

01 декабря 2010

Рынок облигаций I ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК»

Первичное размещение ГЛОБЭКС БО-3 и ГЛОБЭКС БО-5

	ГЛОБЭКС БО-3	ГЛОБЭКС БО-5
Кредитный рейтинг	S&P: BB- / Fitch: BB	
Объем эмиссии	3 млрд руб.	2 млрд руб.
Гос. рег. номер	4B020301942B	4B020501942B
Дата размещения	08.11.2010	
Оферта	13.06.2012	
Дата погашения	04.12.2013	
Ориентир купона	7.5-8.2% (полугодовой)	
Ориентир УТП (Dur)	7.64 - 8.37 (1.44)	
Мин. Купон (ДОФР ПКБ)	7.5%	

ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК» планирует разместить 2 выпуска биржевых облигаций. Мы рекомендуем участвовать в размещении при ставке купона не ниже 7.5%. На наш взгляд ключевыми аргументами за покупку новых облигаций ГЛОБЭКСБАНКа являются следующие принципиальные моменты:

- 1. ГЛОБЭКСБАНК является дочерним банком ВЭБа, что обеспечивает организации потенциальную господдержку в случае резкого ухудшения бизнес-среды.**
- 2. Опасения по поводу продажи ГЛОБЭКСБАНКа частным инвесторам на горизонте 1,5-2 лет на данный момент являются необоснованными, что подтверждается выводами кредитных аналитиков Fitch Ratings.**
- 3. Новый ГЛОБЭКСБАНК по структуре бизнеса мало связан со своим докризисным вариантом за счет большой кредитной экспозиции на крупнейших корпоративных клиентов**
- 4. Наиболее актуальные кредитные метрики ГЛОБЭКСБАНКа и нормативы по достаточности капитала характеризуют финансовое состояние кредитной организации как устойчиво хорошее.**
- 5. Премия предлагаемая к кривой материнского Внешэкономбанка составляет 135-208 б.п., что представляется щедрым предложением, учитывая фактически дочерний статус кредитной организации.**

Отток ликвидности → Смена собственника → Новый бизнес

ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК» является дочерним банком Внешэкономбанка. В конце 2008 г. в ГЛОБЭКСБАНКе была проведена смена собственника, в результате которой в структуре и методах ведения бизнеса банка произошли кардинальные изменения. К концу 2008 года банк подошел с мощными показателями оттока по счетам клиентов и высокой концентрацией кредитных рисков в строительной отрасли и ритейле. После принятия политического решения о необходимости "спасения" ГЛОБЭКСБАНКа, акции кредитной организации были выкуплены Внешэкономбанком. Одним из ключевых направлений мер ВЭБа стал выкуп у должников заложенных по кредитам активов (преимущественно недвижимость) с последующей их реализацией. Указанные активы были выкуплены на баланс другой структуры ВЭБа - ВЭБ-Инвест. По сути, с этого момента, ГЛОБЭКСБАНК

получил вторую жизнь с господдержкой, значительным запасом ликвидности и капитала и... новыми клиентами. В рамках повышения обеспеченности капиталом в 3 квартале 2010 г. была проведена доп.эмиссия акций в пользу текущих акционеров, в результате которой уставный капитал ГЛОБЭКСБАНКа вырос на 24,8% до 12,58 млрд руб. Так как при номинале в 50 руб. фактическая цена реализации акции была зафиксирована на уровне 100 руб., совокупный положительный эффект на собственный капитал составил 5 млрд. руб.

Таблица 1. Финансовые показатели ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК» (РСБУ)*

тыс. руб.	2007	2008	2009	2010IQ	2010IIQ	2010IIIQ
АКТИВЫ	86 319 390	63 914 538	69 188 207	77 306 641	73 940 857	96 914 497
Кредиты (Чистая ссудная задолженность)	69 367 022	25 919 949	51 170 241	55 919 048	55 815 503	71 820 678
Ликвидные активы (денежные средства (Д) и депозиты в ЦБ (ДЦБ))	11 129 691	14 588 204	4 417 320	2 611 166	3 598 049	3 820 833
Депозиты юр. лиц (некредитных организаций)	56 801 132	35 967 338	40 323 291	36 934 042	34 253 897	39 112 431
Депозиты физ. лиц	23 710 725	15 709 114	15 108 887	15 600 469	17 015 524	17 907 558
Собственный капитал	13 110 398	16 247 989	17 361 036	17 862 981	18 226 659	23 249 169
Чистые процентные доходы	-514 130	4 639 463	-40 777	1 367 719	1 066 933	2 675 223
Операционные доходы	5 008 980	7 814 362	1 288 454	733 863	2 684 332	3 861 927
Операционные расходы	2 078 486	4 655 155	625 300	1 272 612	1 853 989	2 756 771
Чистая прибыль	16 111	3 025 834	1 140 418	468 739	866 831	875 763
Доля Ссудной задолженности в Активах	80.4%	40.6%	74.0%	72.3%	75.5%	74.1%
Достаточность Собственного капитала	17.4%	32.9%	26.8%	23.9%	25.9%	25.0%
Норма резервирования	6.0%	11.3%	4.3%	4.1%	3.5%	2.7%
Ликвидные активы/Депозиты Клиентов	17.9%	38.2%	10.1%	6.2%	8.9%	7.4%
Чистая процентная маржа	-0.9%	9.7%	-0.1%	2.6%	1.9%	4.2%
Расходы/Доходы	41.5%	59.6%	48.5%	173.4%	69.1%	71.4%
ROEA	0.1%	20.6%	6.8%	2.7%	5.0%	4.4%
ROAA	0.0%	4.0%	1.7%	0.6%	1.1%	1.0%

Источник: данные компании и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

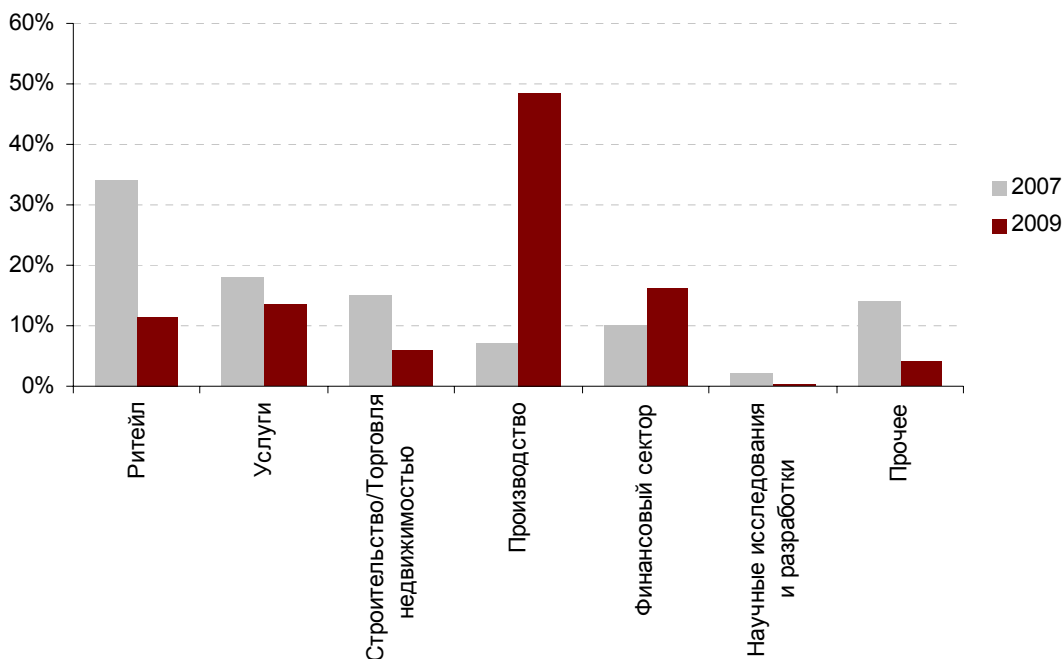
* показатели в соответствии с МСФО приводятся в Приложении 2.

Изменение клиентской базы и кредитного портфеля

Кредитный портфель банка за 2009 г. в соответствии с МСФО увеличился в 3,3 раза. Этот тренд прослеживается и в текущем году: в соответствии с отчетностью РСБУ с начала текущего года прирост кредитной массы составил более 40%.

Одним из первых клиентов нового ГЛОБЭКСБАНКа стало ОАО «Автоваз», кредитование которого осуществлялось в рамках правительственных программ. Также в течение 2009 г. крупными клиентами банка стали ОАО ТГК-1, ОАО МРСК СЗ, Волгателеком, ТГК-6, Почта России. В результате корпоративная клиентская база кредитной организации претерпела существенные изменения. В значительной степени перераспределение произошло из сегментов ритейла и строительства/Real Estate в пользу производства.

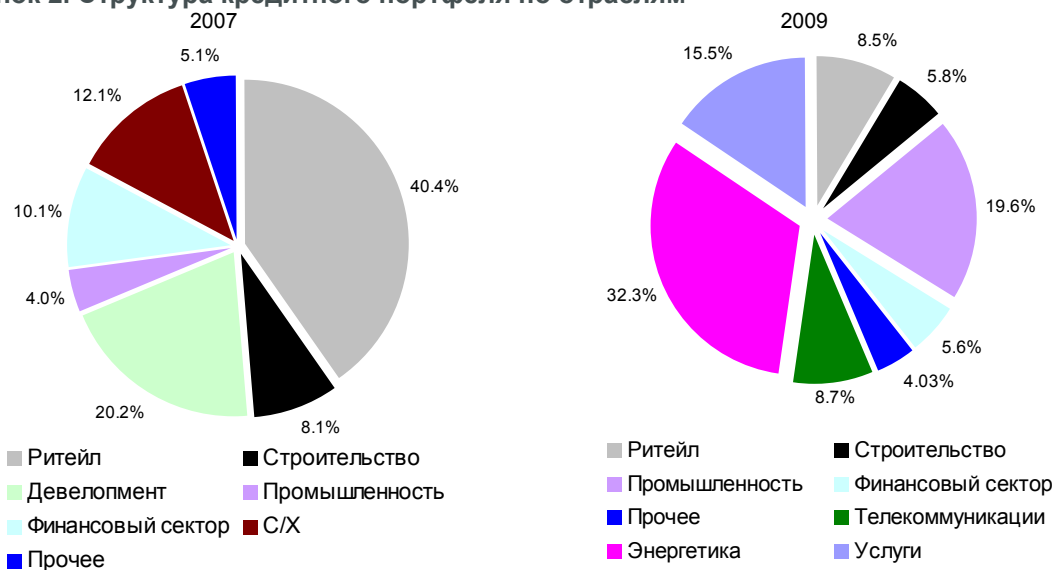
Рисунок 1. Структура клиентов по отраслям



Источник: данные компании

На фоне изменения структуры клиентской базы вполне ожидаемо изменилась и структура кредитного портфеля. К концу 2009 года ГЛОБЭКСБАНК подошел с большой экспозицией по кредитам на отрасли энергетики, услуг и промышленности. При этом доля ритейла сократилась почти в 4 раза, а кредитование девелоперов и участников с/х отрасли практически прекратилось. По сути такие глобальные изменения свидетельствуют о том, что корпоративный бизнес ГЛОБЭКСБАНК на данный момент мало связан с докризисной «прошлой» жизнью.

Рисунок 2. Структура кредитного портфеля по отраслям



Источник: данные компании

Структура активов. Рост доли портфеля ЦБ – максимальное использование рыночных возможностей

С конца 2008 года принципиальным изменением в структуре активов банка стал рост доли чистой ссудной задолженности, что объясняется активной позицией банка в части кредитования уже упоминавшихся новых клиентов. Кроме того, обращает на себя внимание значительный рост доли портфеля ценных бумаг. В соответствии с отчетностью МСФО за 2009 г. совокупная доля торговых ценных бумаг и ценных бумаг для продажи увеличилась с 0% до 10%. С начала 2010 года аналогичная показатель, рассчитанный по отчетности РСБУ увеличился с 10% до 17%. Судя по всему основная часть портфеля приходится на рублевые облигации.

Рисунок 3. Динамика структуры активов



Источник: данные компании

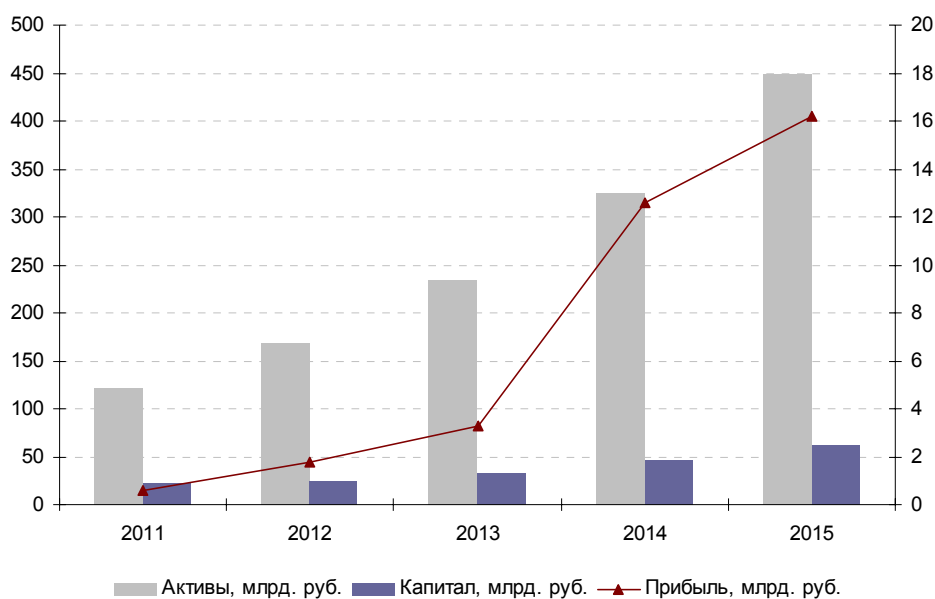
При текущей конъюнктуре и финансовом состоянии ГЛОБЭКСБАНКа такая политика является полностью оправданной. Банк располагает достаточными средствами для продолжения агрессивного наращивания кредитного портфеля. Однако на рынке традиционных кредитов конкуренция в данный момент крайне высока даже среди госбанков. Поэтому многие банки в 2010 г. в качестве одного из приоритетов своей деятельности выбрали наращивание операций с инструментами fixed income. Собственно в русле этой тенденции оказался и ГЛОБЭКСБАНК. Учитывая, мощный бычий тренд на рынке рублевого долга, наблюдавшийся с начала года, мы еще раз отмечаем правильный выбор менеджмента банка в части наращивания портфеля ЦБ.

Структура обязательств становится более сбалансированной

В соответствии с отчетностью МСФО аз 2009 г. выросла доля средств кредитных организаций с 5% до 7%, и доля средств клиентов (некредитных организаций) с 77% до 79%. В то же время выпущенные долговые обязательства снизили свою долю с 16% до 13%.

Если опираться на более свежую отчетность РСБУ, то можно увидеть как развивается ситуация уже в текущем году. Так, объем обязательств перед другими кредитными организациями увеличился с начала года с 7% до 17% от общей суммы обязательств при их номинальном росте более чем в 2.4 раза. С другой стороны средства клиентов некредитных организаций при 3% отрицательном номинальном изменении снизили свою долю с 78% до 53%. При этом доля вкладов физических лиц хотя и снизилась на 5% до 24%, но при этом физически показатель вырос с 15,1% до 17,9%. Акцент в фондировании

Рисунок 5. Стратегические цели ГЛОБЭКСБАНКа



Источник: данные компании

По большому счету, государственное участие в капитале банка с точки зрения инвесторов устраняет кредитный риск, риски ликвидности и концентрации капитала. При этом ключевым риском на данный момент является выход ВЭБа из капитала ГЛОБЭКСБАНКа в пользу частных инвесторов. На наш взгляд, на протяжении ближайших 1,5-2 лет эта проблема не должна волновать инвесторов в бонды ГЛОБЭКСБАНКа.

Дело в том, что по словам Президента банка г-на Вавилина представители ВЭБа заявляли, что вопрос продажи кредитной организации непосредственно связан с возвратом 87 млрд руб., потраченных на оздоровление кредитной организации. Кроме того, нужно учитывать еще 5 млрд руб. в качестве инъекции в собственный капитал. В данный момент крупнейшие российские банки торгуются по цене около 2-2,5 капиталов. Соответственно при прочих равных условиях величина собственного капитала ГЛОБЭКСБАНКа должна составлять 36,8-46 млрд руб. В соответствии с принятой стратегией выход на такой уровень капитализации планируется не ранее 2013-2014 гг. Поэтому пока мы оцениваем риски выхода государства из капитала банка на низком уровне. Это не будет являться проблемой в перспективе 1,5-2 лет.

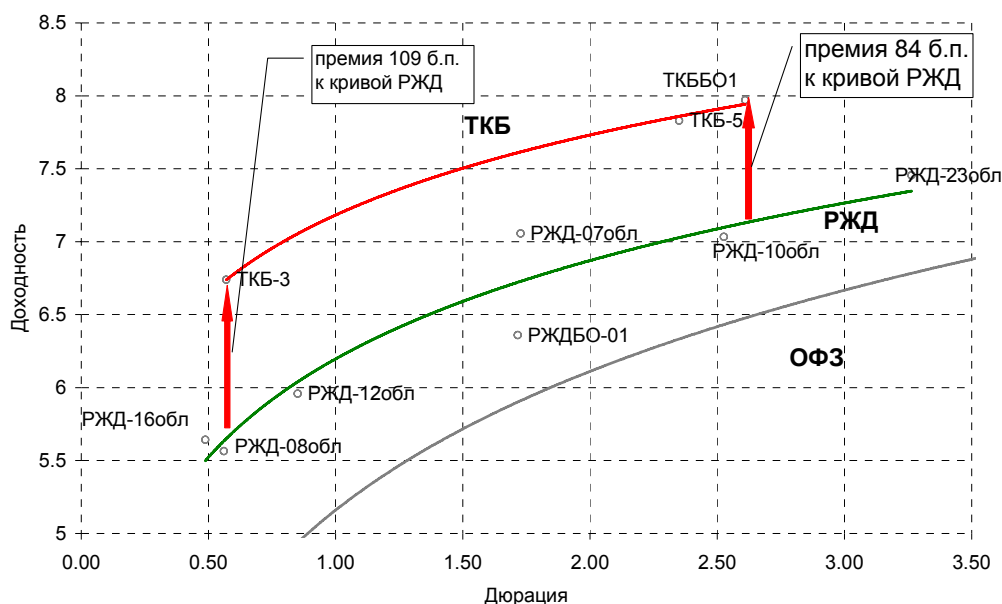
Позиционирование выпуска ГЛОБЭКС БО-3 и ГЛОБЭКС БО-5

Предлагаемый ориентир по ставке полугодового купона в размере 7,5-8,2% соответствует УТР 7,64-8,37% (дюрация до оферты – 1,44). Данный ориентир соответствует премии над кривой синтетической ОФЗ в размере 195-268 б.п. Премия к рублевой кривой Внешэкономбанка составляет 132-205 б.п.

На наш взгляд, это довольно щедрое предложение, учитывая дочернее положение ГЛОБЭКСБАНКа по отношению к Внешэкономбанку и стабильное на протяжении последних двух лет кредитное качество банка.

Если посмотреть на банки с аналогичным кредитным рейтингом, то можно увидеть, что они торгуются с аналогичным или даже более низким спредом к синтетической кривой ОФЗ. Так, ликвидные выпуски МДМ-Банка (Ва2/В+/ВВ) в данный момент премируются в размере 170-200 б.п. по доходности. Спреды по выпускам Транскредитбанка (Ва1/ВВ) - также банка с гос. акционером - фиксируются на уровне 150-160 б.п. Более того, спред по выпускам ТКБ к кривой РЖД составляет от 84 до 109 б.п., что также заметно ниже премии в 132-205 б.п. к кривой ВЭБа по ориентиру на размещение новых биржевых выпусков ГЛОБЭКСБАНКа.

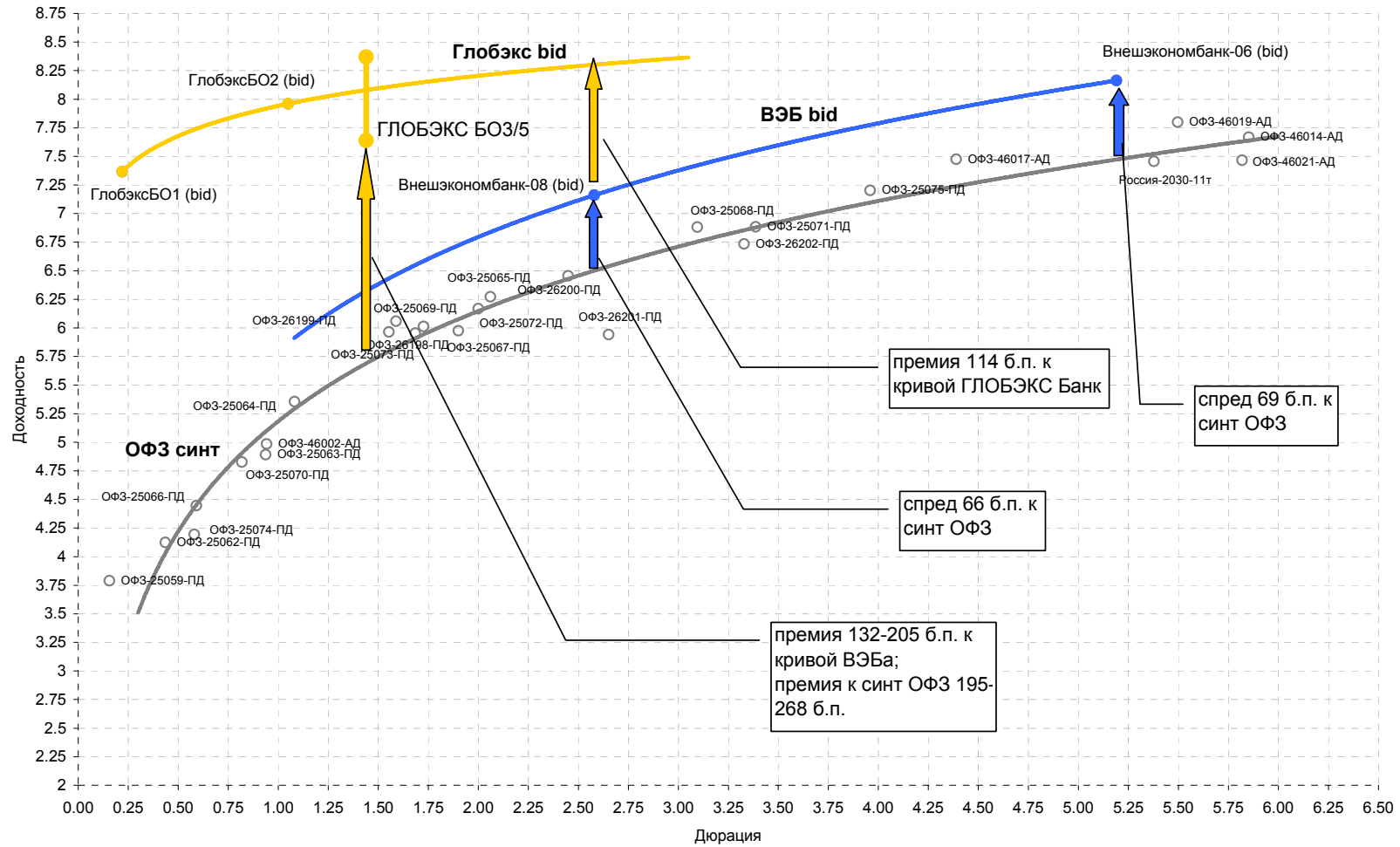
Рисунок 6. Аналогия: кривая доходности ТКБ vs кривая доходности РЖД



Источник: данные ММВБ и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

Алексей Бизин
ведущий аналитик

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Позиционирование ГЛОБЭКС БО-3 и ГЛОБЭКС БО-5



ПРИЛОЖЕНИЕ 2. Финансовые показатели ЗАО «ГЛОБЭКСБАНК» по МСФО

тыс. руб.	2005	2006	2007	2008	2009
АКТИВЫ	51 583 461	66 696 731	88 569 425	65 878 527	70 398 406
Кредиты (Чистая ссудная задолженность)	34 489 865	45 668 829	65 617 473	10 460 003	44 896 223
Ликвидные активы (денежные средства (Д) и депозиты в ЦБ (ДЦБ))	13 045 099	15 140 765	13 820 710	49 387 706	9 867 469
Депозиты юр. лиц (некредитных организаций)	25 242 675	38 125 772	57 731 659	36 565 578	40 699 357
Депозиты физ. лиц	5 713 323	13 298 231	17 990 405	24 382 838	16 139 049
Собственный капитал	11 364 008	12 234 826	14 962 760	18 592 935	18 891 620
Чистые процентные доходы	1 565 021	2 118 780	2 574 671	5 339 732	1 270 425
Операционные доходы	2 503 791	3 791 255	6 419 593	6 132 648	4 037 728
Операционные расходы	1 591 669	2 124 012	2 424 785	3 233 413	2 724 916
Чистая прибыль	536 236	870 818	2 727 934	3 630 175	427 013
Доля Ссудной задолженности в Активах	66.9%	68.5%	74.1%	15.9%	63.8%
Доля просроченной задолженности	0.1%	0.0%	0.0%	4.0%	2.0%
Достаточность Собственного капитала	29.5%	23.7%	20.0%	112.7%	31.2%
Норма резервирования Ликвидные активы/Депозиты Клиентов	5.0%	4.4%	3.5%	3.9%	2.5%
Чистая процентная маржа	5.1%	5.3%	4.6%	14.0%	4.6%
Расходы/Доходы	63.6%	56.0%	37.8%	52.7%	67.5%
ROEA	5.0%	7.7%	22.3%	24.3%	2.3%
ROAA	1.2%	1.5%	3.5%	4.7%	0.6%

Источник: данные компании и собственные расчеты ДОФР ОАО Банк «Петрокоммерц»

Критерии для вынесения рекомендаций по акциям

Покупать – потенциал роста бумаги выше или равен 10% от текущей цены.

Держать – потенциал роста бумаги находится в диапазоне от –10% до 10% от текущей цены.

Продавать – потенциал роста бумаги ниже –10% от текущей цены.

Критерии для вынесения рекомендаций по облигациям

Покупать – помимо получения купонного дохода вероятно сужение спреда (более 20 б.п.) за счет улучшения инвестиционного качества эмитента.

Держать – кредитное качество позволяет рассчитывать на исполнение обязательств, однако в ходе торгов на вторичном рынке возможно значительное изменение цены, не обладает существенным потенциалом сужения спреда.

Риск – выпуск низкого инвестиционного качества: вероятные трудности с исполнением обязательств.

Методологическая информация

Вероятность финансовых затруднений (ВФЗ) – агрегированный показатель кредитного качества, оценивающий вероятность возможных проблем с обслуживанием текущего долга.

Показатель рассчитывается на основе финансовых коэффициентов:

EBIT/Sales	Debt/Sales
Sales/Assets	Debt/EBIT
Debt/Assets	Interest Expenses/EBIT
Current Assets/Current Liabilities	

Таблица соответствия значения ВФЗ литерному значению кредитного качества

A	A-	B	B-	C	C-	D	D-
0-15%	15-20%	20-30%	30-35%	35-40%	40-45%	45-50%	>50%

Справедливый спред по выпуску рублевых облигаций определяется на основе регрессионной модели ОАО Банк «Петрокоммерц», в отдельных случаях, оговариваемых особо, оценка справедливого спреда производится по существующим аналогам эмитента.

КОНТАКТНАЯ ИНФОРМАЦИЯ

Головная организация:
127051, г. Москва, ул. Петровка, д. 24
Телефон: +7(495) 411-6411
Факс: +7(495) 623-3607
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: welcome@pkb.ru

Аналитическое управление:
191036, Санкт-Петербург, пр. Суворовский, д. 2 Б., лит. А
Телефон: +7(812) 332-3751
Факс: +7(812) 332-3751
Интернет: www.pkb.ru
E-mail: research@pkb.ru

Аналитика

Потребительский сектор / Химия
Металлургия/Строительство
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент
dorofeev.e.a@pkb.ru

Сырьевые рынки / Экономика
Сурикова Наталья, MA in Economics
surikova.n.v@pkb.ru

Денежный рынок / Валютный рынок
Харлампиев Дмитрий, к.э.н
kharlampiev.d.n@pkb.ru

Телекоммуникации / Медиа
Машиностроение
Бизин Алексей
bizin.a.v@pkb.ru

Настоящий материал был подготовлен специалистами Аналитического Управления ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц». При подготовке настоящего материала были использованы данные, которые мы считаем достоверными, однако не гарантируем их полноту и точность. Оценки, высказанные в материале, являются частным мнением Аналитического Управления ДОФР ОАО Банка «Петрокоммерц».

Данный материал носит исключительно информационный характер и не должен рассматриваться как предложение к совершению каких-либо сделок с какими-либо ценными бумагами или как руководство к другим действиям. ОАО Банк «Петрокоммерц» не несет ответственности за прямой или косвенный ущерб, наступивший вследствие использования данной публикации, а также за достоверность содержащейся в ней информации.

Информация, содержащаяся в материале действительна только на дату публикации, и ОАО Банк «Петрокоммерц» оставляет за собой право вносить или не вносить в данный материал изменения без предварительного уведомления.

ОАО Банк «Петрокоммерц» осуществляет свою деятельность в Российской Федерации. Данный материал может использоваться инвесторами на территории РФ при условии соблюдения российского законодательства. Использование публикации за пределами Российской Федерации должно подчиняться законодательству той страны, в которой оно осуществляется. ОАО Банк «Петрокоммерц» обращает внимание, что операции с ценными бумагами связаны с риском и требуют соответствующих знаний и опыта.

Распространение, копирование и изменение материалов ОАО Банк «Петрокоммерц» не допускается без получения предварительного письменного согласия ОАО Банк «Петрокоммерц». Дополнительная информация предоставляется на основании запроса.

© 2010 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.