

БАНК СМОТРИТ НА ВНЕШНИЙ РЫНОК

Проходит роуд-шоу еврооблигаций в рамках программы LPN

Банк хочет разместить еврооблигации без премии ко вторичному рынку. На текущей неделе в Азии и Европе проходит роуд-шоу в рамках размещения новых еврооблигаций Газпромбанка. Ранее была зарегистрирована программа заимствований (LPN) объемом 10 млрд долл., и в ходе проходящего роуд-шоу банк хотел бы продать бонды на 500–1000 млн долл. сроком на пять лет. С начала года Газпромбанк погасил два выпуска еврооблигаций на сумму, эквивалентную приблизительно 1 млрд долл. (в феврале на 10 млрд руб., а в апреле – на 700 млн долл.), и теперь он, естественно, выжидает, пока на внешних рынках сложится благоприятная конъюнктура, чтобы заместить погашенные средства. Насколько мы понимаем, банк не испытывает необходимости в срочном привлечении новых заимствований: его представители утверждали, что роуд-шоу имеет статус non-deal и предназначено для оценки спроса инвесторов на потенциальные долговые инструменты банка. Кроме того, ряд источников опубликовал информацию, что банк хотел бы разместиться под ставку 6,5%, то есть без премии ко вторичному рынку. Однако, принимая в расчет, что вышедшие совсем недавно на первичный рынок евробондов ВЭБ и Промвязьбанк предложили инвесторам премию, Газпромбанку, чтобы продать желаемые объемы, придется, на наш взгляд, сделать то же самое.

Основные аспекты кредитного профиля банка. Последнюю консолидированную отчетность банка по US GAAP (за 2009 г.) мы анализировали в специальном обзоре от 28 мая: <http://bonds.finam.ru/comments/item1F75D/rqdate7DA051C/default.asp>), поэтому не будем повторять здесь свои выводы полностью. Напомним лишь основные характеристики кредитного профиля банка:

- Относительно низкая достаточность капитала: на конец 2009 г. отношение собственного капитала к активам составляло 11,26%, достаточность капитала I уровня – 9,5%. Однако в 2008–2009 гг. банк получил от акционеров и ВЭБа субординированные кредиты на общую сумму 130 млрд руб. И хотя по российскому законодательству только 15 млрд руб. из этой суммы классифицируются как капитал I уровня, все эти кредиты были получены на срок более 10 лет (от акционеров – на 30 лет), что дает основания учитывать их в среднесрочной перспективе как капитал. В таком случае отношение собственного капитала банка к активам составит уже 19,6%, что уже является нормальным уровнем.

Параметры нового выпуска

Эмитент	GPB Eurobond Finance PLC
Заемщик	Газпромбанк
Кредитные рейтинги заемщика	ВВ/ВааЗ/-
Объем выпуска	500-1000 млн
Программа	LPN
Валюта	Долл.
Срок	5 лет

Ключевые финансовые показатели Газпромбанка, млн руб.

US GAAP	2008	6 мес. 09	2009
Чистые проц. доходы	28 629	17 694	34 526
Чистые комисс. доходы	6 865	2 424	5 497
Доход от операций с ц. б.	(32 201)	29 682	39 694
Доход от операций с ин. вал.	(96 924)	(33 061)	15 854
Доход от переоц. ин. вал.	21 166	39 342	11 436
Суммарные операц. д-ды	(26 623)	72 966	147 460
Операционные расходы	(42 761)	(16 409)	(37 195)
Резервы	(13 980)	(23 196)	(29 139)
Чистая прибыль	(68 234)	24 445	58 768
Денежные ср-ва и эквив.	84 911	31 331	75 964
Средства в других банках	594 217	434 727	352 466
Ценные бумаги	218 651	208 866	187 930
Кредиты и авансы клиентам	630 083	825 568	749 292
Основные средства	133 954	147 720	155 798
Прочие активы	190 351	207 131	219 692
Активы	1 852 167	1 855 343	1 741 142
Средства ЦБ РФ	519 430	410 108	49 247
Средства других банков	118 814	85 842	139 654
Средства физических лиц	132 591	149 688	170 584
Средства корп. клиентов	311 235	391 062	509 096
Средства гос. компаний	198 740	270 060	201 071
Долговые ценные бумаги	181 236	156 369	169 114
Прочие обязательства	237 563	195 442	161 752
Субординированные кредиты	24 678	40 271	144 630
Собственный капитал	127 880	156 501	195 994
Коэффициенты			
Чистая проц. маржа, %	3,6	2,4	2,5
ROAA, %	(5,5)	2,6	3,3
ROAE, %	(34,4)	34,4	36,3
Просроченная зад-ть*, %	1,5	2,0	3,9
Норма резервирования, %	3,6	5,7	6,9
Общая д-ть капитала, %	9,2	10,8	14,8
Д-ть капитала I уровня	7,8	8,6	9,5
Кредиты/депозиты	98,1	101,8	85,1
Расходы/доходы, %	(160,6)	22,5	25,2

* Кредиты, просроченные более чем на 90 дней

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Банк смотрит на внешний рынок

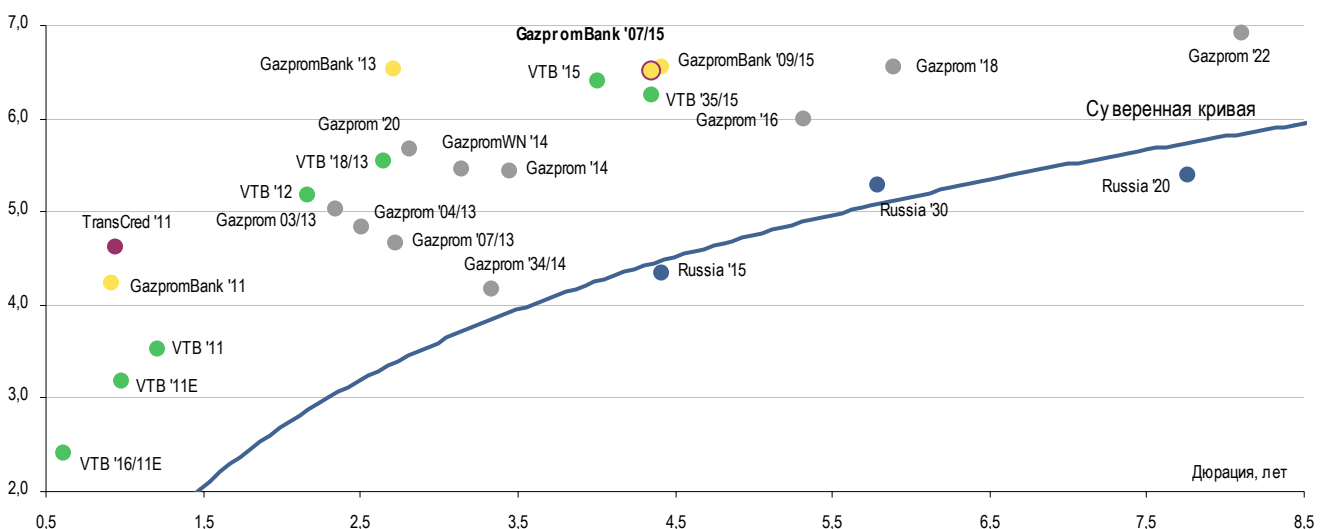
- Чрезвычайно низкий (даже для корпоративного банка) уровень чистой процентной маржи. По нашему мнению, причиной этого стало масштабное привлечение беззалоговых кредитов ЦБ (519 млрд руб. на начало 2009 г.). Но в течение 2009 г. 470 млрд руб. из этих кредитов были погашены, что должно устранить существенное давление на маржу в 2010 г.
- Высокое качество активов при уровне просроченной задолженности, равном лишь 3,9% от валового кредитного портфеля. Даже несмотря на то что 5% от портфеля было реструктурировано, положительная динамика снижения отчислений в резервы свидетельствует о стабилизации ситуации с просроченной задолженностью.
- Нестабильность структуры операционных доходов, в которых 45% (в 2009 г.) пришлось на долю доходов от операций с ценными бумагами и иностранной валютой. Это сопряжено с определенными рисками, так как неправильно занятая банком позиция привела к чистому убытку по итогам года в размере 68 млрд руб.

Положительное решение S&P. Буквально на днях международное агентство S&P повысило прогноз по рейтингам банка «ВВ» со «Стабильного» на «Позитивный», отметив улучшение по ряду тех негативных характеристик, на которые мы обратили внимание, анализируя отчетность за 2009 г. В частности, агентство выделило повышение уровня управления и контроля над рисками, а также снижение аппетита к рыночным рискам и степени подверженности этим рискам. Действительно, по итогам прошлого года банк сократил портфель ценных бумаг на 30,7 млрд руб., увеличив кредитный портфель на 119,3 млрд руб. без существенного ухудшения качества активов. Кроме того, S&P отмечает улучшение показателей капитализации (которые, впрочем, остаются пока низкими, на что мы и обращали внимание инвесторов), а также качество активов, которое у Газпромбанка выше среднего по отрасли. Исходя из вышеупомянутых позитивных изменений, агентство в ближайшие 12 месяцев ожидает, что финансовые показатели банка продолжают улучшаться. В частности, стабилизация ситуации с просроченной задолженностью на текущем приемлемом уровне позволит Газпромбанку снизить уровень резервирования, что положительно скажется на чистом итоге банка в будущем.

Ориентир по доходности новых бумаг выглядит агрессивно. В настоящее время у Газпромбанка находятся в обращении три выпуска долларовых еврооблигаций, которые задают ориентиры доходности для размещаемых бумаг. В то же время отметим, что относительно низкая ликвидность обращающихся выпусков не позволяет считать их в полной мере показательными для позиционирования нового займа. Выпуск GPB'15, который близок по дюрации к размещаемым бумагам, в настоящий момент предлагает доходность на уровне YTM6,53%, что исходя из ориентиров доходности по новому займу (6,5%) свидетельствует о намерениях эмитента разместиться без предложения премии ко вторичному рынку. Мы считаем подобную оценку достаточно агрессивной, учитывая, что на сформировавшихся уровнях доходностей обращающиеся бумаги Газпромбанка и без того смотрятся дорого. Так, выпуск GPB'15 торгуется с минимальной премией в доходности (15–30 б.п.) к сходным с ним по дюрации выпускам VTB'15 и VTB'35, что представляется нам слишком скромной компенсацией за кредитный риск Газпромбанка, поскольку кредитные рейтинги последнего на две ступени ниже, чем у ВТБ. По нашей оценке, справедливый спред составляет 40–50 б.п. Мы считаем выпуски ВТБ очевидно лучшим выбором среди упомянутых бумаг – как по причине лучших рейтингов, так и ввиду более высокой ликвидности. Ориентируясь на текущую кривую ВТБ, мы видим справедливую доходность для новых пятилетних еврооблигаций Газпромбанка на уровне YTM6,65–6,75%.

Прайсинг новых бумаг выглядит агрессивно

Диаграмма доходностей российских еврооблигаций (котировки действительны на 6 июля)



Источники: Bloomberg

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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpoaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru

Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru

Дарья Соношкина, SonyushkinaDA@uralsib.ru

Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсикова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Банки

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

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevnm@uralsib.ru

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,

Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru

Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru

Евгений Гринкруг, grinkruges@uralsib.ru

Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru

Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru

Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru

Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru

Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Кирилл Бахтин, bakhtinkv@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru

Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru

Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать ofertas. 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 2010