

**18 мая 2011**

**Рынок облигаций I ОАО Банк «Зенит»**

## **Первичное размещение ЗенитБО-06**

<b>ЗенитБО-06</b>	
Кредитный рейтинг	Moody's: Ba3 (стабильный) / Fitch: B+ (стабильный)
Объем эмиссии:	5 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4B020603255B
Дата закрытия книги	24.05.2011
Дата размещения:	26.05.2011
Оферта	через 1,5 года
Дата погашения:	26.05.2014
Купон (ориентир):	7,2-7,4% (полугодовой)
УТР (дюрация):	7,33%(1,44)-7,54%(1,44)
<b>Мин. купон (ДОФР ПКБ)</b>	<b>7,32%</b>

**ОАО Банк «Зенит» 24 мая закрывает книгу заявок на первичное размещение шестой серии биржевых облигаций. На наш взгляд, ключевыми аргументами за покупку новых облигаций банка Зенит являются следующие принципиальные моменты:**

- 1. исторически устойчивый кредитный профиль организации**
- 2. рост основных показателей прибыльности**
- 3. постепенное восстановление рынка корпоративного кредитования**

### **Результаты 2010 г.: более активное второе полугодие и рекордная чистая прибыль**

Кредитный профиль Зенита остается одним из самых устойчивых в российском банковском сегменте благодаря поддержке акционеров и очень сильной конкурентной позиции в корпоративном кредитовании на «домашних» рынках. В 2010 году на фоне значительно улучшившейся конъюнктуры банк укрепил ряд принципиальных показателей.

Кредитный портфель банка увеличился на 26% благодаря активности в корпоративном сегменте. Портфель кредитов юридическим лицам вырос на 29%, при этом портфель кредитов физическим лицам снизился более чем на 10%, а его доля составила около 7%. Тем самым банк продолжает реализовывать стратегию корпоративного банка с низкой экспозицией на массовый рынок. Относительно низкий темп роста активной базы (7% против 17% по банкам ТОП-50), вероятно, связан с выбранной моделью – наиболее высокие темпы прироста в 2010 году показывали банки с широкой линейкой продуктов на розничном рынке. Тем не менее, Зенит в 2010 году довел долю ссудной задолженности в активах до предкризисного уровня. Кроме того, достаточно активно банк наращивал портфель ценных бумаг, который в совокупности на конец 2010 года составлял 13% от активов, продемонстрировав рост на 50%. Данные изменения находятся в канве тактических действий банков в прошлом году.

С точки зрения пассивов, Зенит активно наращивал свое присутствие на рынке МБК, однако его доля продолжает оставаться довольно низкой (около 7%), что говорит о наличии прочих возможностей для банка привлекать средства. Одним из таких принципиальных каналов являются, конечно, средства клиентов. Причем в отличие от рынка кредитования, здесь наблюдалась обратная ситуация. Депозиты юр. лиц снизились на 2,5% при росте средств физических клиентов на 33%. В результате, доля вкладов физ. лиц на данный момент находится на максимальном с 2006 года уровне – 26% от пассивной базы. Кроме того, банк разместил два выпуска биржевых облигаций по 5 млрд. руб., показав практически идентичное увеличение по соответствующей статье.

**Таблица 1. Финансовые показатели ОАО Банк «Зенит» (МСФО)**

тыс. руб.	2007	2008	2009	2010
<b>АКТИВЫ</b>	163 097 846	187 316 935	186 040 780	199 795 904
Кредиты	101 042 046	109 177 374	101 121 877	126 995 907
Ден. средства + депозиты в ЦБ	26 549 905	43 419 819	31 935 340	32 023 704
Депозиты юр. лиц	92 413 472	96 342 911	104 659 285	116 153 700
Депозиты физ. лиц	28 680 233	30 665 039	39 634 581	52 814 463
Собственный капитал	18 081 315	16 764 750	19 723 340	22 169 235
ЧПД (до создания резервов)	6 187 472	9 043 046	7 598 177	6 988 148
Резервы	1 188 067	1 876 024	3 749 171	1 856 253
Операционные доходы	9 759 635	8 844 584	11 548 760	12 778 062
Операционная расходы	5 157 116	5 526 158	4 951 665	5 738 854
Чистая прибыль	2 390 256	1 177 485	2 089 828	3 661 928
Доля ссудной задолженности в активах	62.0%	58.3%	54.4%	63.6%
Доля NPL>90 дней	н/д	н/д	1.9%	1.7%
Достаточность собственного капитала	12.0%	10.8%	12.0%	12.4%
Норма резервирования	1.2%	1.7%	3.7%	1.5%
Ликвидные активы/Депозиты клиентов	24.7%	35.3%	28.2%	24.6%
Чистая процентная маржа (после резервов)	6.2%	6.8%	3.7%	4.5%
Расходы/Доходы	52.8%	62.5%	42.9%	44.9%
ROEA	14.9%	6.8%	11.5%	17.5%
ROAA	1.8%	0.7%	1.1%	1.9%

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

## Сохранение комфортного уровня ликвидности на 2010 г., в 2011 году - крупные выплаты

Банк Зенит с точки зрения рисков ликвидности не вызывает у нас сомнений как надежный плательщик в течение 2011 года. Однако в 2012 году банку предстоит пройти оферты или погашения по четырем обращающимся выпускам облигаций общим объемом 18 млрд. руб., не считая выпуска ЗенитЗобл (3 млрд. руб.), подлежащего погашению в ноябре 2011 года. Видимо, в качестве ответа на данные вызовы у банка зарегистрированы еще пять (помимо размещаемого) выпусков биржевых облигаций общим объемом 21 млрд. руб. Таким образом, мы предполагаем, что во второй половине 2011 года нас ожидает довольно активная позиция банка Зенит на первичном рынке. Такая ситуация вряд ли будет трактоваться участниками рынка как безусловный негатив и сигнал на условную продажу спреда. В то же время в случае общего роста рынка облигации Зенита могут показывать не самую лучшую динамику в секторе из-за довлеющего предложения новых бумаг.

## Позиционирование выпуска

Предлагаемый ориентир по ставке полугодового купона в размере 7,2-7,4% соответствует УТР 7,33-7,54% (дюрация до оферты – 1,44). Данный ориентир соответствует премии над кривой синтетической ОФЗ в размере 178-199 б.п. В то же время, спреды к суверенной кривой по обращающимся выпускам Зенита концентрируются от 161 б.п. по наиболее длинному ЗенитБО-02 до 232 б.п. по наиболее короткому ЗенитЗобл.

Наибольший интерес для анализа представляют два выпуска биржевых облигаций, размещенных в прошлом году, как наиболее ликвидные инструменты из имеющейся линейки долга Зенита. Средний спред по выпуску ЗенитБО1 за последний месяц составил 195 б.п., в то время как по более длинному ЗенитБО3 средний спред сложился на уровне 165 б.п. Однако при этом первый выпуск биржевых облигаций оказался гораздо более ликвидным: за указанный период с учетом РПС было заключено сделок на 2,35 млрд. руб. (или 47% от номинальной стоимости выпуска), в то время как по второму выпуску объем заключенных сделок составил всего лишь чуть более 1 млрд. (или около 20% от номинала). В связи с подобными наблюдениями, фактическими уровнями спредов по другим выпускам, и основываясь на прошлой истории торгов облигациями банка Зенит, мы полагаем, что адекватной компенсацией за кредитный риск банка является уровень не ниже 190 б.п., тем более что на аналогичной дюрации существуют более интересные с точки зрения доходности истории при схожем кредитном качестве. Например, выпуск КрЕврБ-06 со спредом 220 б.п. при чуть меньшей дюрации - 1,2.

**Таблица 2. Ликвидные выпуски с аналогичным кредитным рейтингом**

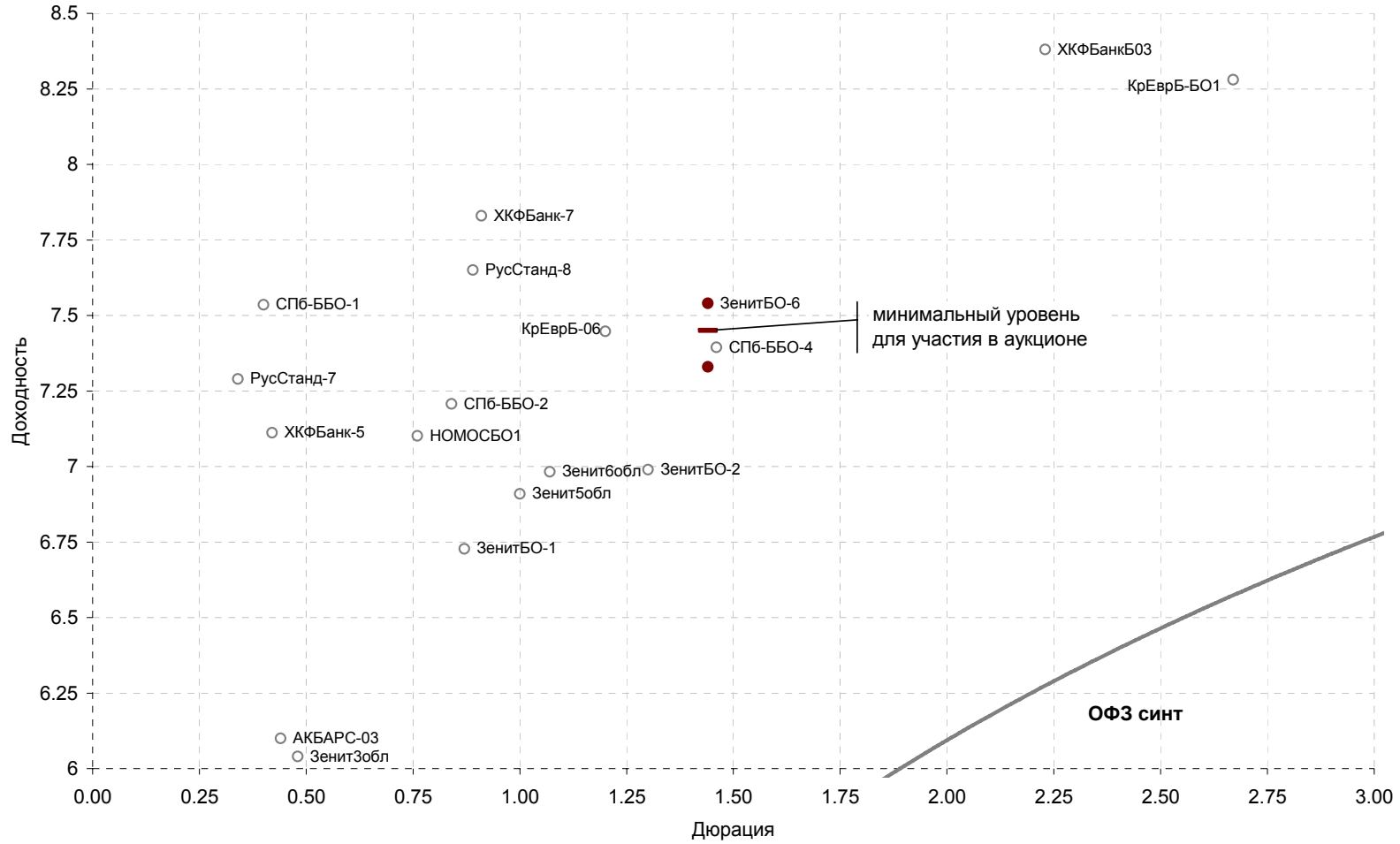
Выпуск (рейтинг)	Объем, млрд. руб.	DUR	УТР	Спред, б.п.
ЗенитЗобл(Ва3/В+)	3	0,48	6,04	232
ЗенитБО-1(Ва3/В+)	5	0,87	6,73	202
Зенит5обл(Ва3/В+)	5	1	6,91	197
Зенит6обл(Ва3/В+)	3	1,07	6,98	193
ЗенитБО-2(Ва3/В+)	5	1,3	6,99	161
КрЕврБ-Б01	5	2,67	8,28	171
КрЕврБ-06	4	1,2	7,4471	220
НОМОСБО1(Ва3/ВВ-)	5	0,76	7,1014	261
СПб-ББО-2	5	0,84	7,207	255
СПб-ББО-4	3	1,46	7,3946	182

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

Таким образом, мы рекомендуем участвовать в первичном аукционе по размещению ЗенитБО-06 при ставке купона от 7,32%, что соответствует УТР=7,45%. Именно эти уровни мы признаем минимальными для участия в первичном размещении ЗенитБО-06.

**Алексей Бизин,**  
ведущий аналитик

**ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Позиционирование ЗенитБО-06**



Источник: данные ММВБ 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](http://www.pkb.ru)  
E-mail: [welcome@pkb.ru](mailto: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](http://www.pkb.ru)  
E-mail: [research@pkb.ru](mailto:research@pkb.ru)

## Аналитика

Потребительский сектор / Химия  
Металлургия/Строительство  
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент  
[dorofeev.e.a@pkb.ru](mailto:dorofeev.e.a@pkb.ru)

Сырьевые рынки / Экономика  
Сурикова Наталья, MA in Economics  
[surikova.n.v@pkb.ru](mailto:surikova.n.v@pkb.ru)

Денежный рынок / Валютный рынок  
Харлампиев Дмитрий, к.э.н  
[kharlampiev.d.n@pkb.ru](mailto:kharlampiev.d.n@pkb.ru)

Телекоммуникации / Медиа  
Машиностроение  
Бизин Алексей  
[bizin.a.v@pkb.ru](mailto: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.*

*© 2011 ОАО Банк «Петрокоммерц». Все права защищены.*