

БИРЖЕВЫЕ ОБЛИГАЦИИ НА 2 МЛРД РУБ. С ОФЕРТОЙ ЧЕРЕЗ 18 МЕСЯЦЕВ

Первичное размещение

Инвесторам предлагаются рублевые БО. Банк «Восточный экспресс» (ВЭ), которому агентство Moody's недавно подняло рейтинг до уровня «В2», проводит маркетинг нового выпуска биржевых облигаций на сумму 2 млрд руб. сроком обращения три года и офертой через 18 месяцев. Организаторы размещения ориентируют инвесторов на доходность бумаги к оферте в диапазоне 9–9,5%.

Игорь Ким пока остается акционером, IFC хочет войти в капитал. В настоящее время банком владеет группа частных лиц: Сергей Власов (гендиректор банка, доля – 20,2%), Игорь Ким (совладелец МДМ Банка, 19,3%), Андрей Бекарев (17,1%) и Александр Таранов (13%). О намерении войти в капитал ВЭ заявляла Международная финансовая корпорация (IFC), но сделка пока не завершена. Мы считаем присутствие Игоря Кима в числе акционеров банка позитивным фактором для кредитного профиля ВЭ, поскольку во время кризиса ни одна компания с участием Кима в капитале не объявляла дефолт по публичным долгам. Впрочем, в последние годы доля Кима в ВЭ заметно сократилась: в 2008 г. он был крупнейшим акционером банка с 40,5-процентным пакетом акций. Также следует отметить, что в капитале ВЭ участвует крупный портфельный инвестор – фонд Ренессанс Капитал, владеющий 16,1% акций.

Поглощения поддерживают рост. Банк активно растет с низкой базы – во многом за счет слияний и поглощений (M&A). В июле 2010 г. ВЭ закрыл сделку по покупке Городского ипотечного банка в центральной России, а в октябре 2010 г. планирует консолидировать Ростпромстройбанк (Ростов, юг России). Таким образом, ВЭ выводит свой бренд на рынки непрофильных регионов (первоначально банк работал на Дальнем Востоке). К концу 2010 г. ВЭ рассчитывает открыть филиалы почти во всех российских городах, население которых превышает 50 000 человек. Основное направление бизнеса ВЭ – розничное кредитование.

Неустойчивая динамика просроченной задолженности... Банк публикует полугодовые результаты по МСФО. По неизвестным причинам ВЭ не обнародовал консолидированные показатели за I полугодие 2010 г., хотя они упоминаются в аналитическом комментарии НОМОС-БАНКа – организатора предстоящего размещения. Мы будем опираться на эти показатели в нашем обзоре, но хотим отметить, что ВЭ выглядел бы гораздо более прозрачным и инвестиционно привлекательным, если бы своевременно публиковал промежуточную отчетность на своем веб-сайте. Выразив легкое недовольство, вернемся к финансовому положению банка. ВЭ действительно быстро растет: его совокупные активы увеличились на 33% в 2008 г., на 54% в 2009 г. и уже на 25% – до 2,1 млрд долл. – в I полугодии 2010 г. Что касается качества активов, доля просроченной задолженности (свыше 90 дней) довольно нестабильна – в конце 2006 г. она достигала 12,8%, затем сократилась до 5,9% в 2008 г., но увеличилась до 9,5% в июле 2010 г.

Параметры выпуска

| | |
|-----------------------------------|--------------------|
| Эмитент | ОАО КБ "Восточный" |
| Рейтинг эмитента | В2 |
| Объем | 2 млрд руб. |
| Серия | Б05 |
| Срок | 3 года |
| Оферта | 18 мес. |
| Дата аукциона | 21 октября 2010 г. |
| Маркетируемая доходность к оферте | 9-9,5% |

Ключевые показатели

| Показатели по МСФО, млн долл. | Показатели по МСФО, млн долл. | | |
|---------------------------------------|-------------------------------|-------|----------|
| | 2008 | 2009 | I п/г 10 |
| Денежные средства | 113 | 171 | 176 |
| Валовые кредиты | 841 | 1 252 | 1 637 |
| Чистые кредиты | 797 | 1 166 | 1 487 |
| Резервы на возм. потери по ссудам | (44) | (85) | (150) |
| Проблемные кредиты | 49 | 98 | 156 |
| Задолженность банков | 10 | 27 | - |
| Финансовые активы | 1 | 178 | - |
| Матер. и нематер. активы | 63 | 94 | - |
| Активы | 1 170 | 1 745 | 2 094 |
| Клиентские средства | 633 | 1 369 | 1 551 |
| Долговые ценные бумаги | 94 | 74 | 75 |
| Задолженность перед банками | 191 | 6 | - |
| Собственный капитал | 196 | 247 | 249 |
| Чистый процентный доход | 152 | 123 | 80 |
| Отчисления в резерв | (71) | (76) | (43) |
| ЧПД после резервов | 81 | 47 | 37 |
| Комиссионный доход | 89 | 65 | 47 |
| Операционная прибыль | 208 | 125 | 93 |
| Операционные расходы | (160) | (127) | (96) |
| Прибыль до налогов | 48 | 1 | - |
| Чистая прибыль | 34 | 3 | 0 |
| ЧПМ, % | 17,7 | 10,6 | 10,3 |
| ЧПМ после резервов | 9,5 | 4,1 | 4,7 |
| Доходность средних активов, % | 3,1 | 0,2 | 0,0 |
| Доходность собств. капитала | 17,4 | 1,1 | 0,0 |
| Затраты/доходы | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| Чистые кредиты/Клиентские депозиты | 1,3 | 0,9 | 1,0 |
| Доля ликвидных активов, % | 10,5 | 12,0 | 8,4 |
| Резервы/Валовые кредиты | 5,2 | 6,8 | 9,2 |
| Доля проблемных кредитов, % | 5,9 | 7,8 | 9,5 |
| Собственный капитал/Совокупные активы | 16,8 | 14,1 | 11,9 |

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Биржевые облигации на 2 млрд руб. с офертой на 18 месяцев

Коэффициент покрытия просроченных кредитов (свыше 90 дней) резервами традиционно был ниже 100%, однако последние данные свидетельствуют о сокращении разрыва – в I полугодии 2010 г. резервы составили 150 млн долл., или 9,2% от валового кредитного портфеля. Следует отметить, что на долю чистых кредитов приходится 78% суммарных активов ВЭ, поэтому кредитный портфель является главным и практически единственным источником прибыли банка (конечно, вкуче с комиссионными доходами). В целом нас, конечно, тревожит, что финансовые показатели ВЭ свидетельствуют об устойчивом ухудшении качества активов, риск которого повышается из-за стремительного роста кредитного портфеля и высокой активности в сфере M&A (поскольку иногда сложно заранее предсказать, что именно достанется покупателю в результате сделки). Финансовая отчетность ВЭ за 2010 г. должна отразить результаты консолидации двух упомянутых выше региональных банков, и этим объясняется высокая степень неопределенности в отношении динамики просрочки по итогам года. С другой стороны, для банка с розничным портфелем уровень просроченной задолженности ВЭ до сих пор выглядел вполне адекватно, а финансовые показатели других розничных банков в последнее время демонстрировали весьма позитивную динамику, поскольку качество розничных кредитов, особенно выданных после кризиса, зачастую оказывалось выше, чем корпоративных. Исходя из этого, было бы логично ожидать, что по итогам 2010 г. доля просроченной задолженности ВЭ стабилизируется вблизи текущего уровня 10%.

...дает неустойчивый финансовый результат. Рост просроченной задолженности требует увеличения резервов, и действительно, ВЭ потратил на их формирование 70 млн долл. в 2008 г., 70 млн долл. в 2009 г. и 43 млн долл. в I полугодии 2010 г., тогда как в 2007 г. расходы на эти цели составляли всего 24 млн долл. В 2008 г. увеличение резервов компенсировала значительная чистая процентная маржа, составившая 17,7%. Однако в 2009 г. ЧПМ снизилась до 10,6%, а в I полугодии 2010 г. – до 10,3%. Отметим, что в последнее время рост кредитного портфеля почти полностью финансировался за счет новых депозитов, поэтому в 2009 г. банк не мог избежать роста стоимости фондирования. В итоге чистый процентный доход ВЭ после создания резервов составил 81 млн долл. в 2008 г., 46 млн долл. в 2009 г. и 36 млн долл. в I полугодии 2010 г. С учетом комиссионных доходов операционная прибыль банка в I полугодии 2010 г. достигла 93 млн долл., увеличившись на 43% год к году. К сожалению, этот рост был полностью нивелирован увеличением издержек: по итогам I полугодия 2010 г. отношение расходов к доходам повысилось до 71% с 63% в 2009 г. В результате ВЭ получил нулевую чистую прибыль в I полугодии текущего года против 3 млн долл. в 2009 г. и 34 млн долл. в 2008 г. По-видимому, вместо того чтобы заботиться о прибыли, руководство банка просто старалось избежать убытков в посткризисный период, решив профинансировать расширение бизнеса в расчете на рост доходов во время нового кредитного бума. Таким образом, хотя мы негативно оцениваем снижение чистой процентной маржи ВЭ, банк успешно достиг основной цели и сохранил капитал во время кризиса, а ЧПМ, скорее всего, начнет постепенно восстанавливаться, поскольку дорогостоящие депозиты, привлеченные в 2009 г., будут со временем заменены более дешевыми.

Банк "Восточный экспресс" и сопоставимые с ним банки

Ключевые финансовые показатели отдельных российских банков

| | Рейтинг (S/M/F) | Стандарт | Активы, млн долл. | ЧПМ, % | Затраты/доходы | Доходность активов, % | Кредиты/депозиты | Капитал I уровня, % | Резервы/Кредиты, % |
|------|--------------------|------------|-------------------|--------|----------------|-----------------------|------------------|---------------------|--------------------|
| 2008 | Альфа-Банк | МСФО | 27 052 | 6,6 | 0,37 | 0,90 | 1,6 | 7,9 | 6,2 |
| | Банк С.-Петербург | МСФО | 7 400 | 7,2 | 0,35 | 1,80 | 1,0 | 8,7 | 3,9 |
| | МКБ | МСФО | 2 055 | 6,1 | 0,54 | 2,10 | 1,7 | 10,6 | 1,3 |
| | Кредит Европа Банк | МСФО | 2 313 | 12,2 | 0,46 | 2,20 | 6,1 | 17,1 | 5,5 |
| | ЖКФБ | МСФО | 3 892 | 27,0 | 0,47 | 4,10 | 7,7 | 18,2 | 10,7 |
| | ЛОКО-Банк | МСФО | 1 128 | 6,5 | 0,53 | 1,40 | 1,7 | 14,2 | 4,1 |
| | МДМ | МСФО | 11 291 | | | | 1,7 | 12,5 | 5,9 |
| | Номос | МСФО | 9 530 | 6,9 | 0,36 | 2,90 | 1,6 | 11,7 | 5,3 |
| | Промсвязьбанк | МСФО | 15 843 | 8,1 | 0,45 | 0,50 | 1,3 | 8,7 | 5,7 |
| | Ренессанс | МСФО | 2 204 | 20,2 | 0,47 | 3,00 | 5,4 | 19,0 | 5,2 |
| | Русский Стандарт | МСФО | 7 713 | 22,8 | 0,48 | 3,70 | 7,3 | 17,1 | 5,6 |
| | Восточный экспресс | | МСФО | 1 170 | 17,7 | 0,57 | 3,10 | 1,3 | 16,8 |
| 2009 | Альфа-Банк | В+/Ва1/BB- | 21 646 | 5,1 | 0,51 | 0,30 | 1,0 | 12,5 | 10,1 |
| | Банк С.-Петербург | Ва3 | 7 844 | 5,0 | 0,25 | 0,30 | 0,9 | 10,7 | 9,1 |
| | МКБ | В1/В+ | 2 898 | 5,8 | 0,42 | 1,00 | 1,3 | 12,7 | 2,4 |
| | Кредит Европа Банк | Ва3/BB- | 2 311 | 8,2 | 0,40 | 2,10 | 2,2 | 18,2 | 7,3 |
| | ЖКФБ | В+/Ва3 | 3 212 | 22,8 | 0,37 | 4,60 | 4,3 | 27,8 | 13,1 |
| | ЛОКО-Банк | В2/В+ | 1 106 | 3,5 | 0,38 | 1,80 | 1,3 | 15,6 | 7,5 |
| | МДМ | В+/Ва2/BB | 13 411 | 6,5 | 0,43 | 0,40 | 1,2 | 15,3 | 15,7 |
| | Номос | Ва3/BB- | 9 226 | 6,2 | 0,29 | 1,40 | 1,2 | 13,2 | 9,5 |
| | Промсвязьбанк | В/Ва2/В+ | 15 688 | 6,7 | 0,41 | 0,10 | 0,9 | 8,1 | 12,7 |
| | Ренессанс | В-/В3/В- | 1 436 | 12,5 | 0,67 | 8,10 | 4,3 | 22,0 | 15,2 |
| | Русский Стандарт | В+/Ва3/В+ | 4 665 | 12,8 | 0,66 | 2,30 | 3,5 | 21,1 | 9,2 |
| | Восточный экспресс | В2 | МСФО | 1 745 | 10,6 | 0,63 | 0,20 | 0,9 | 14,1 |

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

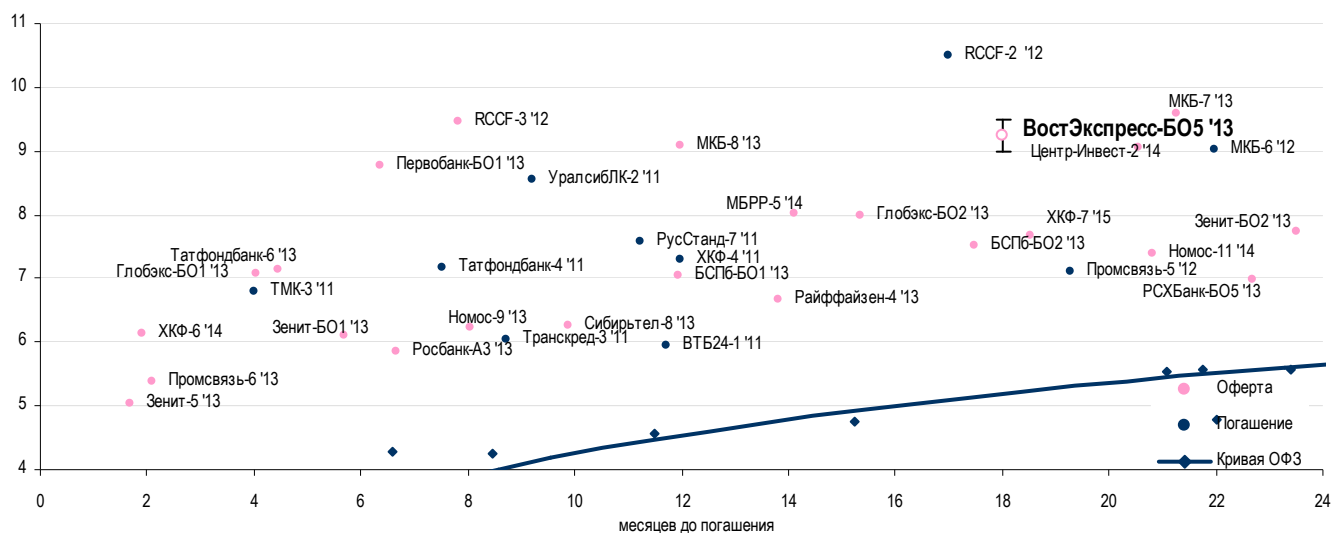
Сравнительно небольшая капитальная база при высокой ликвидности. При увеличении объемов бизнеса немедленно растут потребности в капитале, так что уровень капитализации – самое уязвимое место ВЭ. В 2007 г. отношение капитала к совокупным активам составляло у банка лишь 10,5%, в 2008 оно увеличилось до 16,8% в результате вливания капитала акционерами, но затем в отсутствие прибыли активы продолжали расти, и к июлю 2010 г. коэффициент вновь снизился до 11,9%. По расчетам банка, в результате консолидации Ростпромстройбанка (в октябре) достаточность капитала первого уровня превысит 13%, что позволит и дальше увеличивать объемы кредитования. И все же, по нашим представлениям, уровень капитализации ВЭ слишком низок, особенно с учетом роста просроченной задолженности, а также неясных перспектив развития экономики. С другой стороны, ликвидность банка представляется вполне приемлемой: на конец I полугодия 2010 г. отношение кредитов к депозитам равнялось 1, а публичный долг составлял лишь 75 млн долл., что с более чем двукратным запасом покрывалось денежными средствами на балансе банка, которые на конец июля достигли 175 млн долл. Следует также заметить, что 43 млн долл. из общей суммы долга (75 млн долл.) приходится на долларовые ноты со сроком погашения в 2017 г. и опционом «колл» в 2012 г., решение исполнить который – исключительная прерогатива банка.

Резюме: плюсы перевешивают минусы... Даже при нынешнем невысоком показателе чистой процентной маржи ВЭ смог избежать потерь капитала и продолжал быстро увеличивать кредитный портфель, почти целиком фондируя его депозитами. Относительно низкая капитализация сопряжена с тем риском, что рост просроченной задолженности может сказаться на финансовой устойчивости банка, однако общая ситуация с розничными кредитами в настоящий момент, несомненно, благоприятна, так что сюрпризы с этой стороны едва ли возможны. Напротив, мы ожидаем, что во II полугодии доля просроченной задолженности стабилизируется, если не упадет. К тому же банк подошел к предстоящему размещению с крайне незначительным объемом публичного долга, так что потребности ВЭ в ликвидности действительно невелики.

...но ориентир по доходности нас не радует. Обращающиеся биржевые облигации банка, ВостЭкспресс-БО1 крайне низколиквидны, к тому же приближается срок оферты по ним, так что эти бумаги трудно использовать в качестве индикативных для нового выпуска. По нашему мнению, ближайшими аналогами ВЭ (рейтинг «В2») являются, с одной стороны, КБ «Ренессанс Капитал» (В-/В3/В-), а с другой – Московский кредитный банк (В1/В+). Первый – потому что это чисто розничный банк, облигации которого котируются с высокой доходностью, а второй – поскольку это также быстрорастущий банк среднего размера, для которого характерна та же проблема, что и для ВЭ – низкая капитализация. По нашему мнению, риск ВЭ должен котироваться с премией в доходности к бумагам Московского кредитного банка по следующим причинам: последний существенно больше ВЭ по совокупным активам, по итогам 2009 г. показал значительно более высокий уровень прибыли, отличается более высокой операционной эффективностью (более низкое отношение Расходы/Доходы) и, похоже, не испытывает проблем с просроченной задолженностью. С другой стороны, ВЭ превосходит КБ «Ренессанс Капитал» по масштабу бизнеса и ряду других параметров: банк не показал убытков по итогам 2010 г., не зависит от оптового фондирования, имеет более низкий уровень просроченной задолженности по кредитам. Правда, справедливости ради следует отметить более высокий уровень капитализации КБ «Ренессанс Капитал». В результате, если взглянуть на график, минимальный диапазон доходности ВостЭкспресс-БО5, который мы считаем приемлемым, составляет 9,5–10%, а не 9–9,5% (ориентир). Таким образом, если банк не предложит этого уровня доходности, почему бы не предпочесть RCCF-2 или МКБ-7?

Мы считаем, что справедливый уровень доходности БО-5 банка «Восточный экспресс» составляет 9,5–10%, а не 9–9,5%, как советуют организаторы

Некоторые рублевые выпуски облигаций российских 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

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@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

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@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, grischenkovan@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@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 Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

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

Макроэкономика

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

Банки

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

Анализ рыночных данных

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

Английский язык

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

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@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

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал 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