Дмитрий ГРИЦКЕВИЧ,
главный аналитик инвестиционного департамента, Промсвязьбанк

БАНКОВСКИЕ ОБЛИГАЦИИ ТРАДИЦИОННО ЗАНИМАЮТ ВЕСОМУЮ ДОЛЮ НА РОССИЙСКОМ ДОЛГОВОМ РЫНКЕ — ЗА 2012 ГОД ИХ ДОЛЯ В КОРПОРАТИВНОМ СЕГМЕНТЕ РЫНКА УВЕЛИЧИЛАСЬ С 38% ДО 43%, ПО ИТОГАМ ФЕВРАЛЯ 2013 ГОДА — ЕЩЕ НА 1 П.П. В АБСОЛЮТНОМ ВЫРАЖЕНИИ ОБЪЕМ ОБЛИГАЦИЙ БАНКОВ И ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ В ОБРАЩЕНИИ (ПО НОМИНАЛУ) ЗА ПРОШЛЫЙ ГОД ВЫРОС НА 35.6% — ДО 1.63 ТРЛН РУБ., ЗА 2 МЕСЯЦА ТЕКУЩЕГО ГОДА РОСТ СОСТАВИЛ 8.2% — ДО 1.76 ТРЛН РУБ.

Банковские облигации набирают вес

Эта тенденция на долговом рынке имеет под собой весьма очевидные структурные причины, связанные с российской экономикой, и банковской системой в частности. Так, на рынке наблюдается дефицит корпоративных заемщиков: в то время как крупнейшие компании РФ уже присутствуют на рынке, новых имен из 2–3-го эшелона практически нет. Это связано как с переоценкой кредитного риска инвесторами после кризиса 2008–2009 годов, так и с действиями регулятора, стимулирующего банки приобретать более качественные бумаги. Все это создает высокие издержки для выхода на рынок компаний средней и малой капитализации, которые делают выбор в пользу банковских кредитов.

В свою очередь, банковский сегмент, в силу регулирования отрасли, наиболее прозрачный: кредитные организации готовят ежемесячную отчетность перед ЦБ, регулярно публикуют отчетность по МСФО, имеют международные кредитные рейтинги, что гарантирует включение их бумаг в Ломбардный список. Кроме того, банки, являясь основными инвесторами на локальном рынке корпоративных бондов, как правило, не имеют проблем с открытием лимитов на своих контрагентов по денежному рынку. В результате стоит ожидать дальнейшего усиления позиций банков-эмитентов на локальном долговом рынке, что делает весьма актуальной оценку инвестиционной привлекательности данных бумаг.

Учитывая доминирующее положение облигаций банков на рынке, а также более низкую обеспеченность капиталом кредитных организаций по сравнению с эмитентами реального сектора экономики, банковские бонды торгуются традиционно с премией по доходности к корпоративным бумагам. На текущий момент данная премия по BBB-бумагам составляет порядка 20–30 б.п., по BB-бумагам — около 80 б.п. Вместе с тем, учитывая ужесточение регулирования банковского сектора со стороны ЦБ при сохранении высоких требований к раскрытию информации банками, данная премия по доходности выглядит вполне привлекательно и ее вряд ли можно расценивать как дополнительную плату за «банковский» риск.

Существенное влияние на рынок оказало вступившее в силу с февраля Положению ЦБ РФ № 387-П о порядке расчета рыночного риска кредитными организациями, что усилило сегментацию рынка по эшелонам. В выигрыше оказались облигации инвестиционной категории, которые имеют низкие коэффициенты рыночного риска и обеспечивают мак-

Таблица 1

Облигации рейтинговой категории BBB

Бумага	Рейтинг	Дюрация, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спред к ОФЗ, б.п.
ЮниКредит Банк, БО-08, 09	–/BBB/BBB	658	99.80	8.39	240
РОСБАНК, БО-05, 06	Baa3/–/BBB+	931	101.13	8.51	239
ЮниКредит Банк, БО-05, 06	–/BBB/BBB	945	100.30	8.65	252
РОСБАНК, БО-07	Baa3/–/BBB+	966	100.14	8.67	253
Gazprombank-16R	Baa3/BBB–/–	1 062	99.87	8.07	188

Источник: ММВБ, анализ Промсвязьбанка, данные на 26.03.2013

симальную отдачу на капитал банков-инвесторов в терминах RAROC. При этом уязвимыми стали BB-бумаги, доходности которых (при сравнении с облигациями 3-го эшелона) не компенсируют повышенные коэффициенты рыночного риска. В результате на рынке наблюдается постепенное расширение спредов между бондами 1-го и 2-го эшелонов. Адаптация инвесторов к новым требованиям ЦБ должна полностью завершиться в апреле, когда банки пройдут первую отчетную дату с новыми коэффициентами.

Помимо сегментации банковских бумаг по кредитным рейтингам, инвесторы закладывают дополнительные премии в доходность бондов в зависимости от наличия европейских мажоритарных акционеров в капитале кредитной организации, а также бизнес-модели банка. На фоне продолжающегося кризиса в еврозоне рейтинги российских «дочек» европейских банков находятся в зоне риска — вслед за снижением рейтинга «материнского» банка рейтинговые агентства, как правило, понижают оценки и его зависимых структур в других странах. Вместе с тем российские «дочки» практически полностью ведут свой бизнес в России, продолжая замещать фондирование от своих «материнских» структур локальными источниками (депозиты, рублевые облигации и прочее).

Что касается бизнес-модели банков, то к бондам розничных финансовых институтов, в отличие от универсальных банков, инвесторы предъявляют большие требования по доходности. Отметим, что основным драйвером роста российской банковской системы по-прежнему остается кредитование физических лиц. Для сравнения: по итогам 2012 года активы банков РФ выросли на 18.9%, кредиты, выданные корпоративным клиентам, — на 12.7%, тогда как розничные кредитные портфели продемонстрировали рекордный рост, увеличившись на 39.4% по банковской системе в целом, что вызывает некоторую обеспокоенность у ЦБ РФ. На этом фоне розничные банки показали опережающий рост активов, что позволило им в значительной мере улучшить свои позиции в рейтингах крупнейших банков страны.

Высокая конкуренция заставляет банки идти как на снижение своей рентабельности, так и на увеличение рисков по портфелю, что может привести к росту просрочки. Вместе с тем мы бы не хотели преувеличивать розничные кредитные риски банков. С одной стороны, Банк России пытается охладить розничный рынок, повышая требования по резервированию, с другой — сами банки продолжают усовершенствовать свои системы риск-менеджмента и скоринга. Кроме того, в случае развития негативной ситуации в экономике и на рынках банк имеет возможность достаточно оперативно сгенерировать существенный объем ликвидности за счет погашения коротких розничных кредитов.

В этом ключе, при правильной кредитной оценке эмитентов существующие премии по облигациям банков за акционерную структуру и розничную бизнес-модель вполне можно использовать для максимизации доходности по портфелю.

Среди облигаций 1-го эшелона с рейтингом инвестиционного уровня рекомендуем обратить внимание на выпуски ЮниКредит Банка (–/BBB/BBB) и РОСБАНКа (Baa3/–/BBB+), которые за счет своих европейских акционеров торгуются на 35–45 б.п. выше кривой российских госбанков. Безусловно, ожидать скорого улучшения ситуации в еврозоне в текущих условиях несколько самонадеянно, однако мы не прогнозируем в обозримом будущем потерю данными банками инвестиционных рейтингов. В противном случае, учитывая лидерство банковских групп UniCredit и Societe Generale на рынках Италии и Франции соответственно, это могло бы означать существенное обострение ситуации в Европе и развивающихся рынках. В текущих условиях данные бумаги выглядят интересно, предлагая инвесторам, помимо дополнительной премии, низкие коэффициенты рыночного риска и привилегии Ломбардного списка ЦБ.

Также обратим внимание на рублевый евробонд Gazprombank-16R (Baa3/BBB–/–), который торгуется с премией 40 б.п. к кривой рублевых евробондов РСХБ (Baa1/–/BBB) при минимальном дисконте (0–5 б.п.) к собственной экстраполированной кривой на локальном рынке. Учитывая де-факто государственный статус

Таблица 2

Облигации рейтинговой категории BB

Бумага	Рейтинг	Дюрация, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спред к ОФЗ, б.п.
Абсолют Банк, БО-02	Ba3/–/BB+	355	100.13	9.89	404
МКБ, БО-05	B1/B+/BB–	430	99.50	9.84	396
«Русский Стандарт», БО-03	Ba3/B+/B+	494	100.46	9.66	375
«Центр-инвест», БО-03, БО-06	Ba3/–/–	523	100.00	10.51	458
«Русский Стандарт», БО-04	Ba3/B+/B+	652	100.40	10.00	401

Источник: ММВБ, анализ Промсвязьбанка, данные на 26.03.2013

К БОНДАМ РОЗНИЧНЫХ ФИНАНСОВЫХ ИНСТИТУТОВ, В ОТЛИЧИЕ ОТ УНИВЕРСАЛЬНЫХ БАНКОВ, ИНВЕСТОРЫ ПРЕДЪЯВЛЯЮТ БОЛЬШИЕ ТРЕБОВАНИЯ ПО ДОХОДНОСТИ

Таблица 3

Облигации рейтинговой категории B

Бумага	Рейтинг	Дюрация, дней	Price mid, %	YTW mid, %	Спред к ОФЗ, б.п.
«Ренессанс Капитал», БО-02	B2/B/B	136	100.23	12.54	680
Татфондбанк, БО-07	B3/–/–	307	100.50	12.46	663
ЛОКО-Банк, БО-02	B2/–/B+	315	100.40	10.49	466
«Каркаде», 02	–/–/B+	330	100.69	12.80	696
«Восточный экспресс», БО-10	B1/–/–	578	101.93	11.18	522
Запсибкомбанк, БО-03	–/B+/–	645	100.61	11.44	545

Источник: ММВБ, анализ Промсвязьбанка, данные на 26.03.2013

обоих банков, наличие данной премии выглядит необоснованно.

Во 2–3-м эшелоне идей также не слишком много — в основном премию по доходности можно получить за срок займа при дюрации от 1 года. В сегменте розничных банков рекомендуем обратить внимание на относительно новые выпуски банка «Русский Стандарт», БО-03, БО-04 (Ba3/B+/B+) — премия по доходности к кривой универсальных банков 2-го эшелона достигает 80 б.п.

Неплохие перспективы роста имеют выпуски Московского Кредитного Банка (МКБ) (B1/B+/BB–), в частности выпуск серии БО-05 при потенциале сужения спреда к ОФЗ на 50–60 б.п.: S&P в марте повысило прогноз по рейтингу банка до «позитивного», подтвердив устойчивое развитие МКБ.

Интересно выглядит выпуск Абсолют Банка, БО-02 (Ba3/–/BB+), который установил новый купон по выпуску на уровне 9.8% при годовой оферте. Ранее KBC Group N.V. объявила о продаже акций банка НПФ «Благосостояние», управляющему средствами РЖД. Скорее всего, по итогам сделки НПФ возьмет на себя обязанности по замещению фондирования Абсолют Банка средствами KBC Group. Банк объявил о вторичном размещении бумаг в дату оферты 29 марта по цене от 100% от номинала.

Среди новых выпусков интересно смотрятся бумаги банка «Центр-инвест» (Ba3/–/–), который 25 марта закрыл книгу заявок инвесторов на биржевые облигации серий БО-03 и БО-06 общим объемом 2.5 млрд руб. с купоном 10.25% (YTP 10.51%) годовых к 1.5-годовой оферте. За счет достаточно сильной структуры акционеров и сильных позиций банка в регионе присутствия (Ростовская область) эмитент имеет рейтинг от Moody's на уровне Ba3, хотя формально по размеру активов, кредитного портфеля и капитала соответствует уровню банков с рейтингом B1/B2. Прайсинг по новым выпускам банка выглядит интересно, предполагая премию к кривой госбумаг — на уровне 460 б.п. при премии 350–400 б.п. по облигациям банков 2-го эшелона на 1.5-летнем отрезке кривой. Ожидаем сужения спреда по новому выпуску «Центр-инвеста» до 395–400 б.п. — уровня кривой МКБ (B1/B+/BB–).

Как было отмечено выше, на фоне высоких коэффициентов рыночного риска по BB-бумагам и относительно невысоких абсолютных доходностей облигаций при торговле в данном сегменте для максимизации отдачи на капитал кредитных организаций рекомендуем свести к минимуму позиции buy & hold при повышении оборачиваемости портфеля.

В бумагах рейтинговой категории B интересными выглядят премии за длину выпусков, дюрация которых превышает срок в 1 год. Так, выпуски «Восточного экспресса», БО-10 (B1/–/–), и Запсибкомбанка, БО-03 (–/B+/–), при дюрации 1.6 и 1.8 года соответственно торгуются с премиями до 100 б.п. к собственным экстраполированным кривым, проведенным через более короткие выпуски.

> ПРИ ПРАВИЛЬНОЙ КРЕДИТНОЙ ОЦЕНКЕ ЭМИТЕНТОВ СУЩЕСТВУЮЩИЕ ПРЕМИИ ПО ОБЛИГАЦИЯМ БАНКОВ ЗА АКЦИОНЕРНУЮ СТРУКТУРУ И РОЗНИЧНУЮ БИЗНЕС-МОДЕЛЬ ВПОЛНЕ МОЖНО ИСПОЛЬЗОВАТЬ ДЛЯ МАКСИМИЗАЦИИ ДОХОДНОСТИ ПО ПОРТФЕЛЮ

На длине до 1 года рекомендуем обратить внимание на новый выпуск ЛОКО-Банка, БО-02 (B2/–/B+), который при включении в Ломбардный список ЦБ должен нивелировать премию в размере 30 б.п. к соседнему выпуску ЛОКО-Банка, БО-01. Среди более доходных бумаг интересно выглядит Татфондбанк, БО-07 (B3/–/–), — ожидаем рост интереса к выпуску после включения его в «ломбард». Также доходность выше 12% годовых предлагает короткий выпуск «Ренессанс Капитала», БО-02 (B2/B/B), — недавняя смена акционеров банка должна позитивно отразиться на восприятии кредитного риска банка инвесторами.

Если рассматривать финансовый сегмент рынка в целом, то интересной идеей выглядит выпуск лизинговой компании «Каркаде», 02 (–/–/B+). Размещенная в апреле 2012 года с купоном 13% годовых, бумага на текущий момент торгуется чуть выше номинала при дюрации 0.9 года. Привлекательность выпуску добавляет включение в Ломбардный список ЦБ с дисконтом 25%. Облигация торгуется с премией 210–230 б.п. к бумагам ближайших конкурентов — ЛК «УРАЛСИБ» (–/–/BB–) и ЛК «Европлан» (–/–/BB–), что выглядит интересно при наличии существенного потенциала компрессии данного спреда.

Что касается high yield-облигаций, то с конца 2012 года на рынке наблюдается высокий спрос на высокодоходные бонды 3-го эшелона, что на текущий момент привело к заметному снижению доходностей данного сегмента бумаг при наличии острого дефицита свежих идей. В результате к сегменту высокодоходных бумаг на текущий момент можно отнести облигации с доходностью от 13% годовых.

Среди банковских облигаций стоит отметить выпуск «Альфа Укрфинанса» (–/–/B–), который маркетировался на рынке в марте с ориентиром купона в диапазоне 12.75–13.5% (YTP 13.16–13.96%) к годовой оферте. Однако из-за кипрских событий размещение было перенесено на более поздний срок. В целом выпуск предлагал премию 100–175 б.п. к кривой доходности российских банков, имеющих сопоставимые масштабы бизнеса и уровень кредитных рейтингов (Связной Банк, Татфондбанк), а также около 515–595 б.п. премии к кривой доходности российского Альфа-Банка.

Из обращающихся облигаций в данном сегменте имеет смысл обратить внимание лишь на выпуск микрофинансовой организации «Домашние деньги», 01 (–/–/–), размещенный в прошлом году с купоном 19% годовых. В апреле по облигациям пройдет оферта — ожидаем увидеть новую интересную ставку или маркетинг нового займа.

Также в рамках высокодоходного портфеля можно рекомендовать покупку субординированных бондов ТКС Банк-18 (B2/–/B+), номинированных в долларах при одновременном заключении годового форвардного контракта RUB–USD, что позволяет получить через год рублевую доходность около 17% годовых. При данной позиции рыночным риском является снижение котировок евробонда к моменту исполнения форварда. Вместе с тем сильные фундаментальные показатели банка, дефицит субординированных бумаг на рынке, выпущенных по «старым» правилам, а также сохранение мягкой монетарной политики ФРС позволяют снизить данный риск.