

Монитор первичного рынка

ОТП Банк (Ba1/-/BB) и Кредит Европа Банк (Ba3/-/BB-)

На прошлой неделе оба банка объявили о планах разместить облигации на рублевом рынке. ОТП Банк еще не выбрал какой именно выпуск он будет предлагать - БО2 на 6 млрд руб или БО3 на 4 млрд руб, видимо это будет зависеть от спроса со стороны инвесторов. Кредит Европа Банк (КЕБ) предложит инвесторам биржевые бонды на сумму 5 млрд руб. Сроки обращения и досрочного выкупа всех выпусков идентичны – 3 года и 1 год соответственно. Учитывая несущественную разницу в кредитном качестве банков, мы считаем более привлекательным предложение КЕБа.

Основные факты

- **ОТП Банк** - дочерний банк крупнейшего венгерского банка OTP-Bank (активы около \$49 млрд, владеет 95,9% капитала). Один из крупнейших розничных банков на российском рынке, работает со всеми традиционными продуктами – POS кредиты, кредитные карты, автокредиты, ипотека. Занчивость российского бизнеса для материнского банка высокая - российская дочка приносит 16% прибыли всей группы (2-е место после венгерского OTP), работает с самой высокой в группе чистой процентной маржей, показывает лучший рост кредитного портфеля в группе.
- **Кредит Европа Банк** – дочка голландского холдинга Credit Europa Bank, который в свою очередь принадлежит многоотраслевому турецкому холдингу Fiba Holdings с активами на сумму \$14 млрд. Банк является заметным игроком на российском рынке розничного кредитования, кроме этого уделяет внимание работе с малым и средним бизнесом, доля которого в кредитном портфеле составляет около 30%.

Табл 1. Основные параметры выпусков

	ОТП Банк	Кредит Европа Банк
Кредитный рейтинг (M/S/F)	Ba1/NR/BB	Ba3/NR/BB-
Серия	БО 2 или БО 3	БО 2
Объем выпуска	6 млрд руб или 4 млрд руб	5 млрд руб
Срок обращения/оферты	3 года / 1 год	3 года / 1 год
Ориентир по ставке купона	10-10.5% годовых (доходность 10.25-10,78%)	10,75-11% годовых (доходность 11.04-11.3%)
Дата закрытия книги	1 ноября в 17:00 МСК	1 ноября в 17:00 МСК
Дата размещения	3 ноября	3 ноября
Дюрация	1 год	1 год
Ломбардный список	Удовлетворяют требованиям по включению	Удовлетворяют требованиям по включению
Справедливая доходность	9,2-9,5%	9,5-10%

Источники: Otkritie Capital Research

Финансовые показатели

- ОТП и КЕБ сопоставимы по размеру активов, в рейтинге Интерфакс 100 по итогам 3кв11г по этому показателю они находились на 39-м и 49-м месте соответственно (103 млрд руб и 89 млрд руб).
- По итогам 2010 года банки показали примерно схожие темпы роста кредитного портфеля - 26-28%. В 1П11г КЕБ обогнал ОТП по этому показателю, показав прирост в 9,8% против 4,2% у ОТП, при этом доля NPL в его портфеле была значительно ниже, а сформированные резервы покрывали их на 120% против 84% у ОТП.

Раскрытие информации: Группа «Открытие» занимается и стремится заниматься коммерческой деятельностью с компаниями, указанными в своих аналитических отчетах. Следовательно, инвесторы должны осознавать, что у Фирмы может быть конфликт интересов, влияющий на объективность настоящего отчета. Инвесторы должны рассматривать настоящий отчет только как один из множества факторов, влияющих на их инвестиционное решение. Политика Фирмы в отношении конфликтов интересов, а также другая важная информация, доступна для ознакомления на сайте http://www.otkritie.com/en/about/terms_of_business/

- КЕБ демонстрирует меньшую чистую процентную маржу, рентабельность активов и капитала, что является результатом менее рискованного кредитного портфеля с большей долей корпоративных клиентов (32% против 9,5% у ОТП).
- Оба банка имеют высокую достаточность капитала, что говорит об их высокой устойчивости и способности переносить возможные убытки.

Табл. 2. Основные финансовые показатели по итогам 1П11г, млн руб

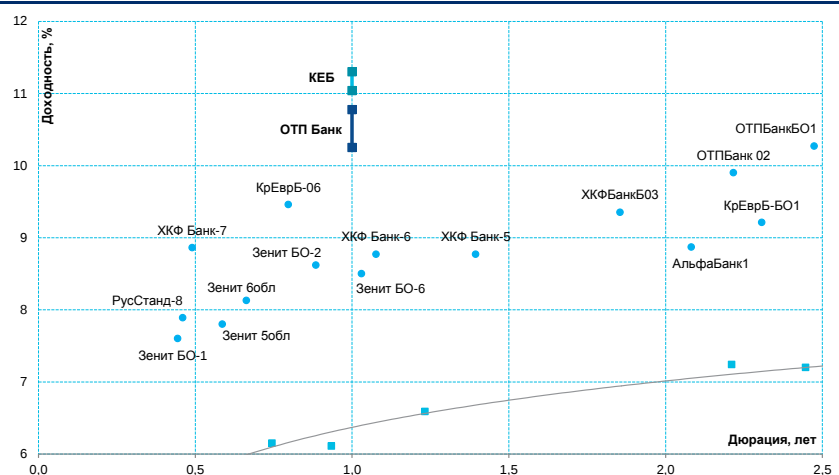
	ОТП Банк		Кредит Европа Банк	
	2010	1П11	2010	1П11
Активы	97 277	92 497	84 898	83 636
Кредитный портфель	74 398	77 499	60 480	66 117
Депозиты клиентов	58 598	56 425	31 560	20 025
Собственные средства	14 365	17 199	14 558	14 540
Чистый процентный доход	13 005	8 413	5 121	2 965
Чистая прибыль	3 032	2 623	2 602	1 241
ROE	24.30%	32.50%	19.20%	17.10%
ROA	3.30%	5.40%	3.40%	2.90%
NIM	15.10%	18.10%	7.90%	8.20%
NPL/Валовые кредиты	12.30%	13.30%	3.20%	2.90%
Резервы/NPL	87.40%	84.10%	115%	119%
Расходы/Доходы	48.00%	44.80%	48.60%	54.50%
Достаточность капитала	17.00%	19.60%	19.60%	18.90%

Источник: «Открытие Капитал»

Позиционирование выпусков

- Последние сделки с более длинными выпусками ОТП 2 и БО1 проходили с доходностью в районе 10% годовых (премия около 290бп к кривой ОФЗ), что учитывая срок выглядит справедливо. Новый выпуск маркируется в диапазоне премий 390-440бп к суверенной кривой, т.е. несет в себе премию в 100бп к более длинным выпускам банка и около 160бп к универсальным банкам. По нашей оценке разница в доходности бумаг банков, ориентированных на розничное кредитование, составляет не более 50бп по отношению к универсальным банкам при сопоставимом уровне кредитного рейтинга. В результате справедливую доходность для бумаг ОТП мы видим в диапазоне 9,2-9,5% годовых.
- Бумаги КЕБа недостаточно ликвидны чтобы выступать в качестве ориентира. На наш взгляд разница в кредитном качестве двух банков не существенна, однако более слабая комбинация кредитных рейтингов КЕБа должна выражаться в премии к ОТП, которую мы оцениваем в 30-50бп. Таким образом справедливая доходность бумаг КЕБа по нашей оценке составляет 9,5-10%.
- Учитывая незначительную разницу в кредитном качестве банков и короткий срок обращения бумаг, мы считаем более привлекательным участие в аукционе по размещению выпуска Кредит Европа Банка.

Рис 1. Карта рынка



Источник: ММББ, Otkritie Capital Research

**ЗАСВИДЕТЕЛЬСТВОВАНИЕ АНАЛИТИКОВ**

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики свидетельствуют, что:

- 1) отраженная в отчетах точка зрения в точности отражает их личный взгляд на рассматриваемые ценные бумаги или эмитента,
- 2) размер их вознаграждения ни полностью, ни частично не зависит, не зависит и не будет зависеть прямо или косвенно от конкретных рекомендаций или точки зрения, изложенных аналитиком в подготовленных Группой «Открытие» отчетах.

Указанные в подготовленных Группой «Открытие» отчетах аналитики получили вознаграждение, размер которого базируется на различных факторах, в том числе на совокупных доходах группы «Открытие», часть которых поступает в результате инвестиционно-банковской деятельности Группы «Открытие».

Общее ограничение ответственности

Настоящий отчет подготовлен Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО Финансовая корпорация «Открытие». ОАО Финансовая корпорация «Открытие», ее дочерние и зависимые общества и филиалы именуются здесь как Группа «Открытие». Otkritie Capital – это мировое торговое наименование Группы «Открытие» и ее аффилированных обществ во всему миру, а также является рыночной маркой, под которой Otkritie Securities Limited ведет деятельность по инвестиционному анализу в Соединенном Королевстве. Более подробную информацию о структуре группы и ее аффилированных обществах можно найти на сайте www.otkritie.com/en/about/business_structure/. Настоящий отчет подлежит распространению только при обстоятельствах, разрешенных применимым законодательством. Никим образом данный отчет или любая его часть не представляет собой ни заявление, что любая описанная здесь инвестиционная стратегия или рекомендация подходит или предназначена для конкретных обстоятельств получателя данного отчета, ни иную личную рекомендацию.

Отчет публикуется только для информационных целей. Он не является рекламой и не должен рассматриваться как навязывание услуг или предложение купить или продать каких-либо ценных бумаг. Представленная здесь информация не составляет проспект ценных бумаг для целей Директивы ЕС 2003/71/ЕС или Федерального закона № 39-ФЗ от 22 апреля 1994 (с поправками) Российской Федерации «О рынке ценных бумаг». Любое решение приобрести ценные бумаги по планируемой оферте следует быть принято на основании информации, содержащейся в окончательном проспекте, опубликованном в отношении такой оферты. В данном отчете не дается ни прямых, ни косвенных заявлений или гарантий в отношении точности, полноты или надежности содержащейся в нем информации, за исключением информации, касающейся ОАО ФК «Открытие», ее дочерних и аффилированных обществ. Также целью данного отчета не является полный обзор ценных бумаг, рынков или исследований, указанных в данном отчете. Группа «Открытие» не гарантирует инвесторам получение прибыли, не намерена разделять с инвесторами инвестиционные доходы, и не несет ответственности за любые инвестиционные убытки. Инвестиции подразумевают под собой риски и, принимая инвестиционные решения, инвесторы должны руководствоваться благоразумием. Инвестирование в развивающиеся рынки, такие как Россия и другие страны СНГ, и ценные бумаги развивающихся рынков подразумевает высокую степень риска, и прежде чем инвестировать, инвесторам рекомендуется провести свою собственную экспертизу. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Ценность любой инвестиции или дохода может как снизиться, так и вырасти, и инвестированную сумму не всегда можно будет вернуть. Любое мнение, выраженное в настоящем отчете, может быть изменено без предварительного уведомления, и может отличаться или даже быть противоположным мнению, выраженному другими бизнес-единицами или подразделениями Группы «Открытие», так как ими применяются разные критерии и предположения. Объект анализа определяется, обновляется и отклоняется только на единоличное усмотрение руководства аналитического отдела Группы «Открытие». Представленные здесь аналитические выводы базируются на множестве предположений. Различные предположения могут привести к фактически различным результатам. Аналитики, ответственные за подготовку данного отчета, могут взаимодействовать с персоналом отдела торговых операций, отдела продаж и других подразделений с целью сбора, систематизации и интерпретации информации о рынке. Группа «Открытие» не обязана следить за обновлением и актуальностью содержащейся здесь информации. При контроле потока информации из одного подразделения Группы «Открытие» в другое, Группа «Открытие» полагается на информационные барьеры. Размер вознаграждения аналитиков, подготовивших данный отчет, определяется исключительно руководством аналитического отдела и высшим руководством (за исключением инвестиционно-банковской деятельности). Размер вознаграждения аналитиков не зависит от доходов от инвестиционно-банковской деятельности, но может быть связан с доходами, полученными в результате инвестиционно-банковской деятельности ОАО ФК «Открытие» в целом, частью которой является инвестиционно-банковское производство, продажи и торговые операции.

Описанные здесь ценные бумаги могут не подлежать продаже во всех юрисдикциях или для определенных категорий инвесторов. Опционы, производные инструменты и фьючерсы не подходят для всех инвесторов, и торговля этими инструментами считается рискованной. Залоговые и обеспеченные активами ценные бумаги могут повлечь высокую степень риска и могут быть очень зависимыми от колебаний процентных ставок и других рыночных условий. Положительные результаты прошлых действий не обязательно служат ориентиром для действий будущих. Курсы обмена валют могут негативно сказаться на стоимости, цене или доходности любой ценной бумаги или инструмента, упомянутого в настоящем отчете. Для заключения сделки или по другим возникающим вопросам клиентам следует обратиться к местным торговым представителям. Ни ОАО ФК «Открытие», ни любое из ее зависимых обществ, ни любой член Группы «Открытие» или директор, сотрудник или агент не несет никакой ответственности за ущерб, причиненный в результате использования всего данного отчета или его части. Что касается финансовых инструментов, допущенных к торговле на российском или ином регулируемом рынке: ОАО ФК «Открытие», ее аффилированные и дочерние общества (за исключением Otkritie Inc.) могут выступать в роли маркетмейкера или оферента ликвидности в отношении финансовых интересов таких эмитентов. Группа «Открытие» и ее аффилированные общества и сотрудники могут иметь длинные или короткие позиции, торговать за счет собственного капитала и покупать и продавать указанные здесь инструменты или их производные.

Цены, указанные в настоящем отчете, представлены только для информации и не являются оценкой конкретной ценной бумаги или другого инструмента. Мы не гарантируем, что сделка, которая возможно будет заключена, будет совершена по указанным здесь ценам. Мы также не гарантируем, что указанные цены обязательно отражают данные внутреннего учета и отчетности Группы «Открытие» или оценку, основанную на теоретической модели, и могут быть основаны на определенных предположениях. Различные предположения, используемые Группой «Открытие» или иными источниками, могут привести к совершенно разным результатам.

Соединенное Королевство и остальная часть Европы: Если иное не указано в данном документе, этот материал передается Otkritie Securities Limited, дочерним обществом ОАО ФК «Открытие», лицам, являющимся уполномоченными контрагентами или профессиональными клиентами и доступен только для таких лиц. Содержащаяся здесь информация не предназначена для розничных клиентов, соответственно им не следует на нее полагаться. Общество Otkritie Securities Limited уполномочено и регулируется Управлением по финансовым услугам (FSA). Исследования, проводимые под торговой маркой Otkritie Capital, соответствуют всем требованиям FSA и законодательства о раскрытии информации, о чем в тексте отчета даны соответствующие отсылки.

Россия: Распространяется Московским представительством Otkritie Securities Limited. **США:** Распространяется резидентам США через Otkritie Inc., являющейся членом Агентства по регулированию деятельности финансовых институтов и Корпорации защиты фондовых инвесторов, или группой, дочерним или аффилированным обществом ОАО ФК «Открытие», не зарегистрированным в США как брокер-дилер (зависимое общество, незарегистрированное в США) только крупнейшим институциональным инвесторам США. При передаче отчета, подготовленного иным незарегистрированным в США зависимым обществом, гражданам США Otkritie Inc. несет ответственность за его содержание.

Все сделки, совершаемые резидентом США относительно ценных бумаг, указанных в настоящем отчете, должны осуществляться через Otkritie Inc., а не через иное аффилированное общество, не зарегистрированное в США. Несмотря на то, что оно несет ответственность за содержание настоящего отчета при передаче его инвесторам США, Otkritie Inc. не принимало участие в составлении настоящего отчета, а аналитики, проводившие аналитические исследования для данного отчета и нанятые любым незарегистрированным в США аффилированным обществом Otkritie Inc. не являются зарегистрированными/квалифицированными аналитиками Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи, и следовательно на них не распространяется ограничительное действие правил Национальной ассоциации фондовых дилеров и Нью-Йоркской фондовой биржи по общению с исследуемой компанией, публичным выступлениям и торговле ценными бумагами, удерживаемым на счету аналитиков. Среди прочего, это означает, что юридическое лицо и аналитики, издавшие данный отчет, не обязаны выполнять требования по раскрытию информации и иных нормативных актов США, которые распространяются на Otkritie Inc. и его сотрудников и агентов.

Раскрытие информации в составленных Otkritie Securities Limited аналитических отчетах совершается и руководствуется законодательством Англии.

Группа «Открытие» особо запрещает дальнейшее распространение данного материала полностью или частично без письменного разрешения Группы «Открытие» и не несет ответственности за действия третьих лиц в результате такого распространения. В материалах могут быть изображены объекты или элементы, защищенные авторским правом третьих лиц, законом о торговых марках и иной интеллектуальной собственности. © Otkritie Capital 2011. Основным символом и наименованием Otkritie Capital являются зарегистрированные и незарегистрированные торговые марки Группы «Открытие». Все права защищены.