

ПОГАСИВ БОЛЬШУЮ ЧАСТЬ ОБЛИГАЦИЙ, БАНК РАЗМЕЩАЕТ ЕВРОБОНД

Предложение выглядит интересным

Инвестиции умеренного риска. Несколько дней назад стало известно о том, что Кредит Европа Банк (КЕБ) организовал роуд-шоу в связи с размещением новых евробондов. С апреля 2007 г., когда КЕБ разместил LPN объемом 250 млн долл., маркируемая сделка станет первым выходом банка на рынок внешних заимствований. Детали предложения пока неизвестны, однако ясно, что новые бумаги будут номинированы в долларах, при этом длина выпуска с наибольшей вероятностью составит три года. По итогам 2009 г. банк получил хорошую прибыль, уровень его капитализации остается высоким, что во многом объясняется поддержкой со стороны родительской группы FIBA. Таким образом, риски вложения средств в бумаги КЕБ мы оцениваем как весьма умеренные и рекомендуем инвесторам участвовать в размещении нового евробонда.

Демонстрация силы. Нам особенно импонирует тот факт, что КЕБ предпочел сначала погасить ряд своих крупных обязательств (LPN объемом 250 млн долл. в апреле и локальные облигации на 3,5 млрд руб. в феврале с.г.) и лишь затем вышел на рынок с новым займом. Этот шаг положительно отличает размещение КЕБ от многих сделок последнего времени, которые, по сути, представляли собой обмен погашающихся облигаций на новые выпуски.

Заглянем в отчетность. Самой недавней публикацией отчетности банка по стандартам МСФО является аудированный отчет за 2009 г. КЕБ публикует свои консолидированные финансы с завидным постоянством с 2003 г., и единственное, чего в этом плане хотелось бы пожелать, – чтобы банк делал это не раз в полгода, а ежеквартально. Наиболее интересные моменты в отчетности перечислены ниже.

- С точки зрения объема активов КЕБ в 2009 г. демонстрирует ту же тенденцию, что и многие другие банки РФ: рост валюты баланса при сокращении кредитной книги. В рублевом выражении активы КЕБ выросли за год на 3% до 69,4 млрд руб., при этом валовые кредиты сократились на 9%. Рост, как обычно, происходил за счет привлечения депозитов (объем средств клиентов увеличился на 148% за год) и размещения лишних средств в финансовые активы и на межбанковском рынке. В результате к концу года ликвидность баланса банка значительно выросла: доля ликвидных активов в суммарных достигла 29% по сравнению с 18,7% в конце 2008 г.
- Структура бизнеса КЕБ не претерпела существенных изменений. Как уже было упомянуто, валовые кредиты банка сократились на 9%, при этом розничные продукты сокращались быстрее, чем корпоративные кредиты, которые в конце 2009 г. достигли 48,8% валового портфеля. Среди розничных продуктовых линий наибольший объем выданных кредитов приходился на кредиты в отделениях,

Первичное размещение

Ключевые показатели КЕБ

МСФО, млн долл.

	2007	2008	2009
Денежные средства	29	33	31
Валовые кредиты	1 869	1 947	1 721
Чистые кредиты	1 809	1 841	1 596
Розничные кредиты	978	1 060	881
Корпоративные кредиты	890	887	840
Резервы на возм. потери по ссудам	(60)	(106)	(125)
Проблемные кредиты	65	88	120
Задолженность банков	154	63	386
Финансовые активы	51	113	232
ОС и нематериальные активы	26	26	20
Активы	2 121	2 313	2 311
Средства клиентов	296	302	726
Долговые ценные бумаги	651	393	643
Задолженность перед ЦБ	--	460	155
Задолженность перед банками	822	727	352
Собственный капитал	293	395	420
Чистый процентный доход	148	256	182
Расходы на резервы	(48)	(111)	(97)
Чистый проц. доход после резервов	100	146	85
Комиссионный доход	18	30	25
Доход от операций с цен. бум. и валютой	5	13	39
Операционный доход	135	211	165
Операционные расходы	(108)	(148)	(105)
Прибыль до налогов	26	63	60
Чистая прибыль	20	48	48
Чистая процентная маржа, %	9,5	12,2	8,2
ЧПМ после резервов, %	6,4	6,9	3,8
Доходность средних активов, %	1,2	2,2	2,1
Доходность собственного капитала, %	6,7	12,2	11,5
Расходы / Доходы	0,59	0,46	0,40
Чистые кредиты / Депозиты клиентов	6,1	6,1	2,2
Доля ликвидных активов, %	10,1	18,7	28,9
Резервы, % от валовых кредитов	3,2	5,5	7,3
Доля проблемных кредитов, %	3,5	4,5	7,0
Собств. капитал, % совокупн. активов	13,8	17,1	18,2

Источники: КЕБ, оценка УРАЛСИБа

однако кредитные карты были единственным продуктом, который вырос в совокупном объеме, составив 7,2% общего портфеля против 5,8% в 2008 г. Похожие тенденции мы совсем недавно видели в отчетности одного из конкурентов КЕБ – Русского Стандарта. Менеджмент последнего объяснял акцент на кредитных картах высокой процентной маржой при хорошо контролируемом качестве этих активов.

- Что касается чистой процентной маржи, в 2009 г. она находилась у КЕБ на уровне 8,2% – ниже, чем в 2008 (12,2%) и 2007 (9,5%) годах. Некоторое снижение маржи представляется нам логичным по двум причинам. Во-первых, как мы упоминали выше, в кредитном портфеле КЕБ выросла доля корпоративных ссуд, которые по определению являются менее маржинальным продуктом, чем розница. Во-вторых, также упомянутый нами рост ликвидности баланса банка с большой вероятностью оказал давление на ЧПМ, поскольку как портфель облигаций (который обычно содержит в основном качественные бумаги), так и межбанковский рынок не могут обеспечить процентный доход, сравнимый с кредитованием.
- Чистый процентный доход КЕБ составил в 2009 г. 181 млн долл. против 256 млн долл. в 2008 г. Расходы на резервирование при этом снизились до 97 млн долл. в сравнении с 110 млн долл. годом ранее. Вообще, необходимо отметить, что банк создал в конце 2008 г. довольно большой объем резервов, который позволил в 2009 г. избежать скачкообразных потерь по плохим кредитам. Процент ссуд, просроченных на 90 дней и более, составил в конце 2009 г. 7% в сравнении с 4,5% в 2008 и 3,5% в 2007 г. Покрытие же NPL резервами было в 2007 г. равно 91%, выросло до 121% в 2008 г. и затем снизилось до 104% в 2009 г.
- Даже при снизившемся чистом процентном доходе относительно умеренные затраты на резервирование и сокращение издержек позволили банку заработать в 2009 г. чистую прибыль в размере 48 млн долл. – почти ровно столько же, сколько и в 2008 г. Сохранение прибыльности бизнеса мы считаем одним из главных достижений КЕБ в кризисный год. Отношение Расходы/Доходы понизилось до 0,4 в сравнении с 0,46 в 2008 и 0,59 в 2007 гг.
- Полученная чистая прибыль позволила увеличить размер собственного капитала до 420 млн долл. к концу 2009 г., что соответствует 18,2% активов в сравнении с 17,1% в 2008 г. Капитальных вливаний со стороны родительской группы FIBA в прошлом году не осуществлялось, однако в 2008 и 2007 гг. группа поддержала КЕБ, выкупив его допэмиссии на 3 и 4 млрд руб. соответственно. Как и в случае с ХКФ, помощь со стороны иностранной финансовой группы (суммарные активы порядка 13 млрд долл.) является дополнительным важным фактором устойчивости банка.
- Что касается структуры обязательств, она, как мы уже отмечали, развивалась, как и у большинства российских банков в 2009 г., в сторону роста доли депозитов, которая к концу года достигла 38% в сравнении с 16% в 2008 г. 34% суммарных обязательств составляли выпущенные долговые бумаги, доля средств ЦБ снизилась до 8% с 24% в конце 2008 г. Вообще, структура обязательств КЕБ очень напоминает структуру Русского Стандарта, и высокая доля долговых бумаг остается главным (и, по сути, единственным) недостатком баланса банка, на который мы хотели бы обратить внимание. Соотношение Чистые кредиты/Депозиты КЕБа по-прежнему довольно высокое – на уровне 2,2, хотя оно и кардинально улучшилось за год по сравнению с 6,1 в 2007–2008 гг.
- С другой стороны, необходимо отметить, что в 2010 г. ситуация уже изменилась существенно. Из 642 млн собственных облигаций на конец 2009 г. порядка 365 млн долл. уже погашены. Эта сумма состоит из выпуска LPN объемом 250 млн долл. с погашением в апреле 2010 г. и локальных облигаций объемом 3,5 млрд руб., срок которых истек в феврале. Таким образом, сейчас на рынке остается всего 277 млн долл. долга КЕБ, а именно, около 130 млн долл. LPN с погашением в октябре 2012 г. и локальный выпуск номинальным объемом 4 млрд руб., обращающийся до июня 2011 г.

Наше заключение по отчетности банка. Если говорить коротко, банк производит очень хорошее впечатление: умеренный уровень «просрочки», явившийся следствием хорошего баланса между корпоративным и розничным бизнесом, позволил КЕБ сохранить прибыльность в тяжелом 2009 г. на уровне предыдущего года. Капитализация банка очень высока, при этом в случае каких-то неожиданных проблем КЕБ может рассчитывать на поддержку родительской группы FIBA, которая уже оказывалась ранее. Баланс банка весьма ликвиден, что не обещает трудностей в исполнении текущих обязательств. Единственным недостатком является относительно слабо развитая пока депозитная база, однако и в этом отношении динамика в 2009 г. была очень положительной.

А теперь еще и рейтинг от Fitch. Сегодня агентство Fitch сообщило о присвоении банку Кредит Европа рейтинга «BB-» со Стабильным прогнозом. До этого наличие у банка рейтинга только от агентства Moody's («Ba3») могло восприниматься инвесторами как слегка сомнительная оценка, особенно учитывая, что рейтинги Moody's в отношении российских банков традиционно превышают оценки S&P и Fitch на одну-две ступени. Теперь же качество КЕБ подтверждено еще одной независимой стороной.

Ключевые показатели ряда российских банков

КЕБ в сравнении с сопоставимыми банками

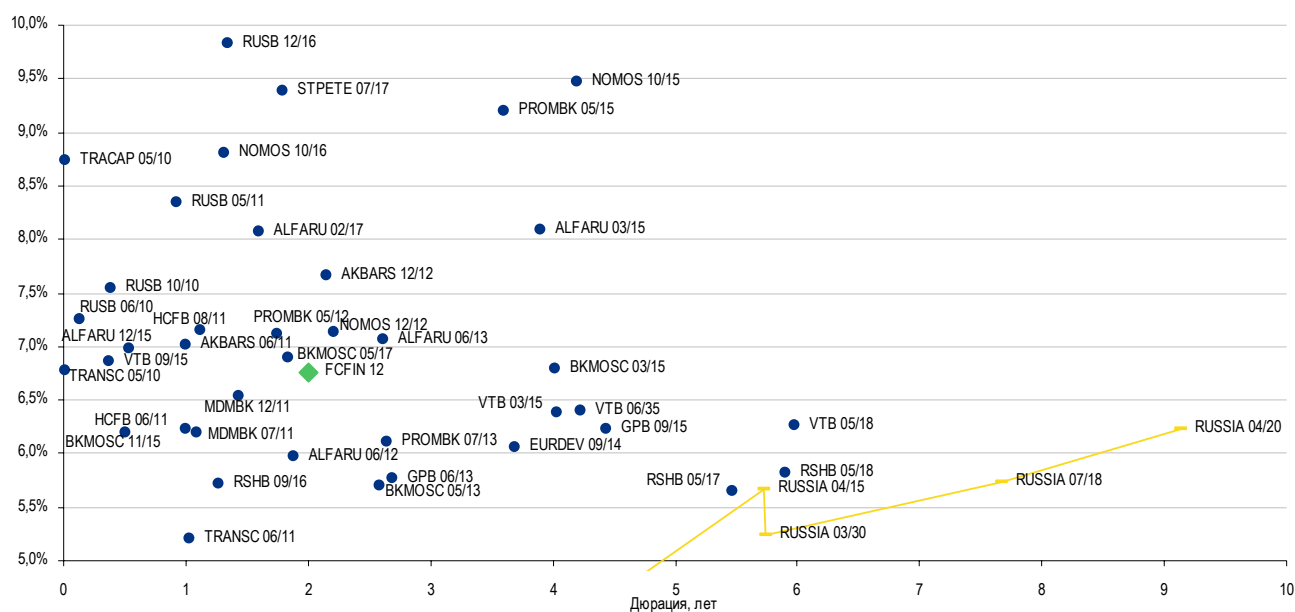
	Рейтинги (S/M/F)	Стандарт отчетности	Активы, млн долл.	ЧПМ, %	Расходы / Доходы	RoAA, %	Кредиты / Депозиты	Капитал 1-го уровня, %	Резервы / Кредиты, %
2008	Альфа-Банк	МСФО	27 052	6,6	0,37	0,90	1,6	7,9	6,2
	Банк СПб	МСФО	7 400	7,2	0,35	1,80	1,0	8,7	3,9
	МКБ	МСФО	2 055	6,1	0,54	2,10	1,7	10,6	1,3
	Кредит Европа	МСФО	2 313	12,2	0,46	2,20	6,1	17,1	5,5
	ХКФБ	МСФО	3 892	27,0	0,47	4,10	7,7	18,2	10,7
	МДМ-Банк	МСФО	11 291				1,7	12,5	5,9
	Промсвязьбанк	МСФО	15 843	8,1	0,45	0,50	1,3	8,7	5,7
	Ренессанс Кредит	МСФО	2 204	20,2	0,47	3,00	5,4	19,0	5,2
	Русский Стандарт	МСФО	7 713	22,8	0,48	3,70	7,3	17,1	5,6
	Татфондбанк	РСБУ	1 560	5,3	0,57	0,40	1,7	18,0	3,4
2009	Альфа-Банк	B+/Ba1/BB-	21 646	5,1	0,51	0,30	1,0	12,5	10,1
	Банк СПб	Ba3	7 844	5,0	0,25	0,30	0,9	10,7	9,1
	МКБ	B1/B	2 898	5,8	0,42	1,00	1,3	12,7	2,4
	Кредит Европа	Ba3/BB-	2 311	8,2	0,40	2,10	2,2	18,2	7,3
	ХКФБ	B+/Ba3	3 212	22,8	0,37	4,60	4,3	27,8	13,1
	МДМ-Банк	B+/Ba2/BB-	13 411	6,5	0,43	(0,40)	1,2	15,3	15,7
	Промсвязьбанк	B/Ba2/B+	15 688	6,7	0,41	(0,10)	0,9	8,1	12,7
	Ренессанс Кредит	B-/B1/CCC	1 436	12,5	0,67	(8,10)	4,3	22,0	15,2
	Русский Стандарт	B+/Ba3/B+	4 665	12,8	0,66	(2,30)	3,5	21,1	9,2
	Татфондбанк	B2	1 665	3,9	0,57	0,20	1,6	16,4	5,1

Источники: КЕБ, оценка УРАЛСИБа

Позиционирование новых бумаг. Если, как мы предполагаем, разговор идет о 3-летнем выпуске, то наиболее близким бондом по дюрации, да и кредитному качеству к новой бумаге КЕБ окажется ALFARU'13 (B+/Ba1/BB-), торгующийся с доходностью чуть выше 7% годовых. Как видно из нашего графика ниже, обращающийся выпуск FCFIN'12 (облигации КЕБ) в среднем котируется с тем же кредитным спредом, что и соседние бумаги Альфа-Банка и МДМ. Поэтому при первичном размещении эмитент постарается продать предполагаемый FCFIN'13 без особенной премии к ALFARU'13. С другой стороны, рыночные условия сейчас, безусловно, ухудшились, и, с большой вероятностью, премия все же потребуется. Таким образом, речь в сегодняшних условиях может вестись о диапазоне 7–7,5%, однако волатильный рынок, весьма вероятно, внесет свои коррективы в прайсинг нового размещения к моменту, когда оно состоится (если это вообще произойдет). Мы же со своей стороны можем только еще раз подчеркнуть, что нам нравится кредитное качество КЕБ и что мы советуем инвесторам участвовать в его размещении.

Картина рынка

Еврооблигации российских банков



Источники: Bloomberg

Бизнес-департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Бизнес-блок продаж и торговли

Руководитель бизнес-блока

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmad@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Бизнес-блок по рынкам долгового капитала

Сопровождение проектов

Артемий Самойлов, samojlovaa@uralsib.ru
Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru

Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Дирекция анализа акций

Руководитель Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Денис Порывай, poryvajdv@uralsib.ru
Станислав Боженко, bozhenkosv@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovav@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru

Нефть и газ

Виктор Мишняков, mishnyakovvv@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Майкл Кавана, kavanaghms@uralsib.ru
Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Экономика

Владимир Тихомиров, tih_vi@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/

Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru
Кирилл Бахтин, bakh tinkv@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Андрей Богданович, bogdanovicas@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevmm@uralsib.ru
Владимир Косяков, kosyakovvs@uralsib.ru

Минеральные удобрения/

Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Никита Швед, shvedne@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Джон Уолш (англ. яз.), walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкруг, grin kruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010