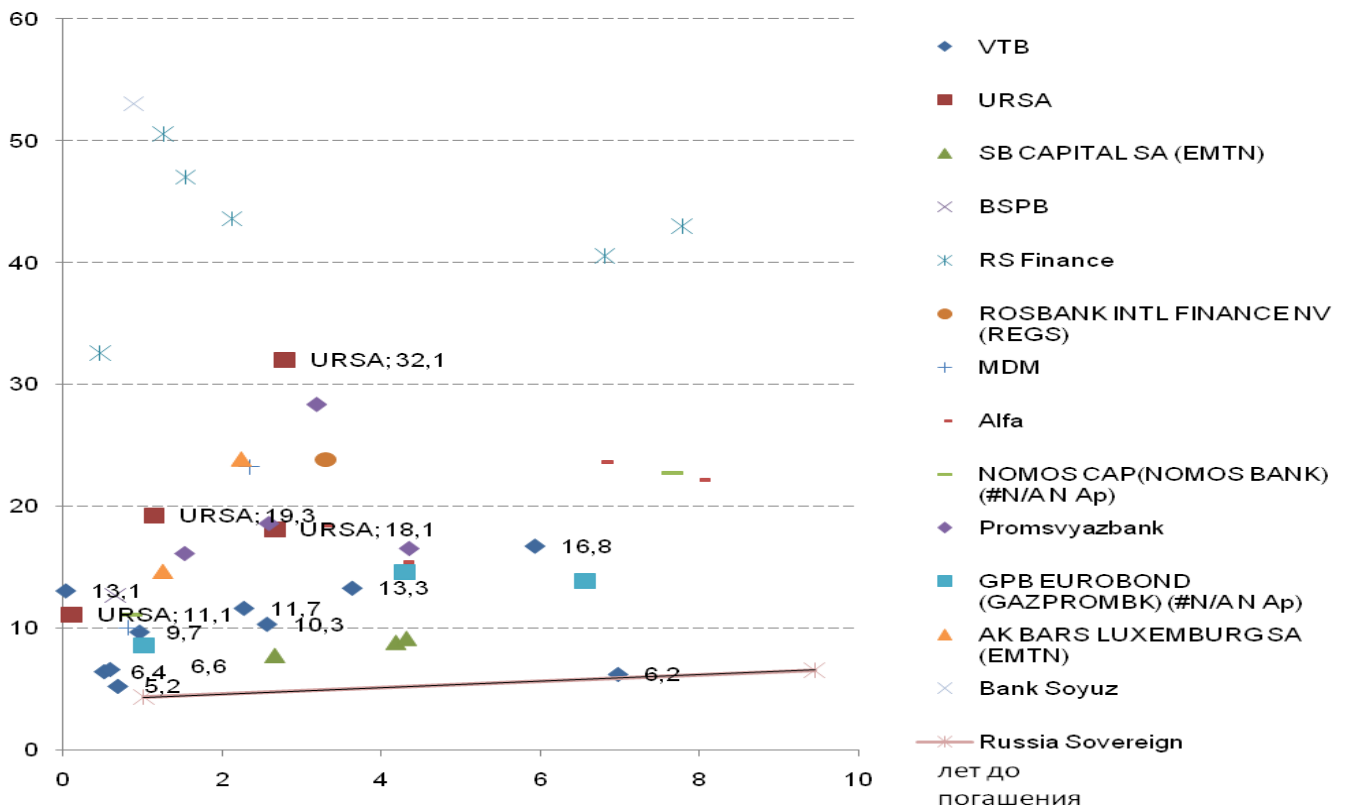


Аналитик: Ольга Беленькая  
belenkayao@sovlink.ru

## АНАЛИЗ ДОХОДНОСТИ БАНКОВСКИХ ЕВРООБЛИГАЦИЙ

На фоне общего сокращения доходностей российских евробондов, банковские еврооблигации остаются одними из наиболее привлекательных.

Рис. 1. Доходности к погашению банковских еврооблигаций



Источник – Bloomberg, расчеты ИК Совлинк

На наш взгляд, это объясняется высокими рисками ухудшения показателей кредитоспособности банков, которые трудно оценить с помощью стандартных методов анализа долговой нагрузки. **В качестве одного из возможных методов сопоставления рыночной доходности и рисков предлагаем выбрать в качестве ключевого показателя риска уровень «плохих кредитов» (в терминологии финансовой отчетности - доля просроченных кредитов), предполагая, что сейчас именно этот фактор риска является наиболее критичным для капитала банка.** И банки с лучшим качеством кредитного портфеля теоретически менее подвержены риску дефолта, что и должно отражаться в более низкой требуемой доходности.

Разумеется, в этом подходе есть существенные недостатки – прежде всего, низкий уровень надежности и информативности раскрываемых банками показателей просроченных кредитов, различные подходы кредитных организаций к отражению проблемных кредитов в отчетности. В частности, одни банки показывают реальное положение дел, другие пытаются завуалировать его искусственными пролонгациями проблемных кредитов. Тем не менее, по нашему мнению, качество кредитного портфеля банка в настоящее время является одним из ключевых критериев уровня риска, так или иначе учитываемым рынком.

### Проверим эту гипотезу.

1. Рассмотрим спреды доходности банковских еврооблигаций к кривой доходности суверенных евробондов
2. Рассчитаем медианное значение спреда доходности для каждого эмитента и проанализируем его зависимость от уровня риска (в качестве критерия риска принимаем долю просроченных кредитов банка предприятиям и физическим лицам)
3. Рассчитаем справедливое значение спреда доходности для каждого эмитента, а на его основе - справедливую доходность каждого из выпусков его еврооблигаций и сопоставим его с фактической рыночной доходностью.

#### 1. Расчет спредов доходности банковских еврооблигаций к доходности суверенных бумаг.

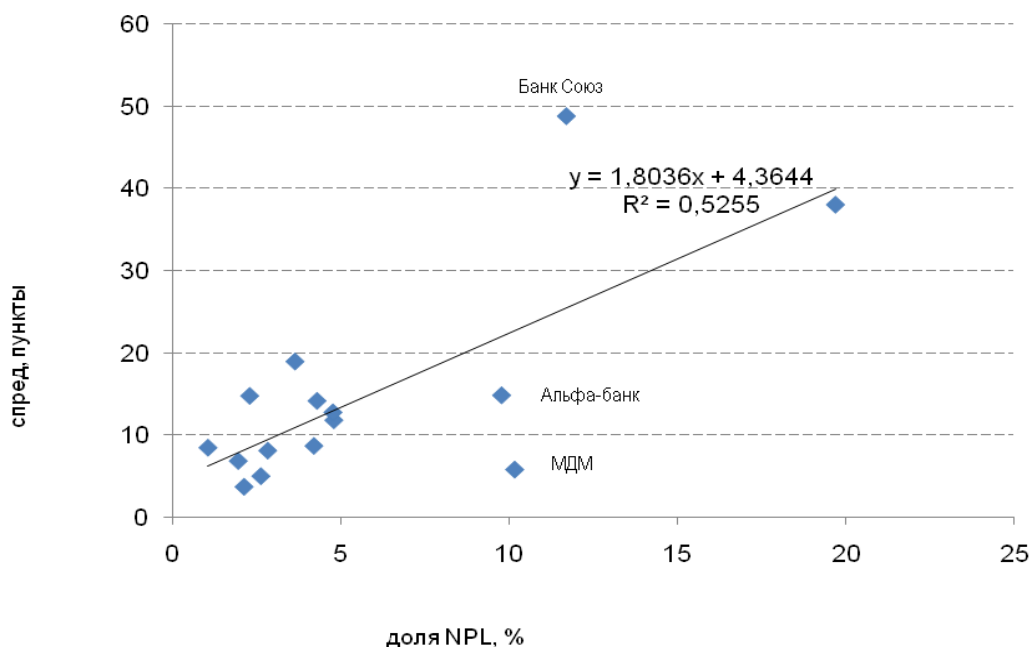
Из-за малого количества среднесрочных (до 2018 г.) суверенных еврооблигаций (Россия-10, Россия-18), кривая доходности аппроксимирована линейным трендом с уравнением  $y = 0.0007x + 4.086$ , где  $Y$  – доходность гипотетической суверенной бумаги со сроком погашения  $X$ ,  $X$  – время до погашения

Спред доходности корпоративных еврооблигаций сроком погашения  $X$  рассчитываем как разность рыночной доходности корпоративной бумаги к гипотетической суверенной еврооблигации с тем же сроком до погашения. Этот показатель характеризует рыночную оценку премии за риск для данного эмитента.

#### 2. Анализ спреда доходности эмитента в зависимости от качества кредитного портфеля

Для каждого эмитента рассчитаем медианное значение спреда доходности и сопоставим его с долей просроченных кредитов небанковскому сектору на последнюю отчетную дату (01.03.2009)

**Рис. 2. Спред доходности – доля просроченных кредитов**



Источник – Bloomberg, расчеты ИК Совлинк



Рис. 2 показывает, что в целом зависимость «спред доходности – качество кредитного портфеля» достаточно хорошо описывается линейной регрессионной зависимостью, что говорит в пользу нашей гипотезы.

Однако есть исключения – так, фактические спреды доходности Альфа-банка и МДМ-банка оказываются значительно ниже, чем расчетные значения, определяемые их относительно высоким уровнем просроченных кредитов. Возможно, это объясняется тем, что рынок лояльно воспринимает их NPL на уровне 10-11%, «дисконтируя» эти показатели на более открытую политику этих банков в отображении и взыскании просроченных кредитов. С другой стороны, банк Союз оценивается рынком гораздо дешевле, чем это следовало бы по формальному критерию NPL (11.7%), учитывая, что банк находится в процессе санации. Однако в пассивах банка «висят» кредиты ЦБ примерно на 16 млрд руб и средства, предоставленные предположительно АСВ (некоммерческой организацией, находящейся в федеральной собственности) на 21.8 млрд руб. С учетом гораздо более скромной задолженности банка по вкладам физических лиц (около 4 млрд руб), можно предположить, что риск неисполнения обязательств по еврооблигациям на общую сумму \$174.7 млн не является за пределами высоким.

Значения NPL, фактических и расчетных спредов доходности приведены в Табл. 1.

**Табл. 1 Спреды доходности банковских еврооблигаций и NPL небанковскому сектору**

	Фактический спред доходности к суверенному тренду, пункты	NPL/кредиты, %	расчетный спред (исходя из регрессионной зависимости), пункты
Альфа-банк	14.82	9.78	22.00
Газпромбанк	8.09	2.83	9.46
Абсолют	8.67	4.20	11.94
МДМ-банк	5.78	10.17	22.70
Номос-банк	11.79	4.79	13.01
Промсвязьбанк	12.74	4.77	12.96
Росбанк	18.92	3.64	10.92
Россельхозбанк	6.83	1.95	7.88
Русский стандарт	37.98	19.70	39.90
БСПб	8.44	1.05	6.26
Сбербанк	3.70	2.12	8.19
Урса-банк	14.14	4.29	12.10
ВТБ	4.99	2.62	9.09
Ак барс	14.75	2.29	8.49
Союз	48.74	11.70	25.47

Источник – Bloomberg, расчеты ИК Совлинк

### 3. Расчет справедливой доходности еврооблигаций

Справедливая доходность для каждого выпуска сроком погашения X рассчитывается, исходя из линейной аппроксимации доходности суверенной облигации с тем же сроком и расчетного значения спреда для данного эмитента, определяемого на этапе 2.



Табл. 2. Сопоставление рыночной и расчетной доходности еврооблигаций

Выпуск	Эмитент	Дата погашения	Рыночная доходность к погашению (offer, %)	Справедливая доходность суверенной еврооблигации с тем же сроком погашения, %	Спред, пункты	Справедливое значение спреда, %	Справедливая доходность к погашению, %	Рыночная - Справедливая доходность, %
ALFA MTN ISSUANCE LTD (EMTN)	Альфа-банк	10/10/09	8.6	4.2	4.4	22.0	26.2	-17.6
ALFA MTN MKTS FOR ABH FI (REGS)	Альфа-банк	6/25/12	18.4	4.9	13.5	22.0	26.9	-8.5
ALFA MTN INVEST LTD (REGS)	Альфа-банк	6/24/13	15.5	5.2	10.3	22.0	27.2	-11.7
ALFA BOND ISS (ALFA BK)	Альфа-банк	12/9/15	23.7	5.8	17.9	22.0	27.8	-4.1
ALFA BOND ISS (ALFA BK)	Альфа-банк	2/22/17	22.2	6.1	16.1	22.0	28.1	-5.9
GPB EUROBOND (GAZPROMBK)	Газпромбанк	4/4/10	8.6	4.3	4.2	9.5	13.8	-5.2
GPB EUROBOND FINANCE PLC (EMTN)	Газпромбанк	6/28/13	14.6	5.2	9.4	9.5	14.6	0.0
GPB EUROBOND (GAZPROMBK)	Газпромбанк	9/23/15	13.8	5.7	8.1	9.5	15.2	-1.4
ABSOLUT FINANCE (ABSOLUT)	Абсолют банк	3/30/10	13.0	4.3	8.7	11.9	16.3	-3.3
MDM INTL FUND (MDM BNK) (EMTN)	МДМ-банк		10.1	4.3	5.8	22.7	27.0	-16.9
MDM BANK OAO	МДМ-банк	7/21/11	23.3	4.7	0.0	22.7	0.0	0.0
NOMOS CAP(NOMOS BANK)	Номос-банк	2/2/10	11.1	4.3	6.8	13.0	17.3	-6.2
NOMOS CAP(NOMOS BANK)	Номос-банк	10/20/16	22.7	6.0	16.7	13.0	19.0	3.7
PROMSVYAZ (PROMSVYAZBK)	Промсвязьбанк	10/4/10	16.1	4.5	11.6	13.0	17.4	-1.3
PSB FINANCE (PROMSVYAZBK)	Промсвязьбанк	10/20/11	18.6	4.7	13.8	13.0	17.7	0.9
PSB FINANCE (PROMSVYAZBK)	Промсвязьбанк	5/23/12	28.4	4.9	23.5	13.0	17.8	<b>10.5</b>
PSB FINANCE(PROMSVYAZBK) (EMTN)	Промсвязьбанк	7/15/13	16.5	5.2	11.3	13.0	18.1	-1.6
ROSBANK INTL FINANCE NV (REGS)	Росбанк	7/1/12	23.8	4.9	18.9	10.9	15.8	8.0
RSHB CAPTL (RUSS AG BK)	Россельхозбанк	11/29/10	7.9	4.5	3.4	7.9	12.4	-4.5
RSHB CAPTL (RUSS AG BK) (REGS)	Россельхозбанк	5/16/13	12.8	5.1	7.6	7.9	13.0	-0.3
RSHB CAPTL (RUSS AG BK) (REGS)	Россельхозбанк	1/14/14	13.2	5.3	7.9	7.9	13.2	0.0
RSHB CAPTL (RUSS AG BK)	Россельхозбанк	9/21/16	16.3	6.0	10.3	7.9	13.9	2.4
RSHB CAPTL (RUSS AG BK) (REGS)	Россельхозбанк	5/15/17	11.9	6.2	5.7	7.9	14.0	-2.2
RSHB CAPTL (RUSS AG BK) (RegS)	Россельхозбанк	5/29/18	12.5	6.4	6.1	7.9	14.3	-1.8
RS FINANCE (RSB)	Банк Русский стандарт	9/16/09	32.5	4.2	28.3	39.9	44.1	-11.6
RS FINANCE (RSB)	Банк Русский стандарт	6/29/10	50.6	4.4	46.2	39.9	44.3	6.3
RS FINANCE (RSB) (REGS)	Банк Русский стандарт	10/7/10	47.0	4.5	42.6	39.9	44.4	2.7
RS FINANCE (RSB) (REGS)	Банк Русский стандарт	5/5/11	43.6	4.6	39.0	39.9	44.5	-0.9
RS FINANCE (RSB)	Банк Русский стандарт	12/16/15	40.6	5.8	34.8	39.9	45.7	-5.1
RS FINANCE (RSB)	Банк Русский стандарт	12/1/16	43.0	6.0	37.0	39.9	45.9	-2.9

Выпуск	Эмитент	Дата погашения	Рыночная доходность к погашению (offer, %)	Справедливая доходность суверенной еврооблигации с тем же сроком погашения, %	Спред, пункты	Справедливое значение спреда, %	Справедливая доходность к погашению, %	Рыночная - Справедливая доходность, %
BSPB FIN (BK ST PETERSB)	БСПб	11/25/09	12.7	4.3	8.4	6.3	10.5	2.2
SB CAPITAL SA (EMTN)	Сбербанк	11/14/11	7.8	4.8	3.0	8.2	12.9	-5.2
SB CAPITAL SA (EMTN)	Сбербанк	5/15/13	8.8	5.1	3.7	8.2	13.3	-4.5
SB CAPITAL SA	Сбербанк	7/2/13	9.2	5.2	4.0	8.2	13.4	-4.2
URSA FINANCE PUBLIC LTD (REGS)	Урса-банк	5/12/09	11.1	4.1	7.0	12.1	16.2	-5.1
URSA FINANCE PLC(URSABK)	Урса-банк	5/21/10	19.3	4.4	14.9	12.1	16.5	2.8
URSA FINANCE PLC(URSABK) (EMTN)	Урса-банк	11/16/11	18.1	4.8	13.4	12.1	16.9	1.3
URSA FINANCE PLC(URSABK) (EMTN)	Урса-банк	12/30/11	32.1	4.8	27.3	12.1	16.9	<b>15.2</b>
VTB EUROPE FINANCE BV (GMTN)	ВТБ	4/16/09	13.1	4.1	9.0	9.1	13.2	-0.1
VTB EUROPE FINANCE BV (GMTN)	ВТБ	10/6/09	6.4	4.2	2.2	9.1	13.3	-6.9
VTB CAPITAL SA (REGS)	ВТБ	11/2/09	6.6	4.2	2.4	9.1	13.3	-6.7
VTB CAPITAL (VTB24 OJSC) (EMTN)	ВТБ	12/7/09	5.2	4.3	1.0	9.1	13.4	-8.1
VTB CAPITAL SA (EMTN)	ВТБ	3/15/10	9.7	4.3	5.4	9.1	13.4	-3.7
VTB CAPITAL SA (EMTN)	ВТБ	6/30/11	11.7	4.7	7.0	9.1	13.8	-2.1
VTB CAPITAL SA (REGS)	ВТБ	10/12/11	10.3	4.7	5.6	9.1	13.8	-3.5
VTB CAPITAL SA (REGS)	ВТБ	10/31/12	13.3	5.0	8.3	9.1	14.1	-0.8
VTB CAPITAL(VNESHTORGBK )	ВТБ	2/4/15	16.8	5.6	11.2	9.1	14.7	2.1
VTB CAPITAL SA (EMTN)	ВТБ	2/15/16	6.2	5.8	0.4	9.1	14.9	-8.7
VTB CAPITAL SA (REGS)	ВТБ	5/29/18	11.0	6.4	4.6	9.1	15.5	-4.5
AK BARS LUXEMBURG SA (EMTN)	Ак барс	6/28/10	14.6	4.4	10.2	8.5	12.9	1.8
AK BARS LUXEMBURG SA (EMTN)	Ак барс	6/20/11	23.9	4.7	19.2	8.5	13.1	<b>10.7</b>
SB FUNDING (BANK SOYUZ)	Банк Союз	2/16/10	53.1	4.3	48.7	25.5	29.8	<b>23.3</b>

Источник – Bloomberg, расчеты ИК Совлинк

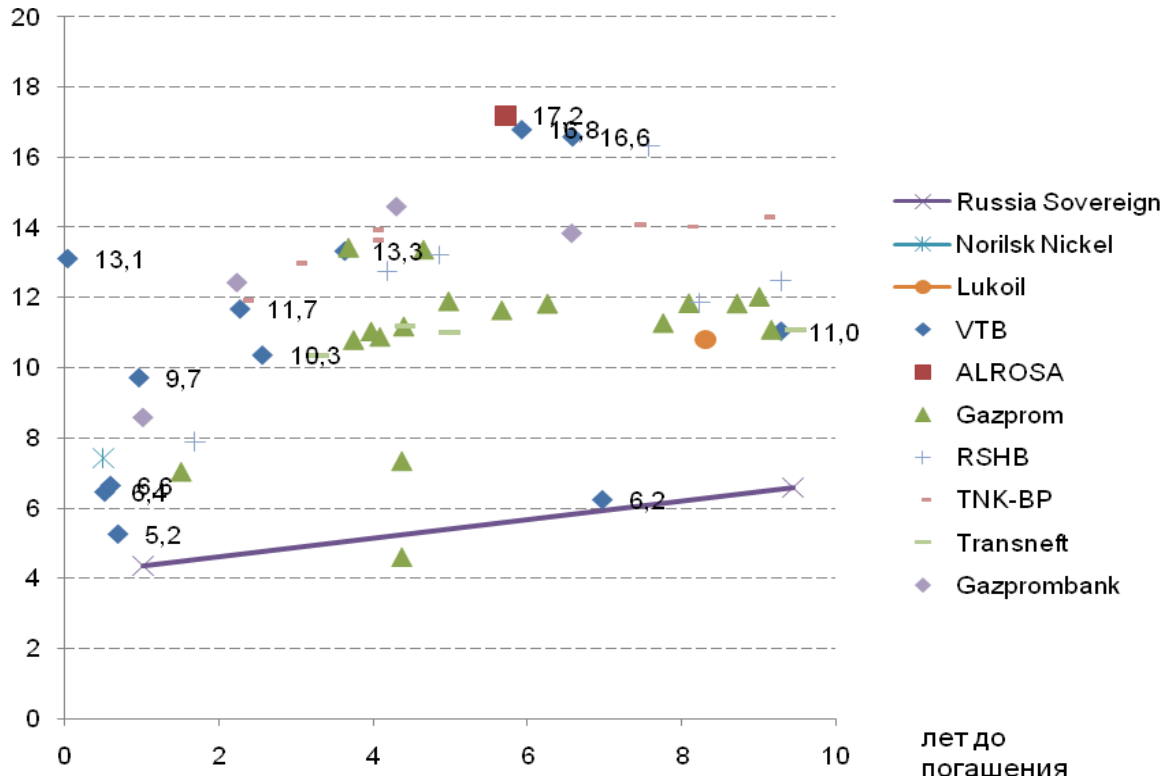
## Выводы:

Предлагаемый метод позволяет определять требуемую доходность облигаций банковского сектора, исходя из показателей качества его кредитного портфеля, используемого в данной модели как агрегированный показатель риска эмитента. Значительное отклонение рыночной доходности от расчетной можно рассматривать как сигнал возможной недооценки рынком внутренней стоимости облигации (при положительном отклонении) или переоценки (при отрицательной). На этой основе можно проводить более детальный анализ инвестиционной привлекательности выпусков, потенциально неэффективно оцениваемых рынком.

Исходя из приведенной методики, наиболее недооцененными представляются бумаги Урса банка (2011), Промсвязьбанка (2012), Банк Союз (2010).

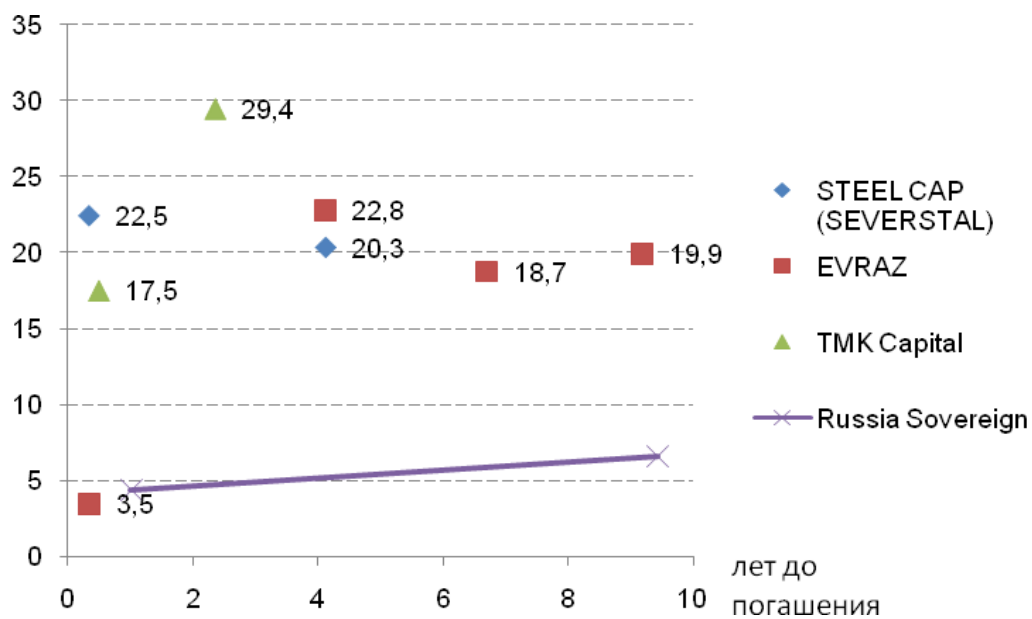
Приложение.

Рис. 1. Доходности к погашению наиболее ликвидных ценных бумаг



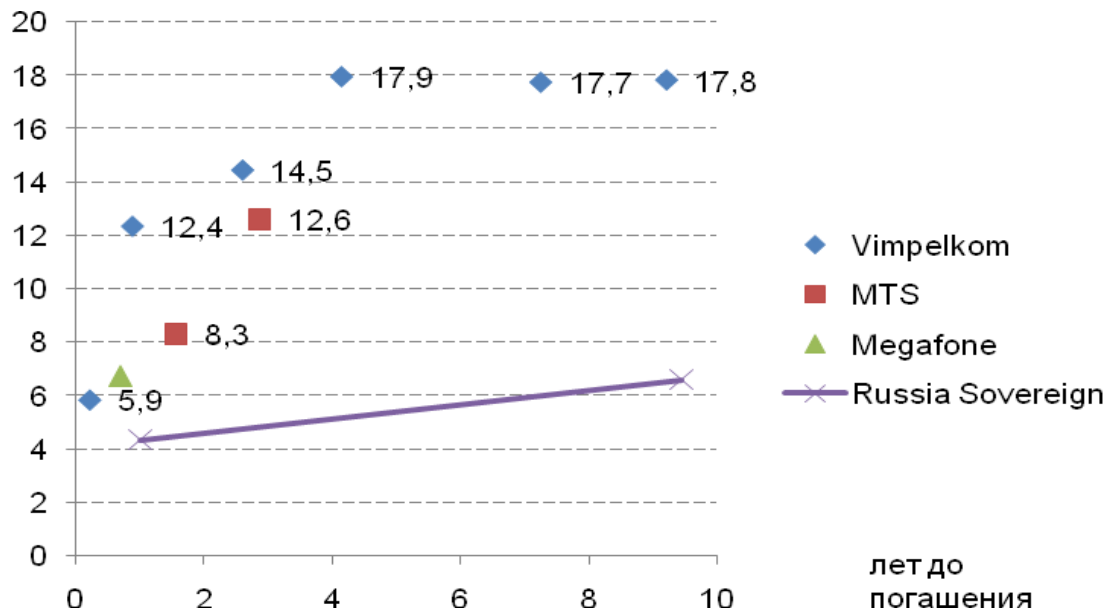
Источник – Bloomberg, расчеты ИК Совлинк

Рис. 2 Доходности к погашению еврооблигаций металлургических компаний



Источник – Bloomberg, расчеты ИК Совлинк

**Рис. 3. Доходности к погашению еврооблигаций телекоммуникационных компаний**



Источник – Bloomberg, расчеты ИК Совлинк

## Рекомендации по ценным бумагам

<b>STRONG BUY:</b>	Потенциал роста более 25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста более 100%, степень уверенности «низкая»
<b>BUY:</b>	Потенциал роста 15-25%, степень уверенности «высокая» / потенциал роста 25-100%, степень уверенности «низкая»
<b>HOLD:</b>	Потенциал роста менее 15%, степень уверенности «высокая», потенциал роста менее 25%, степень уверенности «низкая»
<b>SELL:</b>	«Справедливая цена» на уровне или ниже текущего курса

### ООО СОВЛИНК

Тел.: +7 495 967 1300

Факс: +7 495 967 1311

Кремлевская набережная, д. 1, стр. 2,

Москва 119019, Россия

[www.sovlink.ru](http://www.sovlink.ru)

[research@sovlink.ru](mailto:research@sovlink.ru)

©2009г., ООО «Совлинк». Содержащаяся в настоящей Аналитической Справке информация («Информация») не является рекламой ценных бумаг или рекламой эмитента и не может рассматриваться как таковая. Информация предназначена исключительно для личного пользования клиентов ООО «Совлинк» или иных согласованных с ООО «Совлинк» лиц. Информация не предназначена для граждан США или юридических лиц, зарегистрированных в США. Ничто в настоящей Информации не должно и не может толковаться как информация, предназначенная для неопределенного круга лиц.

Информация носит исключительно ознакомительный/аналитический характер и не может толковаться как рекомендации ООО «Совлинк» по покупке или продаже ценных бумаг. Информация не может служить основанием и на нее нельзя ссылаться при совершении каких либо действий по осуществлению инвестиций. ООО «Совлинк» не несет ответственности за действия, осуществленные на основе Информации. Настоящая Аналитическая Справка не содержит оферты или предложения делать оферту на покупку или продажу каких-либо ценных бумаг, опционов, фьючерсов или иных деривативов, имеющих в качестве базового актива такие ценные бумаги.

Настоящая Аналитическая Справка не учитывает специфику инвестиционных целей, финансовой ситуации и частных интересов какого-либо лица, которое может получить настоящую Аналитическую Справку. Инвесторам следует обращаться за получением финансовых консультаций по вопросам целесообразности осуществления инвестиций в какие-либо ценные бумаги, указанные в настоящей Аналитической Справке, им также следует осознавать, что заявления в отношении будущих планов могут не реализоваться. Инвесторам следует иметь в виду, что доход от таких ценных бумаг, если таковой имеется, может изменяться, и что цена или стоимость любой ценной бумаги может увеличиваться или уменьшаться. В силу этого инвесторы могут в итоге получить меньше, чем они первоначально инвестировали. Прошлые показатели деятельности не обязательно определяют будущие показатели деятельности. Курсы обмена валют могут негативно повлиять на цену, стоимость или доход на любую ценную бумагу, указанную в настоящей Аналитической Справке. Пожалуйста, обратите внимание на то, что инвестиционная деятельность на развивающихся рынках отличается высокой степенью риска, и инвесторы обязаны проводить свои собственные исследования перед тем, как принимать инвестиционные решения.

Лица, подготовившие данную Аналитическую Справку, или ООО «Совлинк» могут держать как короткие, так и длинные позиции по любым, упоминавшимся в данной Аналитической Справке ценным бумагам, а также могут принимать участие в инвестиционной деятельности упоминавшихся в данной Аналитической Справке компаний.

При подготовке настоящей Аналитической Справки лицо (а), подготовившее данную Аналитическую Справку, исходило из того, что упомянутые в настоящей Аналитической Справке эмитенты раскрывают информацию в объеме и порядке, которые предусмотрены законодательством Российской Федерации о ценных бумагах для эмитентов, публично размещающих ценные бумаги.

Данная Аналитическая Справка и Информация основаны исключительно на общедоступной информации, которая представляется надежной, однако ООО «Совлинк» не дает никакой гарантии того, что эта информация является точной или полной, а потому не следует полагаться на нее как на точную или полную. ООО «Совлинк» не дает никакой гарантии ни относительно того, что все читатели получают эту Аналитическую Справку одновременно, ни относительно того, что ООО «Совлинк» будет обновлять данный материал на регулярной основе, а также исправлять неточности, содержащиеся в данной Аналитической Справке.