 5 млрд руб.

Структура пассивов. Помимо высокой доли капитала также обращаем внимание на существенный вклад средств клиентов в формировании пассивов – порядка 59%. Для сравнения: Сбербанк – 79%, Газпромбанк – 52%, ТКБ – 65%. Однако здесь Банку не удалось избежать концентрации – на десять крупнейших клиентов приходилось (по МСФО на 1 октября 2009 года) около 33% средств (депозиты и текущие счета). Низкая диверсификация контрагентов заметно снижает позитив данного фактора.

Долговые обязательства (векселя, облигации) формируют около 10% пассивов (7,1 млрд руб.). Данную зависимость можно назвать умеренной, однако на текущий год у Банка довольно агрессивные планы по выходу на публичный долговой рынок – через рублевые

| Нормативные показатели Глобэксбанка | | |
|---|--------------------|----------------------|
| Показатель | 1 января 2010 года | нормативные значения |
| Норматив достаточности собств. средств (Н1) | 28,9% | min 10 |
| Норматив мгновенной ликвидности (Н2) | 73,2% | min 15 |
| Норматив текущей ликвидности (Н3) | 101,7% | min 50 |
| Норматив долгосрочной ликвидности (Н4) | 79,4% | max 120 |
| Макс. размер риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (Н6) | 18,1% | max 25 |
| Макс. размер крупных кредитных рисков (Н7) | 213,4% | max 800 |
| Макс. р-р кредитов, банк. гарантий и поручительств, предоставл-х банком своим участникам (Н9.1) | 0,0% | max 50 |
| Совокупная величина риска по инсайдерам банка (Н10.1) | 0,0% | max 3 |

Источник: данные Глобэксбанка

облигации привлечь 10 млрд руб., через еврооблигации – 200 млн долл. (2–3 квартал 2010 года), синдицированный кредит – 5 млрд руб. Планы по векселям и увеличению привлечения клиентских средств не раскрываются. С другой стороны, текущий год не пройдет и без поддержки ВЭБа – предполагается привлечение кредитной линии в размере 15 млрд руб.

Негативные факторы:

Кредитный портфель. В целом, как мы уже сказали выше, кредитный портфель (43,9 млрд руб., 64% пассивов) Банка можно описать двумя основными моментами: отсутствие истории и высокая концентрация на отдельных клиентах. Первое привело к тому, что уровень просроченной задолженности минимален – около 1% в общем портфеле, резервов – 2,1% (на 1 октября 2009 года по МСФО). Однако оптимизм в данном случае мы считаем излишним, поскольку портфель был сформирован, по сути, в 2009 году (за год его размер вырос с 8 млрд руб. до 44 млрд руб.), то его качество не было проверено «временем» и, судя по срочной структуре (59% представлено кредитами от 1 до 3 лет), могло себя еще не проявить.

Также беспокойство у нас вызывает концентрация портфеля на отдельных заемщиках, что приводит к повышенным рискам по кредитным операциям, несмотря на низкие показатели просрочки и нормы резервирования. При этом финансовое состояние клиентов не всегда можно назвать сильным – ОАО «АВТОВАЗ» (7,9% портфеля), ООО «Юг Девелопмент» (7,1%), ОАО «Иркутскэнерго» (5,6%). Дефолт любого из крупных заемщиков приведет к крайне негативным последствиям. Всего на 14 клиентов приходится порядка 64% портфеля Банка. Такая концентрация в том числе стала возможна за счет высокой капитализации Банка, которая позволяет не нарушать норматив Н6 – 18,1% (не более 25%). Отметим, что в 2010 году Эмитент планирует увеличить кредитный портфель до 85 млрд руб. (+94%), что, возможно, позволит снизить его концентрацию.

Показатель Cost/Income. В связи с тем, что доходы Банка в 2009 году заметно уменьшились (шло формирование кредитного портфеля), а операционные расходы не могли быть пропорционально сокращены, по итогам 9 месяцев прошлого года Глобэксбанк продемонстрировал резкое ухудшение эффективности деятельности. В результате, показатель Cost/Income вырос в два раза: с 40,3% за 2008 год (по МСФО) до 80,2% за 9 месяцев 2009 года. Для сравнения – ТрансКредитБанк – 35,8%, ВТБ – 43%, Сбербанк – 34,2%.

Стратегия развития. В 2010 году Банк планирует увеличить масштабы своего бизнеса вдвое: активы до 122 млрд руб. (в 1,8 раза), кредитный портфель до 85 млрд руб. (почти в 2 раза), капитал до 22,5 млрд руб. (+30,5%).

Это потребует активного привлечения внешних заимствований:

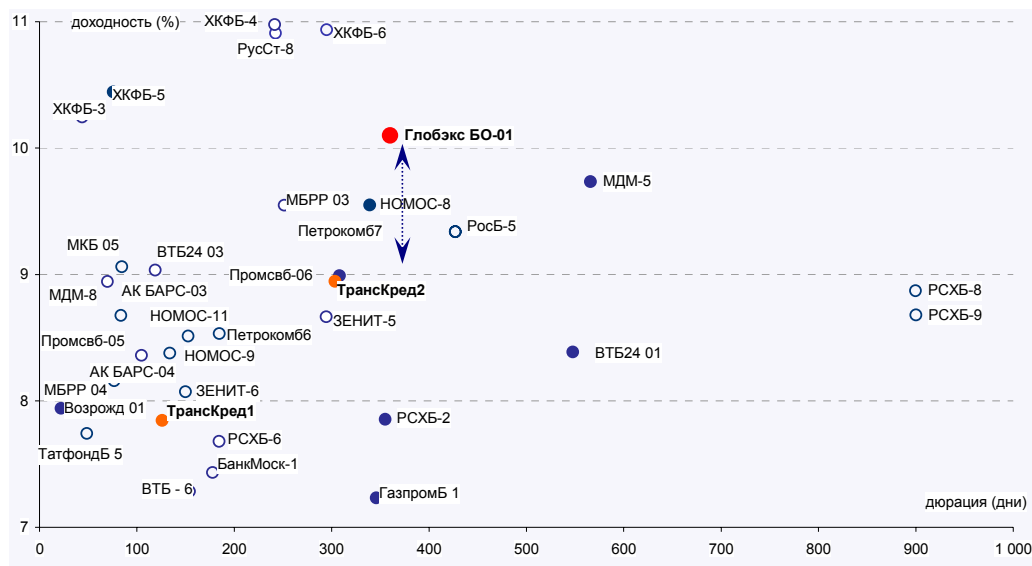
Банк планирует разместить облигации на 10 млрд руб., еврооблигации – на 200 млн долл., привлечь синдицированный кредит в объеме 5 млрд руб. Планы можно назвать более чем амбициозные, с учетом пока небольших размеров Банка по сравнению с другими участниками рынка. Мы не уверены, что в рамках «рыночных» сделок Эмитенту удастся выполнить данные планы. Не облегчат ему задачу и заявления акционеров о потенциальной продаже Банка, что исключает заимствования на долгий срок или повышает их стоимость.

ПОЗИЦИОНИРОВАНИЕ

Формируя собственные оценки по предстоящему выпуску, мы делали это с оговоркой на сохранение Эмитентом статуса «дочки» ВЭБа в течение всего срока обращения бумаг. На наш взгляд, предложенная премия в объеме около 100–120 б.п. к бумагам ТрансКредитБанка, также являющегося дочерней кредитной организацией крупной госкомпании и имеющего сопоставимые кредитные рейтинги, является минимальной с учетом неясности дальнейшей стратегии развития Банка и реального качества его кредитного портфеля. Мы ожидаем, что размещение пройдет по верхней границе указанного диапазона.

Поскольку у бумаги есть все шансы войти в ломбард (заем серии 01 включен в Ломбардный список 29 января текущего года), мы рекомендуем участвовать в размещении. На горизонте до 1 года (до оферты) прогнозируем сохранение высокой финансовой устойчивости Эмитента и, соответственно, качества выпуска.

Доходность предстоящего выпуска Глобэксбанка



Показатели деятельности Глобэксбанка по МСФО

| Балансовые показатели, млн руб. | 2006 | % | 2007 | % | 2008 | % | 9мес.2009 | % |
|---|-------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|------------------|----------|
| Активы | 66 697 | 100,0% | 88 569,0 | 100,0% | 65 879,0 | 100,0% | 53 060,0 | 100,0% |
| Денежные средства и эквиваленты | 14 236 | 21,3% | 13 258,0 | 15,0% | 49 316,0 | 74,9% | 6 203,0 | 11,7% |
| Кредиты и дебиторская задолженность | 45 669 | 68,5% | 65 617,0 | 74,1% | 10 460,0 | 15,9% | 37 016,0 | 69,8% |
| Средства клиентов | 38 126 | 57,2% | 57 732,0 | 65,2% | 36 566,0 | 55,5% | 30 012,0 | 56,6% |
| Выпущенные долговые ценные бумаги | 9 463 | 14,2% | 8 017,0 | 9,1% | 7 621,0 | 11,6% | 2 691,0 | 5,1% |
| Итого обязательств | 54 462 | 81,7% | 73 606,0 | 83,1% | 47 286,0 | 71,8% | 34 047,0 | 64,2% |
| Уставной капитал | 18 204 | 27,3% | 18 204,0 | 20,6% | 18 204,0 | 27,6% | 18 204,0 | 34,3% |
| Итого капитал | 12 235 | 18,3% | 14 963,0 | 16,9% | 18 593,0 | 28,2% | 19 013,0 | 35,8% |
| Показатели отчета о прибылях и убытках, млн руб. | 2006 | % | 2007 | % | 2008 | % | 9мес.2009 | % |
| Процентные доходы | 5 601 | --- | 7 254,0 | --- | 7 834,5 | --- | 2 943,0 | --- |
| Чистые процентные доходы | 2 382 | --- | 2 859,0 | --- | 3 454,0 | --- | 1 034,0 | --- |
| Операционные доходы | 3 528 | --- | 6 135,5 | --- | 8 017,9 | --- | 2 432,6 | --- |
| Прибыль | 1 | --- | 2 727,9 | --- | 3 630,2 | --- | 360,2 | --- |
| Относительные показатели | 2006 | % | 2007 | % | 2008 | % | 9мес.2009 | % |
| Cost / Income | 60,0% | --- | 39,4% | --- | 40,3% | --- | 80,2% | --- |
| ROE | 7,1% | --- | 18,2% | --- | 19,5% | --- | 1,9% | --- |
| ROA | 1,3% | --- | 3,1% | --- | 5,5% | --- | 0,7% | --- |

Источник: данные Глобэксбанка

Показатели деятельности Глобэксбанка по РСБУ

| Балансовые показатели, млн руб. | 2008 | % | 1кв.09 | % | 2кв.09 | % | 3кв.09 | % | 2009 | % |
|--|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------|----------|--------|----------|--------|
| Активы | 64 152 | 100,0% | 59 984,0 | 100,0% | 50 264,0 | 100,0% | 50 756,0 | 100,0% | 68 943,0 | 100,0% |
| Денежные средства и эквиваленты | 14 500 | 22,7% | 2 677,0 | 4,5% | 3 312,0 | 6,6% | 1 997,0 | 3,9% | 4 019,0 | 5,8% |
| Средства в банках, в т.ч. | 38 226 | 59,7% | 42 262,0 | 70,0% | 26 624,0 | 53,2% | 7 101,0 | 14,0% | 11 223,0 | 16,3% |
| Кредиты и дебиторская задолженность, в т.ч. | 7 958 | 12,4% | 9 420,0 | 15,7% | 14 613,0 | 29,2% | 35 069,0 | 69,0% | 43 874,0 | 63,6% |
| Финансовые активы для продажи, в т.ч. | 3 | 0,0% | 543,6 | 0,8% | 2 652,0 | 5,4% | 3 804,0 | 7,5% | 7 029,0 | 10,2% |
| Средства других банков, в т.ч. | 2 219 | 3,4% | 1 459,0 | 2,5% | 650,0 | 1,1% | 1 103,0 | 2,2% | 3 572,0 | 5,2% |
| Средства клиентов | 35 967 | 56,3% | 36 934,0 | 61,7% | 31 478,0 | 52,3% | 29 706,0 | 58,6% | 40 323,0 | 58,5% |
| Выпущенные долговые ценные бумаги, в т.ч. | 7 768 | 12,2% | 4 486,0 | 7,5% | 1 057,0 | 1,8% | 2 761,0 | 5,5% | 7 136,0 | 10,4% |
| Обязательства | 46 682 | 73,0% | 43 650,0 | 72,7% | 33 728,0 | 67,4% | 34 078,0 | 67,1% | 51 543,0 | 75,1% |
| Капитал | 13 314 | 20,8% | 13 009,0 | 21,7% | 13 315,0 | 22,2% | 13 349,0 | 26,2% | 13 328,0 | 19,3% |
| Нераспределенная прибыль / (непокрытыйубыток) | 4 155 | 6,6% | 3 325,0 | 5,5% | 3 221,0 | 5,3% | 3 329,0 | 6,5% | 4 072,0 | 5,9% |
| Итого собственный капитал | 17 470 | 27,3% | 16 334,0 | 27,2% | 16 536,0 | 27,5% | 16 678,0 | 32,9% | 17 400,0 | 24,9% |
| Относительные показатели | 2008 | 1кв.09 | 2кв.09 | 3кв.09 | 4кв.09 | 2009 | | | | |
| Чистые процентные доходы/средние Активы (процентная маржа) | 5,90% | --- | 1,25% | 1,31% | 2,35% | 4,02% | --- | --- | --- | --- |
| Cost / Income, % | 45,00% | 72,90% | 87,80% | 64,80% | 55,00% | 67,80% | --- | --- | --- | --- |
| ROAE, % | 25,62% | 1,77% | Отриц. | 0,65% | 4,36% | 6,00% | --- | --- | --- | --- |
| ROAA, % | 5,44% | 0,48% | Отриц. | 0,21% | 1,24% | 1,57% | --- | --- | --- | --- |

Источник: данные Глобэксбанка

Контактная информация

| | | |
|--|--|------------------------|
| Номос-Банк (ОАО) | 109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5 | |
| Старший Вице-президент | Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48 | pivkov_rv@nomos.ru |
| Департамент долговых инструментов | (495) 797-32-48 | ib@nomos.ru |
| Директор департамента | Голованов Валерий / ext.4424 | golovanov_vn@nomos.ru |
| | Цвеляк Евгений / ext. 3581 | tsvelyak_ea@nomos.ru |
| | Турик Анна / ext. 3575 | turik_aa@nomos.ru |
| | Петров Алексей / ext. 4581 | petrov_av@nomos.ru |
| Аналитика | (495) 797-32-48 | research@nomos.ru |
| | Голубев Игорь / ext. 4580 | igolubev@nomos.ru |
| | Ефремова Ольга / ext. 3577 | efremova_ov@nomos.ru |
| | Ильин Илья / ext. 4426 | ilin_io@nomos.ru |
| | Полкутов Александр / ext. 4428 | polyutov_av@nomos.ru |
| | Федоткова Елена / ext. 4425 | fedotkova_ev@nomos.ru |
| Департамент операций на финансовых рынках | (495) 797-32-48 | |
| Директор департамента | Третьяков Алексей / ext. 3120 | tretyakov_av@nomos.ru |
| Заместитель начальника управления дилинговых операций | Попов Роман / ext. 4671 | popov_ry@nomos.ru |
| Руководитель группы портфельных менеджеров | Орлянский Андрей / ext. 4673 | orlyanskiy_av@nomos.ru |
| Департамент брокерского обслуживания и управления активами | (495) 797-32-48 | |
| Заместитель директора департамента | Матюшина Анна / ext. 4121 | matyushina_ai@nomos.ru |
| Начальник отдела поддержки клиентов | Сотникова Евгения / ext. 4132 | sotnikova_ea@nomos.ru |

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.