

Украинские еврооблигации: Банковский сектор

Банковские бумаги остаются наиболее перспективными среди украинских евробондов

16 августа 2010 г.

Артем Кость, kost@ufc-capital.com

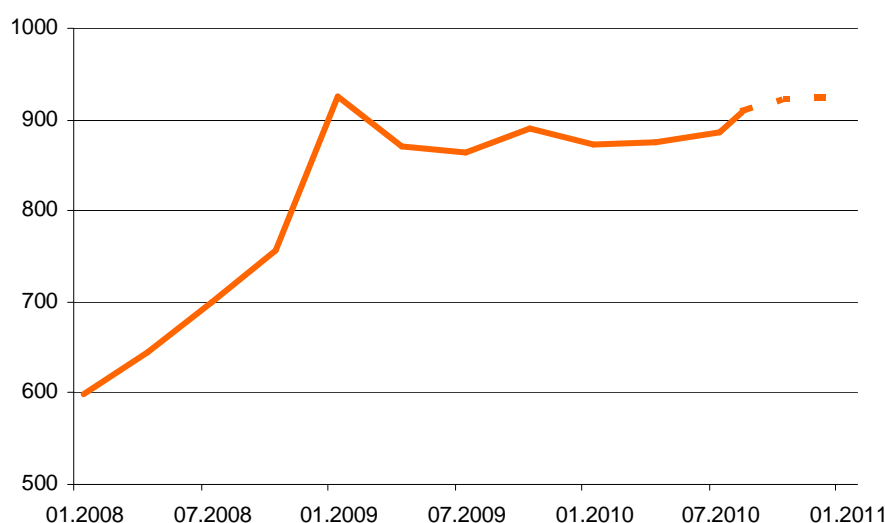
Еврооблигации

Владимир Ланда, landa@ufc-capital.com

В Украине восстанавливается банковская система. Это подтверждается как финансовыми показателями, так и общим ростом уровня доверия в секторе. Следствием этого стал рост котировок еврооблигаций финансовых учреждений, подкрепленный общим потеплением климата на долговом рынке как на глобальном уровне, так и в Украине.

Объем банковских активов, рост которого возобновился во II полугодии 2009 г., вплотную подобрался к своим рекордным значениям. Согласно данным НБУ, активы банков по состоянию на 1 августа 2010 г. достигли 907 млрд. грн., что лишь на 2% ниже лучшего докризисного значения.

Активы банковской системы Украины в 2008-2010 гг.

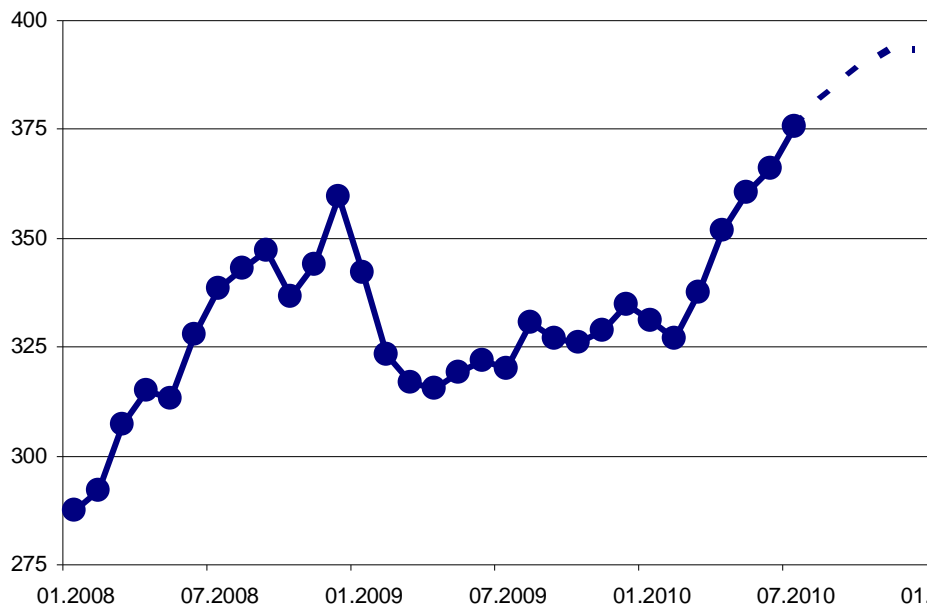


Источники: НБУ, прогноз UFC Capital.

Согласно нашим ожиданиям, в ближайшие месяцы активы украинских банков сохранят рост, однако его темпы окажутся не столь значительными, как в июле 2010 г.

В отличие от достаточно умеренной динамики активов, свидетельствующей о плавном фундаментальном восстановлении, депозитный портфель украинских банков увеличивается гораздо стремительнее, что говорит об опережающем темпе роста доверия клиентов к финансовым учреждениям.

Суммарный размер депозитов банковской системы Украины в 2008-2010 гг.



Источники: НБУ, прогноз UFC Capital.

Стоит отметить, что существуют предпосылки для дальнейшего укрепления банковской системы в среднесрочном периоде. Из нескольких десятков некогда проблемных банков временная администрация НБУ остается лишь в четырех – «Надре», «Родовиде», «Инпромбанке» и «Синтезе». Ожидаемое нами увеличение суверенных рейтингов Украины ведущими рейтинговыми агентствами облегчит банкам доступ к международным заимствованиям, осуществляемым, среди прочего, путем выпуска новых еврооблигаций. Пока этого не произошло, инвесторам придется довольствоваться ограниченным количеством существующих облигаций. По оценке UFC Capital, подобное развитие событий приведет к сужению спреда между доходностями некоторых недооцененных бондов банковского сектора к суверенной кривой примерно до 200 базисных пунктов.

Стоит отметить, что наша рекомендация рассмотреть в качестве одной из инвестиционных идей облигации банковского сектора основывается, в том числе, и на сохраняющейся глобальной тенденции к снижению доходностей долговых бумаг. В случае увеличения опасений инвесторов относительно суверенных обязательств развивающихся стран, потенциал роста стоимости банковских еврооблигаций может быть пересмотрен. Хоть предпосылок для столь пессимистичного развития в краткосрочном периоде и немного, мы считаем необходимым предупредить наших клиентов о возможности описанного выше варианта развития событий.

Ралли на рынке украинских суверенных и корпоративных еврооблигаций, которое наблюдалось последние несколько месяцев, практически не затронуло бонды «Альфа-Банка» (Украина). В 2009 г. банк проводил масштабную реструктуризацию своих обязательств, в результате чего был оформлен новый выпуск с погашением в 2012 г. Именно допущенная в прошлом реструктуризация является, по нашему мнению, ключевым фактором нежелания инвесторов покупать долги банка, однако мы считаем низкой вероятностью повторной реструктуризации или же невыполнения банком своих финансовых обязательств до 2012 г. С учетом наметившихся позитивных тенденций в банковском секторе Украины и положения дел в самом «Альфа-Банке» мы предлагаем евробонды банка как одну из основных инвестиционных идей в своем сегменте.

- Банк является частью российской крупной финансово-промышленной группы «Альфа», банковский бизнес которой имеет большой вес в восточноевропейском регионе. Мы считаем, что материнская структура и российский «Альфа-Банк» в ближайшие два года будут активно поддерживать украинское дочернее учреждение, пополняя его ликвидность через механизмы дополнительной эмиссии акций и выделения кредитных линий.
- Украинский банковский рынок является одним из приоритетных для материнской структуры «Альфа-Банка» и мы ожидаем от «Альфа-Банка» (Украина) значительной активизации работы в 2010-2012 гг., чему будет способствовать восстановление доверия к сектору и желание российского капитала занимать более выгодные позиции в Украине.
- Мы прогнозируем, что основной целью для «Альфа-Банка» (Украина) на ближайшие годы станет корпоративное кредитование. Ранее банк активно занимался розницей, что и стало для него главной проблемой последних двух лет, так как именно в сегменте потребительского кредитования в Украине процент проблемных кредитов и списаний был максимально высоким. Однако, с 2007 г. банк в своем кредитном портфеле стабильно увеличивал долю займов, выданных юридическим лицам (2007 г. – 70%, 2008 г. – 71%, 2009 г. – 78%, первое полугодие 2010 г. – 79%). Мы рассматриваем данную тенденцию как позитивную, так как корпоративные заемщики отличаются большей надежностью, что повышает прогнозируемость будущих денежных потоков банка.
- В 2010 г. «Альфа-Банк» (Украина) начал демонстрировать прибыльность своей работы после не очень удачного 2009 г. Несмотря на то, что по результатам отчетности за июль 2009 г. – июнь 2010 г. банк все еще остается в убытке, мы ожидаем, что к концу 2010 г. банк будет показывать уже положительную рентабельность.
- Динамика структуры баланса банка за последние полгода также внушает оптимизм. На фоне стабилизации украинской банковской системы «Альфа-Банк» (Украина) на протяжении 6 месяцев 2010 г. активно наращивал объем депозитов (средства физлиц увеличились на 54%), что стало основой для роста денежных средств в структуре активов учреждения (+52% за первое полугодие). На текущий момент банк не испытывает проблем с ликвидностью, что позволяет говорить о высокой вероятности исполнения банком своих финансовых обязательств.

АЛЬФА-БАНК (Украина), 2012

ПОКУПАТЬ

Текущая эффективная доходность: **12.1%**
Справедливая эффективная доходность: **8.5%**

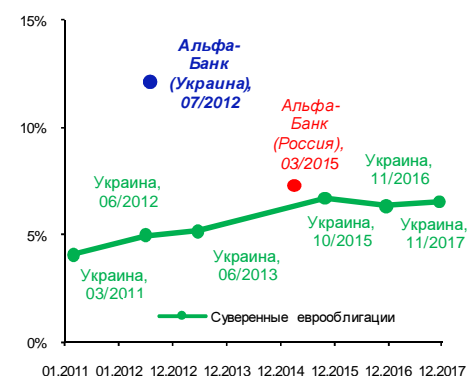
Информация о выпуске облигаций

Тиккер Bloomberg	ALFAUA 13 07/30/12
Код ISIN	XS0441089926
Валюта	USD
Номинал	1 000
Объем эмиссии	840 633 000
Ставка купона	13.0%
Периодичность купона	4 раза в год
Опцион колл/пут	-
Тип облигации	амортизационная
Дата погашения	30.07.2012

Агентство	Рейтинг
Standard & Poor's	CCC+
Moody's	-
Fitch	-

Базовые коэффициенты

Кредиты физлицам / Кредиты юрлицам	0.27
Депозиты физлиц/ Совокупные обязательства	0.17
ROA	neg.
ROE	neg.



Мы считаем, что спрэд между еврооблигациями украинского и российского «Альфа-Банка» почти в 500 б.п. является завышенным, так как кредитные риски этих двух структур сопоставимы ввиду объединения их единой материнской структурой. Кроме того бонды Альфа-Банка сохраняют необоснованный по сравнению с другими украинскими банками спрэд к суверенной кривой в 700 б. п.

«Альфа-Банк» (Украина): финансовые показатели

Баланс, \$ млн.	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010
Денежные средства	121.4	424.7	648.4
Средства в других банках	524.4	197.5	105.6
Ценные бумаги	49.1	53.8	97.3
Кредиты выданные, в.т.ч.:	3 641.2	3 170.2	3 015.4
юридическим лицам	2 572.6	2 482.6	2 383.5
физическим лицам	1 068.6	687.6	631.9
Резервы под задолженность по кредитам	287.9	538.0	717.5
Основные средства и нематериальные активы	52.1	47.7	44.4
Другие активы	95.8	237.4	242.2
Баланс	4 196.1	3 593.4	3 435.8
Средства банков	1 057.8	945.6	623.1
Средства юридических лиц	2 220.4	599.2	562.2
Средства физических лиц	266.4	330.1	511.1
Прочие обязательства	222.0	1 358.1	1 343.5
Всего обязательств	3 766.5	3 233.0	3 040.0
Уставный капитал	386.6	372.8	470.0
Резервы	22.5	31.3	42.0
Нераспределенная прибыль	20.6	-43.6	-116.2
Всего собственный капитал	429.6	360.4	395.8
Баланс	4 196.1	3 593.4	3 435.8

Отчет о финансовых результатах, \$ млн.	2008	2009	01.07.2009-30.06.2010
Процентный доход	574.4	705.5	645.5
Комиссионный доход	118.0	56.5	40.2
Торговый доход	142.1	83.5	18.1
Финансовые и прочие доходы	28.6	17.4	3.5
Итого доходов	863.1	862.9	707.3
Процентные расходы	334.7	395.2	334.3
Комиссионные расходы	10.2	16.6	10.1
Административные и другие расходы	175.7	200.1	188.1
Итого расходов	520.7	612.0	532.6
Прибыль от операций	342.4	250.9	174.8
Чистые расходы на формирование резервов	304.1	286.8	201.1
Доход убыток от активов на продажу	0.0	-5.2	9.7
Доналоговая прибыль	38.3	-41.1	-16.6
Налог на прибыль	8.3	3.6	3.6
Чистая прибыль	30.0	-44.7	-20.2

Показатели рентабельности	2008	2009	01.07.2009-30.06.2010
Рентабельность активов	0.71%	neg.	neg.
Рентабельность собственного капитала	6.98%	neg.	neg.

Структура капитала и платежеспособность	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010
Кредиты физическим лицам / Кредиты юридическим лицам	0.42	0.28	0.27
Депозиты физических лиц / Совокупные обязательства	0.07	0.10	0.17

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

«Приватбанк» является гигантом украинской банковской системы, совокупные активы которого к концу первого полугодия 2010 г. перевалили за \$12 млрд. Банк имеет положительную кредитную историю, четко и в полном объеме выполняя перед кредиторами свои финансовые обязательства. Однако, несмотря на это евробонды банка торгуются с более высокой доходностью, чем ряд облигаций других украинских финучреждений. *Причина этому, по нашему мнению, кроется в том, что в структуре собственников «Приватбанка» нет ни крупных международных банков, ни государства. Тем не менее, мы считаем этот фактор не настолько важным при определении надежности облигаций, так как репутация «Приватбанка» является одним из ключевых активов, рисковать которым перед возможной продажей учреждения иностранным инвесторам с точки зрения текущих собственников недопустимо.*

- Финансово-промышленная группа «Приват», которая обладает контролем над «Приватбанком», имеет один из наиболее диверсифицированных портфелей инвестиций в Украине. Этот фактор, а также успешный выход группы из металлургического бизнеса в 2008 г. сделал «Приват» одной из наиболее подготовленных к глобальному кризису ФПГ. Это позволило «Приватбанку» пережить кризисные явления в украинском банковском секторе относительно безболезненно, – материнская структура периодически докапитализировала банк с целью поддержания его ликвидности на необходимом уровне. *Мы ожидаем, что нынешние акционеры банка будут и в дальнейшем увеличивать размер его собственного капитала по мере роста активов.*
- Финансовые результаты банка за последние несколько лет являются одними из лучших в секторе. За I полугодие «Приватбанк» продемонстрировал рентабельность собственного капитала на уровне 5.8% и рентабельность активов на уровне 0.65% , что стало вторым результатом среди группы крупнейших банков. *Мы прогнозируем, что по результатам 2010 г. на фоне стабилизации в украинском банковском секторе «Приватбанк» существенно улучшит показатели прибыльности своей работы.*
- «Приватбанк» в 2010 г. активно изучал возможность выхода на рынок еврооблигаций с новой серией, однако отложил новый выпуск. В июле 2010 г. рейтинговое агентство Fitch повысило рейтинг «Приватбанка» с В- до В, что дало мощный сигнал к покупке двух существующих серий бондов, однако банк опять повременил с новым выпуском. *Мы считаем, что текущие уровни доходностей по украинским еврооблигациям являются оптимальными для новых размещений, поэтому стоит ожидать от «Приватбанка» активизации в плане организации выпуска евробондов.*
- Улучшение макроэкономической среды украинской экономики за первые 7 месяцев 2010 г. создает основания для возможного улучшения суверенных рейтингов. *Мы считаем, что в случае пересмотра рейтингов Украины в сторону улучшения, рейтинги «Приватбанка» как лидера банковского сектора имеют высокие шансы быть пересмотренными в положительную сторону одновременно с украинскими.*

Приватбанк, 2012 ПОКУПАТЬ

Текущая эффективная доходность: **8.7%**
Справедливая эффективная доходность: **7.5%**

Информация о выпуске облигаций

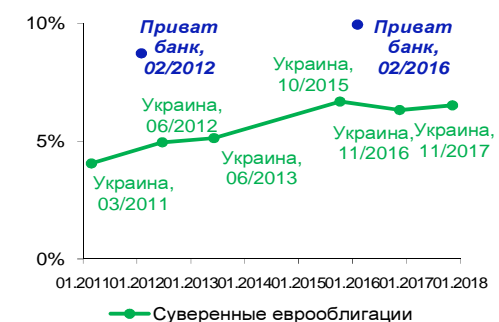
Тиккер Bloomberg	PRBANK 12
Код ISIN	XS0285182266
Валюта	USD
Номинал	1 000
Объем эмиссии	500 000 000
Ставка купона	8.0%
Периодичность купона	2 раза в год
Опцион колл/пут	-
Тип облигации	процентная
Дата погашения	06.02.2012

Агентство Рейтинг

Standard & Poor's	-
Moody's	B3
Fitch	B

Базовые коэффициенты

Кредиты физлицам / Кредиты юрлицам	0.28
Депозиты физлиц/ Совокупные обязательства	0.52
ROA	1.32%
ROE	11.82%



Бонды «Приватбанка» с начала 2010 г. существенно подорожали, сузив спрэд доходности к суверенной кривой до 370-380 б. п. Тем не менее, мы считаем, что спрэд в доходностях между еврооблигациями банка и еврооблигациями других украинских банков будет сокращаться и в дальнейшем за счет более сильной отчетности «Приватбанка». Однако, по нашему мнению, большая часть этого потенциала уже реализована.

«Приватбанк»: финансовые показатели

Баланс, \$ млн.	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010
Денежные средства	412.4	1 158.6	1 986.0
Средства в других банках	983.5	649.4	649.6
Ценные бумаги	126.7	67.2	103.1
Кредиты выданные, в.т.ч.:	9 453.1	9 391.6	10 805.2
юридическим лицам	6 104.3	6 845.6	8 361.1
физическим лицам	3 348.8	2 546.0	2 354.8
Резервы под задолженность по кредитам	1 086.8	1 675.2	1 897.3
Основные средства и нематериальные активы	190.4	164.4	186.9
Другие активы	331.8	1 022.6	493.4
Баланс	10 411.1	10 778.5	12 326.9
Средства банков	1 269.9	1 425.1	1 883.6
Средства юридических лиц	3 069.0	1 943.2	2 121.3
Средства физических лиц	4 345.1	4 298.0	5 704.4
Прочие обязательства	662.7	1 826.0	1 240.2
Всего обязательств	9 346.7	9 492.2	10 949.6
Уставный капитал	738.3	978.2	1 120.6
Резервы	84.1	164.9	170.6
Нераспределенная прибыль	242.0	143.1	86.1
Всего собственный капитал	1 064.4	1 286.3	1 377.3
Баланс	10 411.1	10 778.5	12 326.9

Отчет о финансовых результатах, \$ млн.	2008	2009	01.07.2009-30.06.2010
Процентный доход	1 716.4	1 837.4	1 737.2
Комиссионный доход	1 101.1	404.9	395.0
Торговый доход	62.4	-30.6	56.4
Финансовые и прочие доходы	30.0	53.2	65.5
Итого доходов	2 909.8	2 264.9	2 254.0
Процентные расходы	959.9	892.0	999.7
Комиссионные расходы	84.7	82.4	63.7
Административные и другие расходы	850.1	546.2	456.3
Итого расходов	1 894.7	1 520.6	1 519.6
Прибыль от операций	1 015.1	744.4	734.4
Чистые расходы на формирование резервов	658.0	597.2	559.1
Доход убыток от активов на продажу	0.0	-0.1	1.3
Доналоговая прибыль	357.1	147.0	176.6
Налог на прибыль	112.4	12.2	13.8
Чистая прибыль	244.7	134.7	162.8

Показатели рентабельности	2008	2009	01.07.2009-30.06.2010
Рентабельность активов	2.35%	1.25%	1.32%
Рентабельность собственного капитала	22.99%	10.48%	11.82%

Структура капитала и платежеспособность	31.12.2008	31.12.2009	30.06.2010
Кредиты физическим лицам / Кредиты юридическим лицам	0.55	0.37	0.28
Депозиты физических лиц / Совокупные обязательства	0.46	0.45	0.52

Источники: данные компании, расчёты UFC Capital.

ООО «Украинский фондовый центр»
01034, Украина, г. Киев, ул. Владимирская 47, офис 1
тел.: +380 (44) 391-37-78 факс: +380 (44) 391-37-79
<http://www.ufc-capital.com>

Михаил Дорфман
Управляющий партнер
dorfman@ufc-capital.com

Владимир Ланда
Начальник аналитического отдела
landa@ufc-capital.com

Виталий Горовой
Директор по стратегическому развитию
gorovoy@ufc-capital.com

Артём Кость
Начальник отдела анализа долговых рынков
kost@ufc-capital.com

Сергей Шаров
Аналитик
sharov@ufc-capital.com

Блэр Шеридан
Переводчик
blair.sheridan@ufc-capital.com

© 2010 ООО «Украинский фондовый центр». Все права защищены.

Представленные в документе мнения выражены с учетом ситуации на дату выхода материала.

Документ носит исключительно ознакомительный характер; он не является предложением или советом по покупке либо продаже ценных бумаг и не должен рассматриваться как рекомендация подобного рода действий. Мы не утверждаем, что приведенная информация и мнения верны либо представлены полностью, хотя они базируются на данных, полученных из надежных источников.

Принимая во внимание вышесказанное, не следует полагаться исключительно на содержание данного документа в ущерб проведению независимого анализа. Несанкционированное копирование, распространение, а также публикация этого документа в любых целях запрещены.