

21 апреля 2011

Рынок облигаций I ЗАО «Кредит Европа Банк»

Первичное размещение КрЕврБО-01

КрЕврБО-01	
Кредитный рейтинг	Moody's: Ba3 (негативный) / Fitch: BB- (стабильный)
Объем эмиссии:	5 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	4B020103311B
Дата размещения:	27.04.2011
Дата погашения:	23.04.2014
Купон (орг-ры):	8.0-8.5% (полугодовой)
УТР (дюрац.):	8.16%(2.72)-8.68%(2.70)
Мин. купон (ДОФР ПКБ)	8.13%

ЗАО «Кредит Европа Банк» (КЕБ) 25 апреля закрывает книгу заявок на первичное размещение дебютного выпуска биржевых облигаций КрЕврБО-01. На наш взгляд, ключевыми аргументами за покупку новых облигаций КЕБ являются следующие принципиальные моменты:

- 1. основные показатели динамики кредитного портфеля и его качества значительно лучше среднерыночных показателей**
- 2. существенный рост показателей отдачи**
- 3. рыночный дисконт за повышенную дюрацию соответствует рыночной конъюнктуре при купонах выше 8,13%.**

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

На наш взгляд, кредитное качество КЕБ является достаточным для покупки облигаций этого банка. За 2010 год, в соответствии с опубликованной отчетностью МСФО, КЕБ удалось значительно улучшить основные показатели деятельности. Чистый кредитный портфель банка увеличился на 26%. При этом большая часть прироста пришлась на второе полугодие 2010 года, в то время как рост в первом полугодии был зафиксирован на уровне 3,4%. Во втором полугодии 2010 года значительно вырос портфель ценных бумаг банка (+76% против снижения на 56% в первом полугодии).

Совершенно развернулась ситуация с кредитами физ. лицам. По итогам первого полугодия банк показал снижение кредитного портфеля «физиков» на 1,2 млрд. руб., однако, во второй половине года на фоне значительных маркетинговых усилий КЕБ полностью восстановил это снижение и добавил еще 5,2 млрд. руб. Конечно, такая политика немного ухудшила соотношение расходы/доходы, однако, позволила показать темпы роста в 2 раза выше среднерыночных. В качестве ответа на разумный вопрос о качестве выданных кредитов, КЕБ, создавая абсорбирующий буфер, снизил долю NPL 90days+ до убедительных 1%, что также заметно ниже среднерыночных показателей.

В корпоративной части кредитного портфеля был зафиксирован рост на 23% - примерно на уровне роста активов банка. КЕБ существенно увеличил экспозицию на сектора туризма, госкомпаний и торговли. При этом значительно снизилась доля кредитов пищевой промышленности (расшифровка не предоставляется, скорее всего, это связано с

погашением ограниченного числа относительно крупных кредитов). Также снизились кредиты строительному сектору.

Показав рекордный для организации уровень чистой прибыли, КЕБ значительно улучшил показатели отдачи на активы и собственный капитал. Впрочем, в середине года скользящие значения этих соотношений были еще выше – 20,4% и 4,0% соответственно. Мы связываем незначительное ухудшение в течение второго полугодия с ростом расходов банка на фоне агрессивной маркетинговой компании. В конечном итоге чистая процентная маржа КЕБ увеличилась и по состоянию на 30/06/2010 (8,4%) и по состоянию на конец года (9,4%). Такая динамика может указывать на потенциал опережающего роста доходов банка в будущих периодах.

Таблица 1. Финансовые показатели ЗАО «Кредит Европа Банк» (МСФО)

тыс. руб.	2006	2007	2008	2009	2010
АКТИВЫ	28 421 099	52 090 440	67 428 012	69 407 175	84 897 658
Чистые кредиты	23 571 256	44 435 815	53 649 756	47 925 256	60 480 396
Ликвидные активы (денежные средства и депозиты в ЦБ)	1 389 478	1 506 223	7 445 426	1 516 220	2 202 097
Депозиты юр. лиц (некредитных организаций)	2 443 400	3 151 523	6 001 386	14 824 096	24 106 657
Депозиты физ. лиц	3 123 788	4 113 631	2 790 230	6 984 149	7 452 877
Собственный капитал	28 421 099	52 090 440	67 428 012	69 407 175	84 897 658
ЧПД (после резервов)	1 115 812	2 563 109	3 623 402	2 689 511	5 120 713
Операционные доходы	3 107 424	4 988 479	8 408 744	8 659 028	8 059 350
Операционные расходы	1 721 104	3 081 813	4 079 174	3 661 837	4 120 967
Чистая прибыль	194 430	500 292	1 198 569	1 527 760	2 602 049
Доля Ссудной задолженности в Активах	82.9%	85.3%	79.6%	69.0%	71.2%
Доля просроченной задолженности	2.0%	1.1%	1.2%	2.1%	1.0%
Достаточность Собственного капитала	10.2%	14.2%	19.2%	18.6%	17.6%
Норма резервирования Ликвидные активы/Депозиты Клиентов	4.3%	3.3%	5.8%	7.9%	3.8%
ЧПД (после резервов)/ Чистые кредиты (средние)	8.6%	5.5%	24.8%	4.7%	4.6%
Расходы/Доходы	6.3%	7.5%	7.4%	5.3%	9.4%
ROEA	55.4%	61.8%	48.5%	42.3%	51.1%
ROAA	10.0%	10.1%	12.8%	12.7%	19.2%
ROAA	0.9%	1.2%	1.8%	2.4%	3.4%

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

Ликвидная позиция: сохранение комфортного уровня на 2011 г

По имеющейся публичной информации, в июне 2011 г. КЕБ предстоит погасить выпуск рублевых облигаций КрЕврБ-02 объемом 4 млрд. руб. На конец 2010 г. объем ликвидных активов (денежные средства и депозиты в ЦБ) составлял 2,2 млрд. руб. Выпуск еврооблигаций объемом \$150 млн. должен быть погашен в октябре 2012 г., по выпуску еврооблигаций объемом \$300 млн. оферта назначена на май 2012 года (погашение – май 2013). С учетом размещения обсуждаемого рублевого выпуска объемом 5 млрд. руб., мы уверены, что проблем с ликвидностью в 2011 г. не будет при отсутствии внешнего форс-мажора.

Позиционирование выпуска

Предлагаемый ориентир по ставке полугодичного купона в размере 8,0-8,5% соответствует УТР 8,16-8,68% (дюрация до оферты – 2,72/2,70). Данный ориентир соответствует премии над кривой синтетической ОФЗ в размере 173-226 б.п. В то же время, средний спред к суверенной кривой по ликвидному выпуску КрЕврБ-06 за последний месяц составил 230 б.п. (при дюрации около 1,3; текущий спред – 235 б.п.). Таким образом, КЕБ хочет разместить новый выпуск с дисконтом к существующей ликвидной серии в размере 9-62 б.п.

Часть этого дисконта может быть объяснена феноменом сужения спредов по кривой одного эмитента при увеличении дюрации, который наблюдается, по сути, с начала этого года. Помимо повышенного спроса на дальний конец корпоративной кривой еще одной объясняющей причиной может являться премия за отсутствие ликвидности в коротких сериях. Подробности приведены в таблице ниже.

Таблица 2. Выше дюрация – уже спреды

Выпуск (рейтинг)	Объем, млрд. руб.	DUR	УТР	Спред, б.п.
ЗенитЗобл(Ва3/В+)	3	0.54	5.95	218
ЗенитБО-1(Ва3/В+)	5	0.95	6.6503	195
Зенит5обл(Ва3/В+)	5	1.08	6.7113	180
Зенит6обл(Ва3/В+)	3	1.15	6.8717	186
ЗенитБО-2(Ва3/В+)	5	1.37	6.9937	169
ГлобэксБО2(ВВ-/ВВ)	5	0.74	7.3088	302
ГлобэксБО5(ВВ-/ВВ)	2	1.08	7.2827	237
ГлобэксБО1(ВВ-/ВВ)		1.71	8.09	242
НОМОСБО1(Ва3/ВВ-)	5	0.83	6.599	212
НОМОС11(Ва3/ВВ-)	5	1.16	7.0691	204
НОМОС12в(Ва3/ВВ-)	5	2.16	7.6128	156
МДМБанк7(Ва2/В+/ВВ)	5	1.17	7.18	214
МДМБО-1(Ва2/В+/ВВ)	5	1.45	7.29	189
МДМБанк8(Ва2/В+/ВВ)	10	2.06	8.0663	209
МДМБО-2(Ва2/В+/ВВ)	5	2.64	8.23	184

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

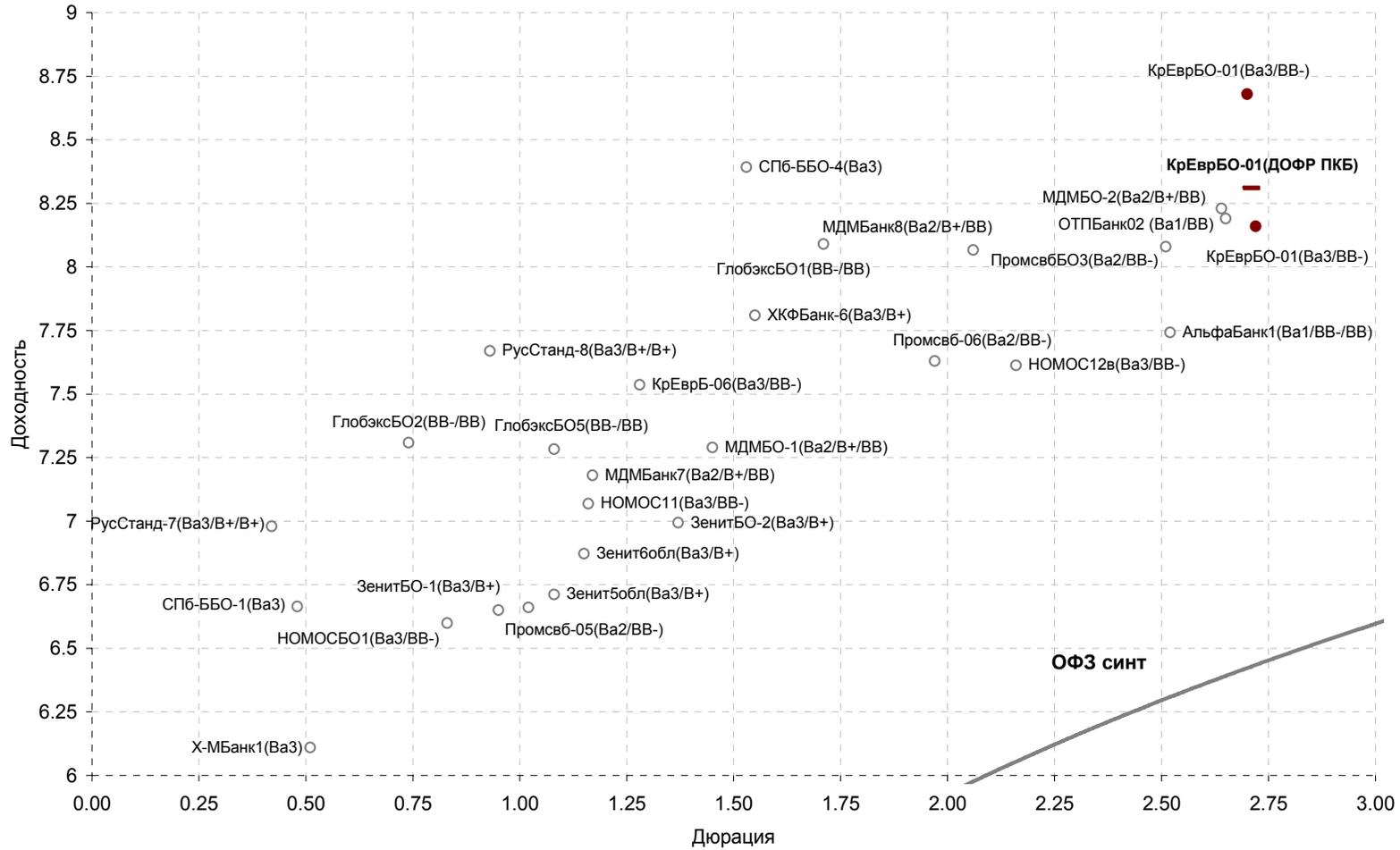
При анализе этих данных стоит учитывать тот факт, что мы сравниваем КрЕврБ-06 (дюрация 1,3) с КрЕврБО-01 (дюрация 2,7). Другими словами, нас не интересуют данные по выпускам с дюрацией менее года, где премия за отсутствие ликвидности начинает расти очень быстро относительно других участков кривой. В этом смысле довольно показательными являются данные по выпускам МДМ и НОМОСа. По кривой МДМ при очень похожих параметрах дюрации (МДМБанк7 и МДМБО-2) мы фиксируем разницу в спредах в размере 30 б.п. Для кривой НОМОСа, фактически являющегося бенчмарком наравне с Зенитом для российских частных банков, аналогичная разница составляет 48 б.п. (НОМОС11 и НОМОС12в). Данные по НОМОСу в нашем представлении являются верхней границе дисконта за длинную дюрацию, которую может получить КЕБ при первичном размещении выпуска биржевых облигаций. Дополнительным аргументом являются аналогичные кредитные рейтинги НОМОСа и КЕБ.

Таким образом, условно справедливый спред по биржевому выпуску КЕБ к суверенной кривой, адекватный рыночной конъюнктуре, нами оценивается на уровне 235 б.п. (текущий по КрЕврБ-06) – 48 б.п. (дисконт за более длинную дюрацию) = 187 б.п.

Эта оценка соответствует УТР=8,31% (купон 8,14%). Именно эти уровни мы признаем минимальными для участия в первичном размещении КрЕврБО-01.

Алексей Бизин
ведущий аналитик

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Позиционирование КрЕврБО-01



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
E-mail: 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
E-mail: research@pkb.ru

Аналитика

Потребительский сектор / Химия
Металлургия/Строительство
Дорофеев Евгений, к.э.н, доцент
dorofeev.e.a@pkb.ru

Сырьевые рынки / Экономика
Сурикова Наталья, MA in Economics
surikova.n.v@pkb.ru

Денежный рынок / Валютный рынок
Харлампиев Дмитрий, к.э.н
kharlampiev.d.n@pkb.ru

Телекоммуникации / Медиа
Машиностроение
Бизин Алексей
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.