

Госбумаги в финансовом секторе: есть возможность заработать?

Елена Федоткова

fedotkova_ev@nomos.ru

Бумаги государственных финансовых корпораций традиционно рассматриваются игроками рынка в первую очередь как инструмент ликвидности, на котором заработать проблематично, а привлечь «живые» деньги можно в любой момент. Тем не менее, это не совсем так, по крайней мере в первом случае, на чем мы и остановимся в нашем обзоре.

Немного о финансах

Сейчас в финансовом секторе из ликвидных выпусков со статусом «государственных» можно назвать бумаги следующих эмитентов: ВТБ (ВТБ–24, ВТБ–Лизинг), Россельхозбанка, АИЖК (АИЖК–2010), ТрансКредитБанка, Глобэксбанка, которые в основном (за исключением ТКБ и Глобэксбанка) имеют рейтинги на уровне суверенных. Можно было бы еще упомянуть ВЭБ (ВЭБ–лизинг) и Газпромбанк, а также Ак Барс Банк и Банк Москвы, но рублевые облигации первых двух неликвидны, а вторые двое имеют свою специфику, поскольку в акционерах у них все–таки регионы, поэтому здесь мы их рассматривать не будем.

Здесь мы приводим основные итоги рассматриваемых банков в 2010 году (см. Приложение) за 8 месяцев по РСБУ (что дает возможность оценить финансовые показатели каждого эмитента в отдельности) и за 6 месяцев по МСФО (в том числе консолидированные):

- Среди наиболее «удачливых» с точки зрения финансового результата можно отметить ВТБ и ВТБ 24, а также ТрансКредитБанк, которые 8 месяцев закончили с прибылью 35 млрд руб., 11 млрд руб. и 3 млрд руб. соответственно. А по полугодю текущего года по МСФО Группа ВТБ и ТКБ показали рентабельность капитала около 1,4% и 1,9% соответственно.
- Самым «энергичным» оказался ТКБ, активы которого выросли на 41% за 8 месяцев текущего года, в основном за счет привлечения клиентских средств, направленных на увеличение кредитного портфеля. Высокие темпы роста продемонстрировал Глобэксбанк – «+23%», однако он пополнял свои обязательства в основном за счет выпущенных векселей и облигаций.
- С точки зрения кредитных операций наиболее качественным портфелем могут «похвастаться» ТКБ и Глобэксбанк, просрочка у которых по РСБУ на 1 сентября установилась на уровне 3,6% и 1,2%, однако, помятуя об их темпах роста, большую роль сыграл в этом эффект «базы». РСХБ, ВТБ и ВТБ 24 показывают диапазон около 5–7%.
- По уровню достаточности капитала (Н1) «на высоте» остались ВТБ и РСХБ – около 21–24%. Также хороший запас прочности у Глобэксбанка – 25%, однако обращаем внимание, что эти данные на 1 июля 2010 года (более поздние у нас отсутствуют), и, принимая в расчет темпы роста банка, на 1 сентября, скорее всего, Н1 снизился до уровня ВТБ и РСХБ. «Аутсайдером», в данном случае, можно назвать ТКБ, у которого показатель упал до 13%. Тем не менее, принимая в расчет планы по его вхождению в структуру ВТБ, особого волнения низкий уровень собственных средств пока не вызывает.

АИЖК по своим показателям заметно отличается от банков, в первую очередь тем, что капитал формирует на конец 1 полугодия 2010 года беспрецедентные 59% пассивов агентства (здесь и далее показатели приведены по МСФО, см. Приложение). «Подушка» ликвидности также остается очень ощутимой – около 32% активов – в основном средства размещены на депозитах в банках. Отметим, что запас ликвидности покрывает финансовый долг на 80%. А вот по уровню просрочки (более 90 дней) – порядка 9,8% оно обгоняет как ТКБ, так и ВТБ. Однако это не помешало АИЖК получить по итогам полугодия более 4 млрд руб. чистой прибыли (+58% к аналогичному периоду прошлого года).

Кредитное качество вышеперечисленных финансовых организаций, как мы видим, заметно разнится, что отмечают и международные агентства, несмотря на то, что большинству из них присвоены рейтинги на уровне суверенных. Причина здесь одна – поддержка государства, что было хорошо продемонстрировано во время кризиса. Даже сейчас уровень капитализации государственных финансовых организаций в целом самый высокий в отрасли, что покрывает возможные риски. Они первыми «открыли» долговой рынок после кризиса и за последний год на них пришлось 47% всех банковских размещений (в денежном выражении), поскольку для инвесторов госорганизации оставались своеобразной «тихой гаванью».

Что почему?

Сейчас, если мы посмотрим на рынок, то увидим, что бумаги крупных госбанков и АИЖК лежат практически на одной кривой, таким образом, по своему желанию в зависимости от необходимой дюрации инвестор может выбирать любые облигации, поскольку вне зависимости от названия эмитента они все подкреплены господдержкой и суверенным рейтингом. Однако и здесь можно заработать дополнительные 40–100 б.п. доходности, если посмотреть чуть шире, обращая внимание на их «дочки». Действительно, ВТБ 24, лизинговые компании и ипотечные агенты торгуются с премией к кривой материнских организаций. «Квазигосударственные» банки также могут предложить премию, здесь речь идет о ТКБ и Глобэксбанке. Попробуем взглянуть на «дочек» поподробнее.

Из облигаций ВТБ 24 можно отметить выпуск серии 03. Сейчас он торгуется с доходностью около 6% годовых при дюрации 239 дней, то есть с премией около 50 б.п. к нашей основной кривой (на графике «Кривая госбанков»). Конечно, если взять банки «второго» или «третьего» эшелона, то можно увидеть доходности и 6–7% или даже 8–9% соответственно, однако они не предложат рейтинга на уровне суверенного и дисконт по операциям прямого РЕПО с ЦБ всего 12,5%, в то время как с бумагами «третьего» эшелона операции РЕПО с ЦБ практически не проводятся. Хорошее решение для консервативного инвестора.

ВТБ–Лизинг также обеспечивает суверенным рейтингом и предоставляет спрэд от 70 до 100 б.п. к нашей кривой. Некоторая проблема только в том, что компания, хотя и относится к Группе ВТБ, однако все больше выглядит как «темная лошадка» в данной «упряжке»: она перестала выпускать отдельную отчетность по МСФО, а в середине 2009 года (по доступной информации) дела выглядели у нее не самым лучшим образом (см. наш обзор от 4 августа 2010 года http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytcs/special/daily-review_04082010.pdf). Безусловно, большую часть просроченной задолженности с крупными контрагентами удалось разрешить, и ВТБ–Лизинг по-прежнему остается крупнейшей российской лизинговой компанией, но здесь как никогда силен фактор поддержки со стороны ВТБ. Поэтому мы настроены не столь позитивно относительно ее бумаг. Среди интересных выпусков отметим серии 03 и 08, но здесь стоит обратить внимание, что последний еще не вошел в перечень прямого РЕПО с ЦБ. По остальным дисконт все тот же – 12,5%.

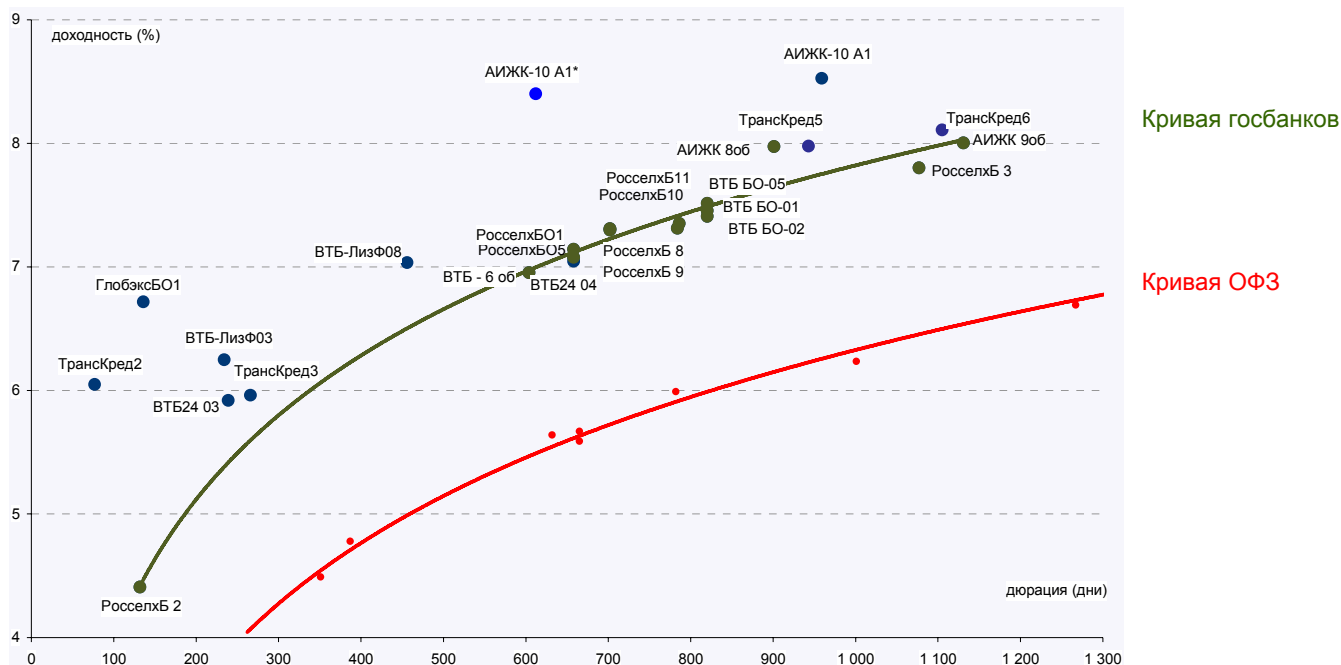
ТрансКредитБанк в последнее время был очень популярен в СМИ в связи с анонсированным вхождением в структуру ВТБ. И хотя его рейтинги все еще ниже на ступень суверенных, бумаги, похоже, уже отыграли эту новость: более длинный выпуск практически «лёг» на определенную нами кривую – серия 06 торгуется с доходностью 8,11% при дюрации 1105 дней. Серии 03 и 05 более интересны для участников рынка с доходностью 6% при дюрации 266 дней и доходностью 8% при дюрации 943 дня соответственно. Отметим, что последняя еще не вошла в перечень прямого РЕПО с ЦБ, и премия к кривой составляет около 30 б.п. На этой бумаге, судя по нынешнему настроению рынка, если есть терпение, можно заработать, дождавшись, когда она начнет реповаться в ЦБ и ее котировки немного подрастут. Не в пользу всех выпусков ТКБ говорит дисконт в размере 17,5% – все же он выше, чем у «дочек» ВТБ – 12,5%. И мы еще раз напоминаем, что у все дочерних компаний сохраняется премия к «материнским» бумагам не менее 30–50 б.п., поэтому, когда ажиотаж вокруг ТрансКредитБанка немного спадет, спрэд его бумаг к нашей кривой впоследствии может расширяться.

Глобэксбанк все также стоит в стороне от прочих госбумаг. Его судьба по-прежнему зависит от санировавшего его ВЭБа, который не раз заявлял, что при выходе на стабильную работу и доход (достаточный, чтобы окупить сделанные вложения) он выйдет из капитала банка. Перед размещением облигаций серии БО–01 в феврале ряд статей в на эту тему в СМИ заставил поволноваться инвесторов (см. наши обзоры от 11 и 12 февраля 2010 года http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytcs/special/nomos_special_globex_11022010.pdf и http://www.nomos.ru/f/1/investment/analytcs/special/daily-review_12022010.pdf), поскольку ценность бумаги заключалась именно во вхождении кредитной организации в структуру госкорпорации. Так как банк чувствует себя неплохо, то риск изменения акционерной структуры для участников рынка присутствует. Не радуют и рейтинги на три ступени ниже, чем у ВЭБа (они у него на уровне суверенных), и отсутствие бумаг банка в перечне РЕПО. Поэтому если и смотреть на бумаги Глобэкса, то в первую очередь на короткие – серии БО–01 с офертой в

феврале 2011 года (УТР 6,7% при дюрации 136 дней), при условии, что инвестора не смущает их довольно низкая ликвидность.

Структура выпуска облигаций недавно вышедшего на долговой рынок ипотечного агента АИЖК – АИЖК–2010, на наш взгляд, была несколько усложнена с введением плавающего, в зависимости от уровня досрочных погашений, коэффициента амортизации, однако, если отбросить данный фактор неопределенности, то бумаги класса А1 довольно интересные. Напомним, что по ним предоставлена трехлетняя оферта со стороны материнской компании, а самому выпуску присвоен рейтинг на уровне суверенного. Таким образом, мы имеем амортизируемую бумагу с максимальным сроком до оферты три года, подкрепленную качественным ипотечным портфелем, торгующуюся с доходностью 8,5% годовых при дюрации 952 дней. То есть спред к нашей кривой в этой точке составляет почти 90 б.п. Если опираться на расчеты самого АИЖК с «плавающей» амортизацией, то речь идет о дюрации всего 1,7 лет, а премия заметно больше – более 200 б.п. Бумаги всех прочих агентов АИЖК вошли в перечень прямого РЕПО с ЦБ с дисконтом 17,5%, поэтому можно ожидать по данному выпуску аналогичное развитие ситуации в том же направлении и, что важно, дальнейшего сужения спреда.

Распределение доходностей облигаций эмитентов финансового сектора



*доходность выпуска АИЖК–10 А1 при расчетной дюрации обращения 1,7 лет (по прогнозам АИЖК).

Вместо заключения

Таким образом, подводя итоги, мы выделяем следующие бумаги, которые, на наш взгляд, могут заинтересовать участников рынка:

С минимальным риском:

Из длинных бумаг: АИЖК–2010–А1 – премия около 200 б.п. при дюрации 1,7 лет (см.выше), премия 90 б.п. при максимальной дюрации 952 дня (доходность 8,5%).

Из коротких бумаг: ВТБ24 03 – премия 50 б.п. при дюрации 239 дней (доходность 6% годовых).

С более высоким риском:

Из длинных бумаг: ТКБ–05 – премия 30 б.п. при дюрации 943 дня (доходность 8%), но статус ТКБ находится в «переходном» состоянии.

Из коротких бумаг: ВТБ–ЛизФ серий 03 и 08 – премия 70–100 б.п. при дюрации 234 и 456 дня (доходность 6,3% и 7,0% соответственно), но финансовая информация по компании практически отсутствует и велика зависимость от ВТБ.

Приложение:

РСБУ:

Финансовые показатели банков по РСБУ на 1 сентября 2010 года					
Наименование Банка	ВТБ	РСХБ	ВТБ 24	ТКБ	Глобэсбанк
Рейтинги					
Moody's	Ваа1/Стаб.	Ваа1/Стаб.	Ваа1/Стаб.	Ва1/Стаб.	---
S&P	BBB/Негат.	---	BBB/Негат.	BB/Стаб.	BB-/Стаб.
Fitch	BBB/Стаб.	BBB/Стаб.	BBB/Стаб.	---	BB/Развив.
Место в рейтинге по активам (на 1 июля 2010 года)	2	4	6	14	45
Балансовые показатели, млн руб.					
Активы	2 726 736	985 846	774 449	340 644	84 202
Изменение к началу года	2,3%	3,9%	9,4%	40,9%	22,7%
Кредитный портфель (gross)	1 395 891	704 174	456 554	208 030	51 999
Уровень резервов	6,4%	6,4%	10,0%	6,0%	2,7%
Уровень просрочки	7,3%	5,0%	6,9%	3,6%	1,2%
Покрытие просрочки резервами	88,4%	127,9%	144,6%	165,3%	231,7%
Кредиты физлиц	0,1%	15,6%	87,3%	28,7%	2,5%
Кредиты/Депозиты	195,2%	270,9%	98,2%	122,0%	192,6%
Доля в активах	47,9%	66,9%	53,0%	57,4%	60,1%
Операции с ценными бумагами	257 534	30 815	48 222	81 093	19 415
Доля в активах	9,4%	3,1%	6,2%	23,8%	23,1%
Капитал*	568 955	113 930	75 934	19 960	22 481
Доля в активах	20,9%	11,6%	9,8%	5,9%	26,7%
МБК (привлеченные кредиты и депозиты), в т.ч.	649 764	262 094	33 691	8 707	575
Кредиты ЦБ	955	6 351	0	0	0
Кредиты ЦБ в Пассивах	0,0%	0,6%	0,0%	0,0%	0,0%
Средства клиентов, в т.ч.	232 707	59 784	127 104	97 199	9 276
госсредства	6 529	1 157	34	8	0
юридических лиц	223 165	45 826	44 530	73 966	8 161
физических лиц	3 013	12 801	82 540	23 225	1 114
доля средств в пассивах	8,5%	6,1%	16,4%	28,5%	11,0%
Депозиты, в т.ч.	714 982	259 911	464 976	170 539	26 992
юридических лиц	707 727	164 377	13 943	141 422	10 511
физических лиц	7 255	95 533	451 034	29 116	16 481
доля депозитов в пассивах	26,2%	26,4%	60,0%	50,1%	32,1%
Выпущенные ценные бумаги	194 815	78 892	48 635	22 560	21 107
доля выпущенных ценных бумаг в пассивах	7,1%	8,0%	6,3%	6,6%	25,1%
Балансовая прибыль	35 451	1 160	10 756	2 874	864
RoA	0,9%	0,1%	0,9%	0,6%	0,7%
Нормативы					на 1 июля 2010
Норматив достаточности собств. средств (Н1), min 10%	24,4%	21,0%	14,4%	13,0%	25,1%
Норматив мгновенной ликвидности (Н2), min 15%	77,8%	72,3%	40,3%	69,3%	38,8%
Норматив текущей ликвидности (Н3), min 50%	80,2%	78,9%	79,6%	81,2%	76,8%
Норматив долгосрочной ликвидности (Н4), max 120%	89,4%	88,5%	91,8%	70,7%	101,0%
Макс. размер риска на одного заемщика или группу связанных заемщиков (Н6), max 25%	18,4%	22,6%	15,7%	23,0%	20,4%
Макс. размер крупных кредитных рисков (Н7) max 800%	197,9%	26,3%	48,0%	322,5%	241,2%
Макс. р-р кредитов, банк. гарантий и поручительств, предоставл-х банком своим участникам (Н9.1), max 50%	0,0%	0,0%	0,0%	9,9%	0,0%
Совокупная величина риска по инсайдерам банка (Н10.1), max 3%	0,0%	0,7%	0,9%	0,9%	0,0%

* первый раздел 101 формы

Специальный обзор долговых рынков

Госбумаги в финансовом секторе:

6 октября 2010 года

ЕСТЬ ВОЗМОЖНОСТЬ ЗАРАБОТАТЬ?

МСФО:

Консолидированные показатели деятельности по МСФО за 1 полугодие 2010 года						
	ВТБ		ТКБ		АИЖК	
Балансовые показатели, млрд руб.	1H2010	1H2010 / 2009	1H2010	1H2010 / 2009	1H2010	1H2010 / 2009
ASSETS	3 627,8	0,5%	328,8	27,2%	175,9	8,4%
Cash and short-term funds	163,5	-37,2%	41,6	38,3%	55,8	-13,8%
% assets	4,5%	---	12,6%	---	31,7%	---
Loans	2 553,3	10,5%	176,5	23,2%	111,5	21,7%
Loans (gross)	2 815,5	10,6%	189,9	22,7%	118,2	19,2%
% assets	70,4%	---	53,7%	---	63,4%	---
NPL (>90дн.)	9,5%	---	4,2%	---	9,8%	---
allowance for loan impairment	9,3%	---	7,1%	---	5,6%	---
Customer deposits	1 688,8	7,6%	240,3	57,9%	0,0	---
% assets	46,6%	---	73,1%	---	0,0%	---
EQUITY	524,1	3,8%	22,5	11,6%	104,1	4,1%
% assets	14,4%	---	6,8%	---	59,2%	---
Capital Adequacy Ratio	19,3%	---	12,1%	---	n/a	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	1H2010	1H2010 / 1H2009	1H2010	1H2010 / 1H2009	1H2010	1H2010 / 1H2009
Net interest income	86,4	22,9%	6,6	2,0%	6,3	2,8%
Fee and commission income	13,8	17,9%	2,2	-14,9%	0,0	0,0%
Provisions charge for loan impairment	-27,2	-71,8%	-1,8	-63,9%	1,0	в прошлом году величина была отрицательной
Operating income	103,7	13,3%	10,5	4,6%	4,8	-18,1%
Operating expenses	-43,9	23,0%	-5,0	41,2%	-0,8	49,4%
Profit for the year	25,1	n/a	2,8	195,8%	4,1	57,7%
Качественные показатели деятельности	1H2010		1H2010		1H2010	
RoAA	1,4%		1,9%		4,9%	
RoEA	9,8%		26,0%		8,1%	
NIM	5,3%		5,3%		n/a	
Cost / Income	42,3%		47,6%		16,9%	

Источник данных для таблиц, приведенных в обзоре: информация организаций, расчеты НОМОС-БАНКа

Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120 (495) 797-32-48	pivkov_rv@nomos.ru
Департамент долговых инструментов	(495) 797-32-48	ib@nomos.ru
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
	Цвеляк Евгений / ext. 3581	tsvelyak_ea@nomos.ru
	Турик Анна / ext. 3575	turik_aa@nomos.ru
	Петров Алексей / ext. 4581	petrov_av@nomos.ru
Аналитика	(495) 797-32-48	research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Ильин Илья / ext. 4426	ilin_io@nomos.ru
	Полютков Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках	(495) 797-32-48	
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами	(495) 797-32-48	
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации изложенной в настоящем документе.

Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.