

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Снова в ЗЕНИТе: второй облигационный выпуск

Банк ЗЕНИТ входит в двадцатку крупнейших российских банков. Собственный капитал Банка на 1 января 2006 года составлял 7.6 млрд. рублей, чистые активы – 61.5 млрд. рублей. Основными акционерами являются Татнефть, структуры близкие к Новолипецкому металлургическому комбинату, а также ряд компаний, представляющих интересы акционеров физических лиц - европейских и российских бизнесменов, включая менеджмент Банка.

В 2005 году ЗЕНИТ приобрел у нефтяной компании Банк Девон-Кредит, что позволит Банку расширить присутствие на рынке розничных банковских услуг Татарстана. Кроме того, в конце прошлого года акционерами была одобрена дополнительная эмиссия акций на 6 млрд. рублей, 38.09% которой будет выкуплено компанией Татнефть, 10.83% - Tatneft Oil AG и 5% - компанией SGI Enterprises Limited. Запланированное увеличение капитала станет основой для дальнейшего роста активов Банка.

Основным направлением деятельности Банка является обслуживание юридических лиц. При этом кредитование рассматривается в качестве одной из важнейших составляющих бизнеса и служит эффективным способом привлечения и обслуживания клиентов. Помимо этого, должное внимание уделяется развитию розничного сектора, чему способствует продолжение региональной экспансии Банка.

Значимую роль в деятельности Банка занимает инвестиционный бизнес. Банк ЗЕНИТ является одним из наиболее активных участников российского рынка ценных бумаг. Не ограничиваясь операциями по покупке-продаже, в качестве организатора Банк интенсивно наращивает объемы выпусков облигационных займов, предлагает брокерские услуги на крупнейших торговых площадках, контролирует 25% российского рынка ОФБУ.

Успешная деятельность Банка была позитивно оценена международными рейтинговыми агентствами: в конце 2005 года Fitch повысило рейтинг Банка с В- до В (прогноз «стабильный»), а Moody's изменило прогноз рейтинга В1 со «стабильного» на «позитивный».

Кредитная история Банка насчитывает привлечение трех синдицированных кредитов, одного еврооблигационного и одного рублевого выпусков. Планируемый выпуск является частью реализации долгосрочной программы привлечения ресурсов и будет направлен на увеличение кредитного портфеля Банка. Наша оценка справедливой доходности находится в диапазоне 8.3-8.5%.

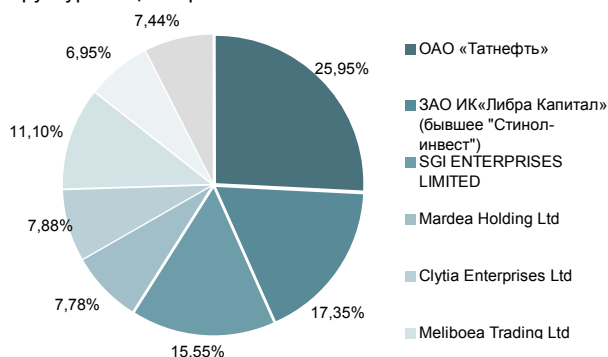
ОСНОВНЫЕ УСЛОВИЯ ВЫПУСКА

ЭМИТЕНТ	Банк ЗЕНИТ (открытое акционерное общество)
РАЗМЕЩАЕМЫЕ ЦЕННЫЕ БУМАГИ	Неконвертируемые документарные процентные облигации на предъявителя в количестве 2 000 000 штук номинальной стоимостью 1 000 рублей каждая
КУПОННЫЕ ВЫПЛАТЫ	<p>Доходом по Облигациям является сумма купонных доходов, начисляемых и выплачиваемых за каждый купонный период. Купонный доход по 1-му купону выплачивается в 183-й день, по 2-му купону – в 366-й день, по 3-му купону – в 549-й день, по 4-му купону – в 732-й день, по 5-му купону – в 915-й день, по 6-му купону – в 1098-й день со дня начала размещения Облигаций выпуска.</p> <p>Процентная ставка по купонам составляет:</p> <ul style="list-style-type: none">• по 1 купону – процентная ставка определяется путем проведения Конкурса на ФБ ММВБ среди участников Конкурса – потенциальных покупателей Облигаций в дату начала размещения Облигаций;• по 2-6 купонам – процентная ставка равна ставке по первому купону.
ДАТА НАЧАЛА РАЗМЕЩЕНИЯ	Размещение Облигаций начинается не ранее, чем через две недели после обеспечения всем потенциальным приобретателям возможности доступа к информации о выпуске Облигаций, которая должна быть раскрыта в соответствии с Федеральным законом "О рынке ценных бумаг" и нормативными актами ФСФР России.
ДАТА ОКОНЧАНИЯ РАЗМЕЩЕНИЯ	Датой окончания размещения Облигаций выпуска является та из следующих дат, которая наступит раньше: дата размещения последней Облигации выпуска или 90-й календарный день с даты начала размещения Облигаций. При этом дата окончания размещения не может быть позднее года с даты государственной регистрации выпуска Облигаций.
СПОСОБ РАЗМЕЩЕНИЯ	Открытая подписка
ЦЕНА РАЗМЕЩЕНИЯ	100% от номинальной стоимости
ДАТА ПОГАШЕНИЯ	1098-й день с даты начала размещения Облигаций
ВОЗМОЖНОСТЬ ВЫКУПА	Эмитент может принимать отдельные решения о приобретении Облигаций по соглашению с их владельцами в любой день срока обращения Облигаций.
ОРГАНИЗАТОР ТОРГОВ	ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» (ФБ ММВБ)
ДЕПОЗИТАРИЙ	Некоммерческое партнерство «Национальный депозитарный центр» (НП НДЦ)
ОРГАНИЗАТОР, АНДЕРРАЙТЕР, ПЛАТЕЖНЫЙ АГЕНТ	ОАО Банк ЗЕНИТ

История Банка и структура
акционерного капитала

Банк ЗЕНИТ является одним из крупнейших российских банков. По основным показателям Банк входит в число двадцати ведущих кредитно-финансовых учреждений страны. Банк учрежден в декабре 1994 года при участии нефтяной компании «Татнефть» и ряда других юридических лиц. Сейчас, наряду с Татнефтью, основными акционерами Банка являются структуры близкие к Новолипецкому металлургическому комбинату, а также ряд компаний, представляющих интересы акционеров физических лиц - европейских и российских бизнесменов, включая менеджмент Банка.

Структура акционерного капитала на 01.01.06 г.



Источник: данные Банка

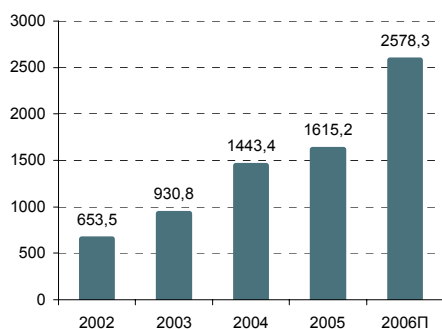
В 2005 году ЗЕНИТ приобрел у Татнефти Банк Девон-Кредит, что позволит Банку расширить присутствие на рынке розничных банковских услуг Татарстана. Кроме того, в конце прошлого года акционеры Банка одобрили увеличение уставного капитала с 4 до 10 млрд. руб. Акционеры проголосовали за выкуп 38.09% дополнительной эмиссии компанией Татнефть, 10.83% - Tatneft Oil AG и 5% - компанией SGI Enterprises Limited. Запланированное увеличение капитала станет основой для дальнейшего роста активов Банка.

Финансовое состояние Банка характеризуется стабильным ростом ключевых показателей. Собственный капитал Банка на 1 января 2006 года составлял 7.6 млрд. рублей, чистые активы - 61.5 млрд. рублей. Согласно ноябрьскому рейтингу РБК, по данным показателям Банк занимал 20 и 19 место. Однако после увеличения капитала Банк ЗЕНИТ улучшит свои позиции: активы с учетом запланированных транзакций должны возрасти в 2006 году до 73-75 млрд. рублей, собственный капитал - до 13-14 млрд. рублей. При этом прогнозируемые уровни не учитывают активы Девон-Кредита (чистые активы - 8.4 млрд. руб., собственный капитал - 1.7 млрд. руб.), консолидируемого пока только в отчетности по МСФО.

Ключевые показатели деятельности
Банка

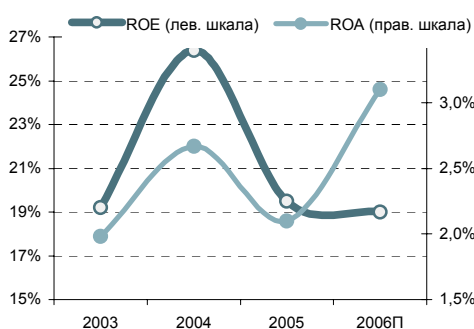
В структуре прибыли за последние пять лет основным источником являются кредитно-депозитные операции при значительном вкладе операций с иностранной валютой и с ценными бумагами, что подчеркивает инвестиционную направленность бизнеса. Рентабельность по активам (ROA) в 2005 году составила 2.1%, что сопоставимо со средним показателем банковской отрасли (2.4%). Рентабельность собственного капитала (ROE) составила 19.5%. Ожидается, что запланированное увеличение капитала поможет Банку в 2006 году достичь роста прибыли на 60% до 2578,3 млрд. руб., при этом ROA вырастет до 3.1%, а ROE сохранится на уровне 19%.

Динамика прибыли, млн. руб.



Источник: данные Банка

Динамика рентабельности, %



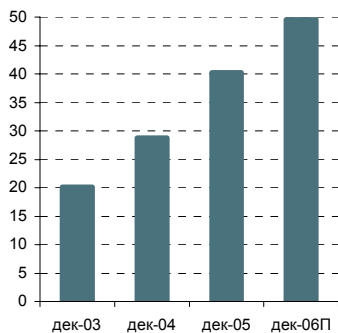
Источник: данные Банка

Основные направления бизнеса

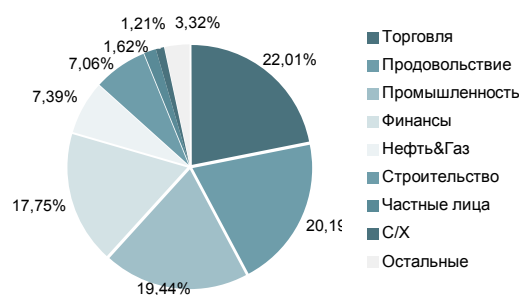
Исторически сложилось, что основным направлением деятельности Банка ЗЕНИТ является обслуживание юридических лиц. При этом кредитование рассматривается в качестве одной из важнейших составляющих бизнеса и служит эффективным способом привлечения и обслуживания клиентов. Широкая география клиентской базы обуславливает присутствие региональных подразделений Банка в 6 из 7 федеральных округов России. На данный момент филиалы Банка ЗЕНИТ расположены в 10 городах России, что отражает, прежде всего, точечный подход к развитию региональной сети: филиалы открываются только в тех регионах, где у Банка уже имеются прочные клиентские отношения. В ближайшей перспективе планируется открытие еще 6 филиалов: в Тольятти, Калининграде, Тюменской обл., Перми, Краснодарском крае и Екатеринбурге.

В 2005 году Банк ЗЕНИТ смог сохранить продемонстрированные в 2004 году темпы роста ссудной задолженности на уровне 40%, и ее объем достиг 40.2 млрд. руб. Предпринятые меры по увеличению капитала станут основой для поддержания существенных темпов роста. Анализ структуры кредитного портфеля позволяет говорить о его хорошем качестве. Так, согласно международной отчетности за 6 месяцев 2005 года, доля просроченных кредитов снизилась с 2% до 1.5%, при этом сохраняется высокая степень отраслевой диверсификации: максимальная доля одной отрасли составляет 22% от общего объема.

Динамика кредитного портфеля, млрд. руб. Структура кредитного портфеля



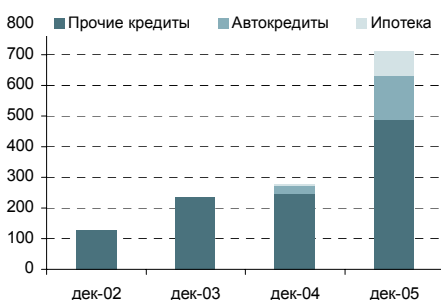
Источник: данные Банка



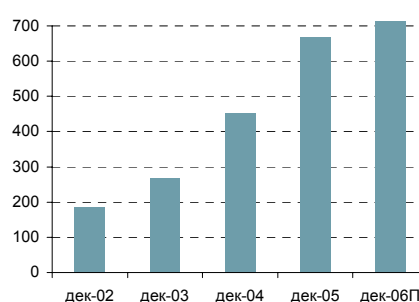
Источник: данные Банка

Несмотря на то, что обслуживание юридических лиц остается преобладающим направлением деятельности, должное внимание уделяется развитию розничного бизнеса. Активно развивается весь спектр банковских услуг для физических лиц, в частности программы ипотечного кредитования и автокредитования, разработана уникальная для российского рынка чиповая карта «Система Ценностей». По сравнению с корпоративным кредитованием объем выданных розничных кредитов в 2005 году рос опережающими темпами (+160% до 712 млн. руб.), что обусловило увеличение его доли в общем объеме кредитного портфеля с 1.2% до 3%. Тем не менее, пока этот уровень остается ниже среднего по банковскому сектору (20.7%). Ожидается, что в 2006 году объем автокредитования возрастет в два раза до 240 млн. руб., объем ипотечного кредитования - в 4 раза до 320 млн. руб.

Объем потребительского кредитования, млн. руб. Остатки на карточных счетах, млн. руб.



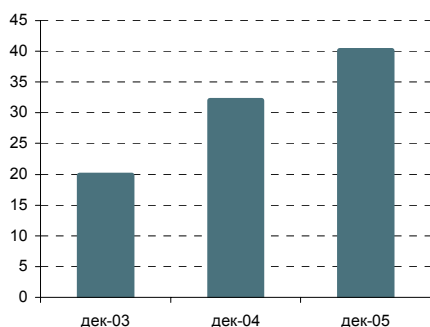
Источник: данные Банка



Источник: данные Банка

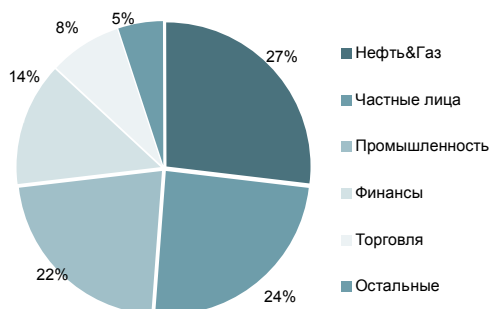
В конце 2004 года ЗЕНИТ был принят в Систему страхования вкладов и в прошедшем году продолжил активно наращивать депозитный портфель: за год его рост составил 25%. Средняя ставка по привлекаемым депозитам составляет 9.46% в рублях, 6.73% в долларах и 6.18% в евро. При этом положительными моментами остаются хорошая отраслевая диверсификация депозитов, а также незначительная доля вкладов до востребования - 3.1%, в то время как среднее значение у банков из ТОП-20 составляет около 10%.

Динамика депозитного портфеля, млрд. руб.



Источник: данные Банка

Структура депозитного портфеля в отраслевом разрезе



Источник: данные Банка

Значимую роль в деятельности Банка занимает инвестиционный бизнес. Основными направлениями инвестиционной деятельности Банка являются:

- Выпуск, размещение и обслуживание облигационных займов. Банк ЗЕНИТ является одним из наиболее опытных организаторов на российском рынке рублевых облигаций. В 2005 году Банк выступил организатором восьми выпусков рублевых облигаций общей номинальной стоимостью 8.5 млрд. рублей, что на 33% превысило уровень 2004 года (6.4 млрд. рублей), а также принял участие в четырех еврооблигационных выпусках объемом \$800 млн. В наступившем году помимо уже освоенных рынков, Банк видит для себя перспективным развитие рынка CLN. Так, в начале 2006 года планируется завершить сделку по выпуску CLN Mirax Group объемом \$100 млн. Кроме этого, ЗЕНИТ планирует принять участие еще в нескольких сделках по размещению корпоративных эмитентов на внешних рынках.

- Торговые операции с ценными бумагами и иностранной валютой, обеспечивающие около 80% доходов инвестиционного направления. Объем операций с долговыми инструментами на ММВБ составил 97.6 млрд. руб., что позволило ЗЕНИТУ по итогам года сохранить за собой место в пятерке крупнейших операторов биржи.

- Помимо собственных операций, Банк предлагает весь спектр брокерских услуг на крупнейших торговых площадках, при этом активно развивается работа с производными инструментами, как на российском, так и международном рынке.

- Финансирование под обеспечение ценных бумаг. По итогам 2005 года Банк сохранил за собой место в ТОП-10 участников рынка РЕПО ММВБ.

- Банк ЗЕНИТ один из самых активных участников рынка ОФБУ: в 2005 году было привлечено 644 млн. руб., что на 86% превосходит объем средств, привлеченных в 2004. Доходность ОФБУ "Доходный" за 2005 год составила 71%, доходность ОФБУ "Универсальный" (фонд с консервативной стратегией) - 18%. В результате успешной работы обоих фондов суммарная стоимость чистых активов уже в начале 2006 года превысила 2 млрд. рублей, а доля Банка ЗЕНИТ по стоимости чистых активов на рынке ОФБУ выросла до 25%. Не останавливаясь на достигнутом, Банк планирует в первом квартале 2006 запустить еще 2 ОФБУ: «Валютный», а также не имеющий аналогов в России фонд «Перспективный», активами которого будут срочные инструменты (фьючерсы, опционы).

Банк ЗЕНИТ имеет продолжительную для российского рынка публичную кредитную историю, начинающуюся в 2001 году с получения синдицированного кредита на сумму \$20 млн. сроком на 1 год по ставке LIBOR + 4% годовых. Сделка стала первым синдицированным кредитом в пользу российского финансового института с момента кризиса в августе 1998 года. Второй синдицированный кредит был привлечен Банком ЗЕНИТ в 2004 году также на 1 год и в размере \$20 млн., по ставке LIBOR + 3% годовых. В мае 2005 года Банк ЗЕНИТ привлёк третий необеспеченный синдицированный кредит в размере \$35 млн. сроком на 1 год по ставке LIBOR+2.8%.

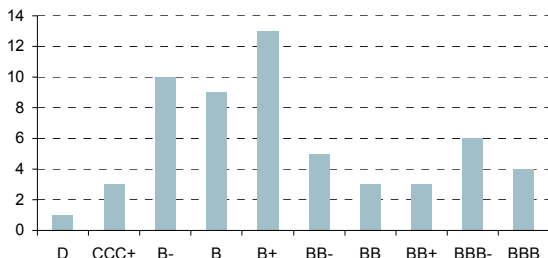
Помимо привлечения кредитов Банк в июне 2003 года разместил дебютный 3-летний займ еврооблигаций объемом \$125 млн. Не ограничиваясь возможностями международных рынков, Банк создает себе кредитную историю на внутреннем рынке облигаций. Первый рублевый выпуск объемом 1 млрд. руб. был выпущен в марте 2004 года с погашением в 2007. Планируемый выпуск является частью реализации долгосрочной программы привлечения капитала и будет направлен на увеличение кредитного портфеля Банка.

Расширение состава акционеров, рост финансовых показателей и увеличение масштабов деятельности нашли отражение в улучшении оценок Банка со стороны рейтинговых агентств. Moody's изменило прогноз долгосрочного рейтинга В1 со «стабильного» на «позитивный», а Fitch повысило рейтинг с В- до В. Согласно пресс-релизу, оба агентства при при-

*Кредитная история**Международные рейтинги*

нятии решений руководствовались ростом эффективности деятельности Банка, сокращением операций со связанными сторонами, а также высоким качеством активов, адекватной ликвидностью и сильной функцией управления рисками. Если провести анализ оценок кредитного качества российских банков, то мы увидим, что подобные оценки характерны для большинства кредитно-финансовых учреждений с частным капиталом, что связано, прежде всего, с общей слабостью банковской системы страны. Чтобы оценить распределение банков по рейтингу, мы составили композитную шкалу всех трех агентств, при этом, если банк имеет рейтинг от двух-трех агентств, то использовался минимальный в случае разницы на одну ступень и средний в случае разницы более чем на одну.

Распределение банков по рейтингу:

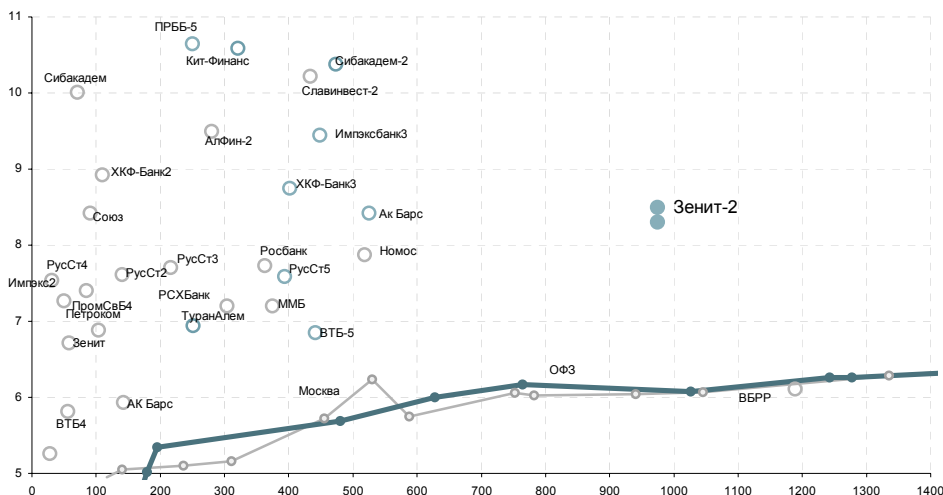


Источник: ЦБ РФ

Исходя из представленного графика, мы получаем, что большинство банков имеет рейтинги B-/B+, при этом рейтинги BBB-/BBB имеют лишь банки с государственным либо муниципальным участием. Дальнейшее повышение оценки российских банков международными агентствами, очевидно, будет связано как с улучшением состояния всей банковской системы, в том числе и правовой базы, повышением прозрачности банков, так и улучшением финансовых показателей отдельных кредитных учреждений.

Наличие международных рейтингов, адекватно отражающих финансовое состояние и кредитное качество эмитентов, может быть использовано как основа для позиционирования нового выпуска Банка ЗЕНИТ. В отсутствии надежных ориентиров на отраслевой кривой доходностей в ее дальнем конце мы будем исходить из доходностей более коротких (дюрация около 1.5 лет) банков-аналогов.

Позиционирование выпуска



Ориентирами на кривой доходности для нового выпуска могут быть сопоставимые по масштабу бизнеса банки, чей рейтинг превышает рейтинг ЗЕНИТа на одну ступень: Номос-банк (Ba3), Росбанк (Ba3) и Банк АкБарс (Ba3). Исходя из текущих уровней, средняя доходность для рейтинговой группы Ba3 составляет 8%. Хотя позитивный прогноз по рейтингу ЗЕНИТа подразумевает его повышение в ближайшем будущем (B1) требует соответствующей премии. Оценку за разницу в кредитном качестве мы предлагаем взять, исходя из средних спредов между индексами американских корпоративных облигаций в размере 10-20 б.п. Кроме того, новый выпуск будет иметь большую дюрацию, что также должно найти соответствующее отражение (+20-30 б.п.), и, таким образом, доходность нового выпуска Банка ЗЕНИТ складывается на уровне 8.3-8.5%. Вместе с тем, мы полагаем, что запланированный рост активов и собственного капитала будет позитивно воспринят рейтинговыми агентствами, что позволит улучшить текущие кредитные оценки и задаст потенциал снижения доходности.

Александр Доткин
a.dotkin@zenit.ru

Инвестиционный Департамент

Россия, 129110, Москва, Банный пер, дом 9
тел. 7 095 937 07 37, факс 7 095 937 07 36
WEB: <http://www.zenit.ru>

Начальник Департамента
Зам. Начальника Департамента

Роман Пивков
Кирилл Копелович

roman.pivkov@zenit.ru
kopelovich@zenit.ru

Управление продаж

sales@zenit.ru

Начальник управления
Еврооблигации
Рублевые облигации
Рублевые облигации

Константин Поспелов
Владислав Григорьев
Алексей Третьяков
Роман Попов

konstantin.pospelov@zenit.ru
v.grigoriev@zenit.ru
a.tretyakov@zenit.ru
r.popov@zenit.ru

Аналитическое управление

Акции
Облигации

research@zenit.ru
firesearch@zenit.ru

Рублевые облигации
Еврооблигации
Анализ кредитных рисков
Акции
Акции
Акции

Яков Яковлев
Александр Доткин
Ольга Ефремова
Евгений Суворов
Мария Сулима
Дмитрий Лукашов

y.yakovlev@zenit.ru
a.dotkin@zenit.ru
o.efremova@zenit.ru
e.suvorov@zenit.ru
m.sulima@zenit.ru
d.lukashov@zenit.ru

Управление доверительного управления активами

Начальник управления

Сергей Матюшин

s.matyushin@zenit.ru

Управление организации долгового финансирования

ibcm@zenit.ru

Начальник управления

Валерий Голованов

v.golovanov@zenit.ru

Управление корпоративного финансирования

Начальник управления

Максим Васин

vasin@zenit.ru

Каждый аналитик, задействованный в написании данного обзора, подтверждает, что все положения отражают его собственное мнение в отношении финансовых инструментов или эмитентов. Вознаграждение аналитиков не связано напрямую или косвенно с мнениями или рекомендациями, изложенными в данном обзоре. Банк ЗЕНИТ не несет ответственности за операции третьих лиц, совершенные на основе мнений аналитиков, изложенных в данном обзоре. Мнение Банка может не совпадать с мнением аналитика, изложенным в данном обзоре.

Информация, представленная в обзоре, основана на источниках, которые Банк ЗЕНИТ признает надежными, тем не менее, Банк не несет ответственности за ее достоверность и полноту. Описания финансовых инструментов и эмитентов не претендуют на полноту. Прошлые показатели не являются гарантией своего повторения в будущем. Обзор не имеет отношения к инвестиционным целям или финансовой ситуации третьих лиц. Все мнения и рекомендации, основанные на представленной информации, соответствуют дате выхода обзора и могут быть изменены без уведомления. Обзор предоставляется исключительно в информационных целях и не является предложением купить или продать соответствующие финансовые инструменты. Инвесторы должны самостоятельно принимать инвестиционные решения, используя обзор лишь в качестве одного из средств, способствующих принятию взвешенных решений. Обзор подготовлен Банком ЗЕНИТ для распространения среди профессиональных участников рынка и институциональных инвесторов. Не являющиеся профессиональными участниками инвесторы должны искать возможность дополнительной консультации перед принятием инвестиционного решения. Обзор может содержать информацию и рекомендации касательно финансовых инструментов, недоступных для покупки или продажи непрофессиональными участниками рынка.

Банк ЗЕНИТ может выступать маркетмейкером по одному или нескольким финансовым инструментам, упомянутым в данном обзоре и иметь по ним длинные или короткие позиции. Банк ЗЕНИТ также может предоставлять услуги финансового советника и выступать организатором и андеррайтером по проектам корпоративного финансирования одной из указанных в обзоре компаний.

Дополнительная информация и сопроводительная документация может быть предоставлена по запросу. © 2004 Банк ЗЕНИТ.