


ГАЗПРОМБАНК

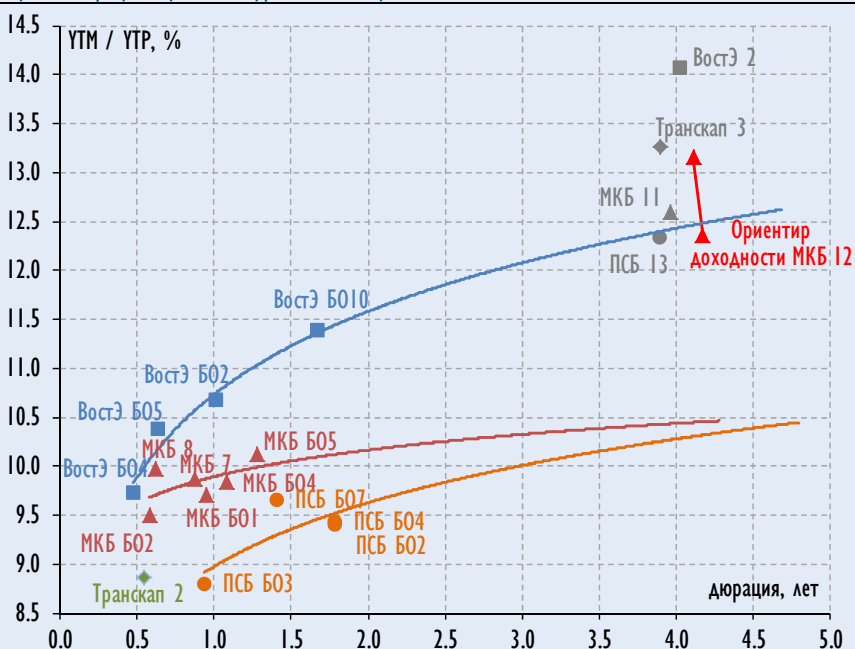
Субординированный долг банков в рублях – двухзначная доходность и перспективы льгот для капитала

Вчера стало известно о том, что в период с 19 по 25 февраля 2013 г. будет проходить сбор заявок инвесторов на субординированные облигации Московского кредитного банка (МКБ) серии 12. Ориентир ставки полугодичных купонов находится в диапазоне 12,00–12,75% годовых, что соответствует УТМ 12,36–13,16% к погашению инструмента через 5,5 лет. Номинальный объем эмиссии – 2 млрд руб.

С точки зрения прайсинга новой бумаги МКБ проблемы у инвесторов вряд ли возникнут – ориентиром будут выступать размещенные банком в декабре прошлого года субординированные облигации серии 11, небольшие объемы которых сегодня можно купить / продать с УТМ 12,6% / 12,64% @ июнь 2018 г. Таким образом, облигации МКБ 12 можно считать справедливо оцененными по середине обозначенного диапазона доходности.

Вместе с тем мы хотели бы использовать факт данного размещения для привлечения внимания инвесторов к данной категории активов, в том числе с учетом грядущих регулятивных изменений для российских банков.

Старший и субординированный рублевый долг российских банков



Источник: Bloomberg, ММВБ, Газпромбанк

Новый класс облигаций. Обращающиеся внутри РФ субординированные облигации российских банков – достаточно новый класс активов, популярность которого постепенно возрастает. В конце 2012 г. – начале 2013 г. подобные сделки провели:

- ▶ Промсвязьбанк (–/Ba2/BB–), облигации серии 13 на 5 млрд руб. (УТМ 12,33%);
- ▶ МКБ (В+/V1/BB–), облигации серии 11 на 3 млрд руб. (УТМ 12,6%);
- ▶ Банк «Восточный экспресс» (–/V1/–), облигации серии 2 на 4,4 млрд руб. (УТМ 14,06%);
- ▶ Транскапиталбанк (–/V1/–), облигации серии 3 на 1,0 млрд руб. (УТМ 13,27%).

Вычеты из капитала – нынешний подход. Напомним, что в настоящее время величина капитала рассчитывается российскими банками на основании положения 215-П. Согласно ему, инвестиции банков в субординированный долг других российских кредитных организаций вычитаются из суммы основного и дополнительного капитала, за исключением ситуаций, когда



банки не входят в одну консолидированную группу, а сумма вложений одновременно не превосходит 1% от уставного капитала банка-эмитента и 5% от собственных средств (капитала) банка-инвестора. Уставный капитал МКБ на 1 февраля 2013 г. составил 12,7 млрд руб.; таким образом, если вложение банка в субординированный долг МКБ превосходит 127 млн руб., сумма инвестиции подлежит вычету из капитала.

Вычеты из капитала – будущий подход. Новый порядок расчета капитала российскими банками, основанный на стандартах Базеля III, в настоящее время находится на регистрации в Минюсте; ожидается, что он примет обязательную силу для банков 1 октября 2013 г. Напомним, что последняя версия положения была опубликована на сайте регулятора в декабре 2012 г. и, по заявлениям представителей ЦБ, легла в основу находящегося в Минюсте документа.

Согласно новому порядку, все вложения банков в источники капитала других банков (обыкновенные и привилегированные акции, субординированные кредиты, облигации и т.д.) будут делиться на «существенные» (если банк-инвестор владеет более 10% акций банка-получателя) и «несущественные» (прочие случаи). При этом несущественные вложения будут вычитаться из капитала только в сумме превышения 10% базового капитала банка-инвестора. Напомним, что основу базового капитала, по новому положению ЦБ РФ, будут составлять обыкновенные акции и подтвержденная аудиторами чистая прибыль.

Учитывая структуру акционеров МКБ (85% Р. Авдеев, 15% совместно IFC и ЕБРР), согласно новому порядку, вложения любых российских банков в субординированные бонды МКБ будут классифицироваться как «несущественные». Следовательно, порог, до которого они смогут приобретать облигации без необходимости вычета из капитала (10% собственного базового капитала), повысится – прежде всего, для крупных представителей сектора.

Дополнительный «плюс». Добавим, что, по нашему пониманию, инвестиции банков в субординированный долг других банков, которые не удерживаются до погашения и не уменьшают их собственный капитал, подлежат включению в состав рыночного риска при расчете норматива Н1. При этом положение 387-П, регулирующее расчет показателя, не производит различий между старшим и субординированным долгом с точки зрения применимых коэффициентов. На уровень риска – и следовательно, коэффициент – влияет уровень рейтинга эмиссии (эмитента / поручителя), при этом различие существует лишь между «инвестиционной» категорией (2 рейтинга выше «BBB-») и прочими бумагами¹.

Мы полагаем, что по мере приближения момента вступления в силу нового регулирования со стороны ЦБ эти особенности начнут способствовать повышенному интересу со стороны банков к инвестициям в данный класс активов (разумеется, с оглядкой на риски каждого отдельно взятого банка-заемщика и характеристик отдельных инструментов).

Заметим также, что обращающиеся рублевые субординированные облигации не содержат условия о необходимости конвертации в обыкновенные акции при наступлении определенных условий, – напомним, что, согласно проекту положения ЦБ, размещенный после 1 марта 2013 г. субординированный долг без подобных условий не будет включаться в капитал. Выплаты по инструментам являются обязательными, и наиболее существенное отличие положения держателей данного субординированного долга от старших кредиторов заключается в порядке удовлетворения требований при банкротстве банков. При этом доходность данных бумаг позволяет получить от 150 до 200 б.п. премии над экстраполированной кривой доходности старшего долга банков.

¹ При прочих равных, финальный коэффициент для вложений банков в субординированный долг при расчете рыночного риска будет больше, чем для старших обязательств, – из-за более длинного срока.



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Алексей Демкин, CFA

И.о. начальника департамента

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Управление анализа фондового рынка

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Эрик Де Пой

+7 (495) 983 18 00, доб. 54440

Металлургия

Наталья Шевелева

+7 (495) 983 18 00, доб. 21448

Сергей Канин

+7 (495) 988 24 06

Химическая промышленность

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Технический анализ рынков и акций

Владимир Кравчук, к. ф.-м. н

+7 (495) 983 18 00, доб. 21479

Банковский сектор

Андрей Клапко

+7 (495) 983 18 00, доб. 21401

Макроэкономика

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00, доб. 54074

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов

+7 (495) 428 49 33

Потребительский сектор

Виталий Баикин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54072

Нефть и газ

Иван Хромушин

+7 (495) 980 43 89

Александр Назаров

+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров

+7 (495) 913 78 26

Телекоммуникации и медиа

Сергей Васин

+7 (495) 983 18 00, доб. 54508

Управление анализа инструментов

с фиксированной доходностью

Алексей Демкин, CFA

Начальник управления

+7 (495) 980 43 10

Alexey.Demkin@gazprombank.ru

Иван Синельников

+7 (495) 983 18 00

доб. 54074

Стратегия

Алексей Тодоров

+7 (495) 983 18 00

доб. 54443

Яков Яковлев

+7 (495) 988 24 92

Юрий Тулинов

+7 (495) 983 18 00

доб. 21417

Кредитный анализ

Екатерина Зиновьева

+7 (495) 983 18 00

доб. 54442

Количественный анализ и ИТ развитие

Тимур Семенов

+7 (495) 287 61 00, доб. 54424

Дмитрий Селиванов

+7 (495) 287 62 78

Редакторская группа

Павел Мишачев

+7 (495) 983 18 00, доб. 54472

Татьяна Андриевская

+7 (495) 287 62 78

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров

Управляющий директор - Начальник департамента

+7 (495) 983 18 11

Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова

+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский

+7 (495) 989 91 20

Светлана Голодинкина

+7 (495) 988 23 75

Трейдинг

Александр Питалефф, старший трейдер

+7 (495) 988 24 10

Денис Войниконис

+7 (495) 983 74 19

Артем Белобров

+7 (495) 988 24 11

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев

Начальник департамента

+7 (495) 980 41 34

Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков

Начальник управления

+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов

Начальник управления

+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов

+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов

+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина

+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принса

+7 (495) 989 91 28

Роберто Пещименти

+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица

+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук

+7 (495) 719 17 74

Управление электронной торговли

Максим Малетин

Начальник управления

+7 (495) 983 18 59

broker@gazprombank.ru

Продажи

Александр Лежнин

+7 (495) 988 23 74

Анна Нифанова

+7 (495) 983 18 00, доб. 21455

Кирилл Иванов

+7 (495) 988 24 54, доб. 54064

Дмитрий Лапин

+7 (495) 428 50 74

Александр Погодин

+7 (495) 989 91 35

Трейдинг +7 (800) 200 70 88

Денис Филиппов

+7 (495) 428 49 64

Дамир Терентьев

+7 (495) 983 18 89

Тимур Зубайраев, CFA

+7 (495) 913 78 57

Владимир Красов

+7 (495) 719 19 20

Copyright © 2003 – 2013. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.