

ДЕБЮТНЫЙ ВЫПУСК РУБЛЕВЫХ БИРЖЕВЫХ ОБЛИГАЦИЙ

Первичное размещение

Сравнительно небольшой выпуск с офертой через год. ЛОКО-Банк 25 января открыл книгу заявок на участие в размещении биржевых облигаций объемом 2,5 млрд руб. Срок обращения бумаги, как и полагается, составляет три года, купон выплачивается раз в полгода, по выпуску предусмотрена годовичная оферта. Организатор размещения ориентирует на ставку купона в диапазоне 8,5–9%, что на 1 п.п. ниже ориентира, с которым проводился маркетинг рублевых облигаций в июле. Представление о кредитном профиле ЛОКО-Банка дают данные отчетности за I полугодие 2010 г. по МСФО и управленческой отчетности за 9 месяцев 2010 г., распространявшиеся вместе с информационными материалами к размещению. Эти данные производят двойственное впечатление: с одной стороны, банк увеличил прибыль за счет снижения стоимости риска, с другой – эмитент продолжает наращивать объем портфеля ценных бумаг, что заставляет задаться вопросом о том, что же теперь представляет собой банк: хедж-фонд или кредитное учреждение, специализирующееся на финансировании предприятий малого и среднего бизнеса.

Банк растет. В III квартале 2010 г. совокупные активы ЛОКО-Банка увеличились на 17%, или на 221 млн долл., до почти 1,5 млрд долл. В основном рост произошел за счет расширения чистого кредитного портфеля (+116 млн долл.), а также портфеля ценных бумаг (+136 млн долл.), что отчасти было компенсировано некоторым сокращением денежных резервов (-28 млн долл.). Рост валового кредитного портфеля банка в III квартале 2010 г. составил 107 млн долл. (рост чистого кредитного портфеля превысил рост валового вследствие уменьшения резервов). Основной вклад в рост кредитного портфеля банка внесло увеличение объемов кредитования малого и среднего бизнеса. (+85 млн долл.). В результате в октябре 2010 г. финансовые активы (ценные бумаги плюс обратное РЕПО) составляли почти 30% баланса банка и практически половину объема кредитного портфеля. На наш взгляд, быстрое увеличение портфеля ценных бумаг является негативной тенденцией для бизнес-модели ЛОКО-Банка, так как из-за подобной структуры активов показатели отчета о прибылях и убытках банка подвергаются значительному рыночному риску, что нежелательно для относительно небольшого банка с умеренной капитализацией. Возвращаясь к росту активов, отметим, что он был обеспечен привлечением новых корпоративных депозитов (+55 млн долл. в III квартале 2010 г.), выпуском долговых ценных бумаг (+93 млн долл. с учетом выше упомянутого рублевого выпуска), а также использованием нераспределенной прибыли в размере 15 млн долл.

Параметры выпуска

Эмитент	ЗАО "ЛОКО-Банк"
Рейтинг эмитента	B2/B+
Серия	Б0-1
Заккрытие книги заявок	8 февраля 2011 г.
Объем	2,5 млрд руб.
Срок погашения	3 года
Оферта	1 год
Ориентир по купону	8,5-9%

Основные финансовые показатели ЛОКО-Банка

Финансовые показатели по МСФО, млн долл.	2010		
	2009	I кв 10 9 мес. 2010	
Денежные средства и резервы	76	77	48
Валовые кредиты	710	843	951
Резервы на возм. потери по ссудам	(53)	(53)	(44)
Чистые кредиты	657	791	907
Задолженность банков	142	60	51
Финансовые активы	212	324	461
Активы	1106	1272	1493
Клиентские средства	501	650	705
Долговые ценные бумаги	152	144	238
Задолженность перед банками	270	269	268
Собственный капитал	173	180	195
Чистый процентный доход	37	23	35
Резервы на возм. потери по ссудам	(38)	(9)	(10)
ЧПД после резервов	(1)	14	26
Комиссионный доход	8	6	10
Доход от операций с ц.б. и валютой	55	19	30
Операционная прибыль	66	41	67
Операционные расходы	(39)	(23)	(36)
Прибыль до налогов	27	18	31
Чистая прибыль	20	14	24
ЧПМ, %	3,5	4,0	3,7
ЧПМ после резервов, %	(0,1)	2,5	2,7
Доходность средн. активов, %	1,8	2,3	2,5
Доходность собств. капитала, %	11,4	15,2	16,6
Затраты/доходы	0,38	0,46	0,47
Чистые кредиты/Клиентские депозиты	1,3	1,2	1,3
Доля ликвидных активов, %	19,8	10,8	6,7
Резервы/Валовые кредиты	7,5	6,2	4,7
Доля проблемных кредитов, %	6,1	-	3,0
Собственный капитал/Совокупные активы	15,6	14,1	13,1

Источники: данные компании, оценка УРАЛСИБа

Низкая ликвидность. Сокращение денежных резервов привело к снижению денежных средств ЛОКО-Банка до 48 млн долл. в октябре 2010 г. с 76 млн долл. в июле. В результате в III квартале 2010 г. коэффициент Ликвидные активы/Совокупные активы снизился с 10,8% до 6,7%, что мы считаем слишком низким уровнем для банка, долговые ценные бумаги которого в основном относятся к категории краткосрочных. Из общего объема собственного долга банка, равного 238 млн долл., 2,5 млрд руб. приходится на рублевый выпуск облигаций со всего лишь шестимесячным сроком к оферте, а остальное – это векселя, которые также не могут быть долгосрочными. Коэффициент Чистые кредиты/Депозиты равен 1,3, что в целом является приемлемым уровнем, но превышает соответствующие показатели основных сопоставимых банков – Восточного Экспресса и СКБ-Банка. Очевидно, что главным источником ликвидности ЛОКО-Банка является сам портфель кредитов малому и среднему бизнесу (эти кредиты краткосрочные и, судя по всему, хорошего качества), однако мы все же считаем, что банку стоит иметь больший объем денежных средств.

Высокие показатели отчета о прибылях и убытках. Что касается прибыли банка, то необходимо отметить два момента: снижение стоимости риска и высокую долю дохода от операций с ценными бумагами. В остальном в III квартале 2010 г. основной доход банка (чистый процентный доход и комиссионный доход) оказался просто-напросто наполовину меньше, чем в I полугодии 2010 г. Чистая процентная маржа ЛОКО-Банка остается низкой: 3,7% по итогам 9 месяцев 2010 г. против 4% в I полугодии и 5–6% в «хорошие» докризисные времена. Одной из причин низкой рентабельности является увеличение доли ценных бумаг в структуре доходных активов, так как портфель банка в большой степени состоит из облигаций, кредитное качество которых выше, чем у самого банка. Тем не менее, доход от операций с ценными бумагами в настоящее время является главной составляющей совокупного дохода банка. По итогам 9 месяцев 2010 г. 30 млн долл. было получено от операций с ценными бумагами, 25 млн долл. составил чистый процентный доход после резервов, а 9,7 млн долл. – комиссионный доход. В III квартале 2010 г. издержки по резервированию составили менее 1 млн долл., что позволило банку получить чистую прибыль за квартал в размере 10,5 млн долл. против 13 млн долл. за I полугодии 2010 г. Действительно, доля просроченной задолженности в совокупном кредитном портфеле банка снизилась с 6,1% в конце 2009 г. до 3% в октябре 2010 г. На эти просроченные кредиты созданы достаточные резервы.

ЛОКО-Банк в сравнении с другими банками

Ключевые финансовые показатели отдельных российских банков

	Рейтинг (S/M/F)	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Затраты/ доходы	Доходность активов, %	Кредиты/ депозиты	Капитал I уровня, %	Резервы/ Кредиты, %	
2009	Банк С.-Петербург	7 844	5,0	0,25	0,30	0,9	10,7	9,1	
	МКБ	2 898	5,8	0,42	1,00	1,3	12,7	2,4	
	Кредит Европа Банк	2 311	8,2	0,40	2,10	2,2	18,2	7,3	
	ХКФБ	3 212	22,8	0,37	4,60	4,3	27,8	13,1	
	ЛОКО-Банк	1 106	3,5	0,38	1,80	1,3	15,6	7,5	
	Ренессанс Кредит	1 436	12,5	0,67	8,10	4,3	22,0	15,2	
	Русский Стандарт	4 665	12,8	0,66	2,30	3,5	21,1	9,2	
	СКБ-Банк	1 979	6,0	0,64	0,10	0,7	17,1	9,0	
	Восточный Экспресс	1 745	10,6	0,63	0,20	0,9	14,1	6,8	
	Банк С.-Петербург	Ва3	7 656	5,8	0,26	1,00	1,0	10,7	11,0
МКБ	B1/B+	3 677	5,5	0,40	2,50	1,3	10,7	2,6	
Кредит Европа Банк	Ва3/BB-	2 120	8,5	0,43	4,30	2,1	20,2	5,0	
ХКФБ	B+/Ba3	2 811	27,1	0,35	11,30	3,4	32,7	9,5	
1H2010	ЛОКО-Банк	B2/B+	1 272	4,0	0,46	2,30	1,2	14,1	6,2
	Ренессанс Кредит	B-/B3/B-	1 106	33,4	0,45	0,90	4,3	27,3	8,2
	Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	4 105	17,0	0,56	2,80	2,0	23,8	7,7
	СКБ-Банк	B2/B	2 022	5,7	0,46	0,40	0,7	14,6	9,2
	Восточный Экспресс	B2	2 095	9,6	0,61	0,60	1,0	11,9	9,3

Источники: данные компаний, оценка УРАЛСИБа

Наша оценка кредитного профиля банка. Ничего особенно негативного в показателях банка за I полугодие и 9 месяцев 2010 г. нет, однако мы считаем, что они могли быть лучше. Наиболее тревожным фактором для нас является стремительное увеличение портфеля ценных бумаг, что в хорошие времена практически не представляет угрозы, однако может вызвать серьезные проблемы, если рынки начнут уверенное движение вниз. При коэффициенте достаточности капитала первого уровня, равном 13,1 (не очень высокий показатель), ЛОКО-Банк уменьшает подушку ликвидности, возможно, стремясь поддержать процентную маржу, однако, на наш взгляд, было бы лучше, если бы банк перераспределил активы, уменьшив долю ценных бумаг и увеличив объемы основного бизнеса. Безусловно, блокирующий пакет акций ЛОКО-

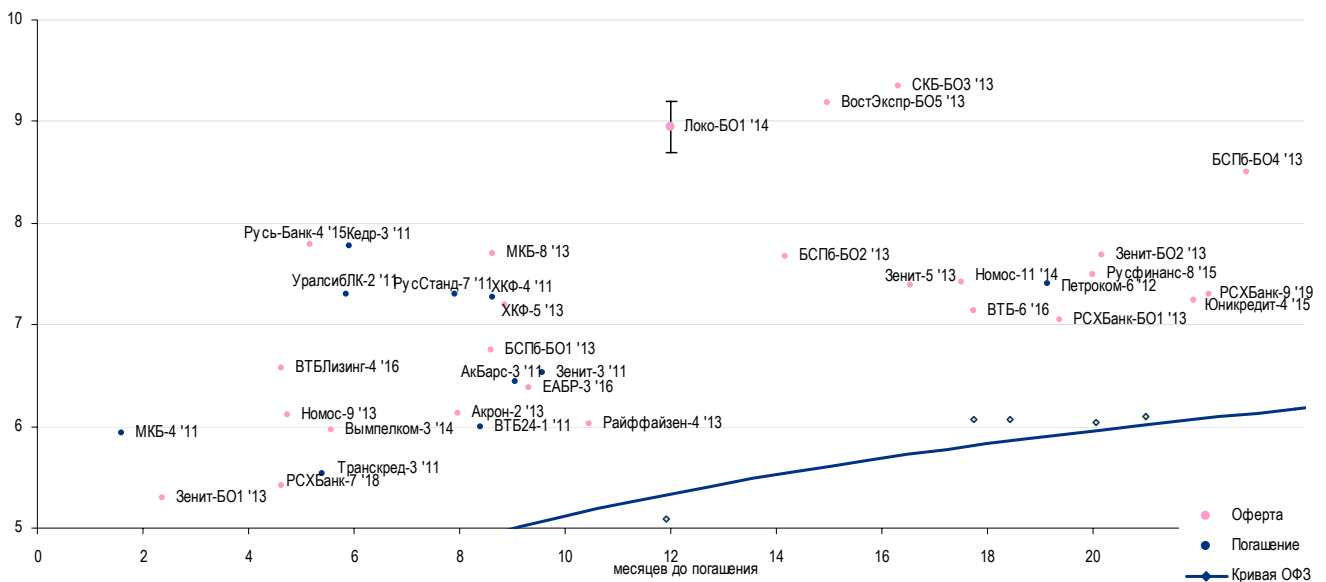
Дебютный выпуск рублевых биржевых облигаций

Банка, которым совместно владеют МФК и East Capital, это весомый аргумент в пользу эмитента, который также имеет тесные связи с ЕБРР, продолжающим держать свыше 2 млрд руб. на счетах ЛОКО-Банка.

Диапазон доходности выглядит не слишком привлекательно. Напомним, ориентир по доходности новой, фактически однолетней бумаги равен 8,5–9%, что на 1 п.п. ниже, чем при размещении выпуска Локо-5 в июле. Эти облигации разместились с купоном на уровне 9,25%, то есть со спредом в размере 455 б.п. к годичным рублевым свопам, ставка по которым в тот момент составляла 4,7. Теперь она достигла 5,45%, так что, если сохранить тот же спред, новая бумага Локо БО1 будет размещена с купоном, равным 10% – то есть существенно выше ориентира. В то же время мы признаем существенное сужение спредов, произошедшее на рынке рублевых облигаций во II полугодии 2010 г., особенно на коротком конце кривой. Среди сопоставимых облигаций обращает на себя внимание бумага СКБ-БО1 (B2/B, 9,35% на 16 месяцев) и Восточный-БО5 (B2, 9,2% на 15 месяцев). Биржевые облигации ЛОКО-Банка чуть короче, так что при текущей рыночной конъюнктуре справедливым для них диапазоном доходности представляется 9–9,25%. Этот диапазон соответствует купону 8,8–9,05%, так что мы рекомендуем размещать заявки на уровне купона чуть ниже 9%. Ликвидность выпуска едва ли будет высокой ввиду его сравнительно небольшого объема, и, учитывая короткую дюрацию, доходность – это главное, чего инвесторы должны требовать от Локо-БО1.

Нижняя половина купонного диапазона не представляется интересной

Рублевые облигации российских банков



Источники: ММВБ

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, 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

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

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@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 Гринкруг, grinkrug@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@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 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 2011