



ДОЛГОВОЙ РЫНОК ТОРГОВЫЕ ИДЕИ

ФК «Еврокоммерц»: недооцененный лидер динамичного рынка факторинга

ФК «Еврокоммерц» представлена на рынке четырьмя выпусками облигаций. По второму займу с 12 июня компания назначила ставку по 3-4-ому купонам в размере 16%. В настоящий момент все выпуски компании торгуются со значительной премией к бумагам Банка НФК - единственного аналога, бизнес которого в 3 раза меньше, и Банка Восточный экспресс, специализирующегося на розничном кредитовании, сопоставимого с ФК «Еврокоммерц» по масштабам деятельности. Лидирующие позиции в отрасли и кредитное качество ФК «Еврокоммерц» на фоне высокой рентабельности и капитализации бизнеса делает привлекательными долговые инструменты эмитента для покупки. Облигации компании имеют потенциал роста цены до 3% на вторичном рынке. Наши рекомендации – покупать бумаги ФК «Еврокоммерц».

Основные параметры выпусков ФК «Еврокоммерц»

Выпуск	1	3	5	2
Объем выпуска, млн.р.	1 000	3 000	5 000	3 000
Текущая цена, % от номинала	98.6	97.35	100.12	100.01
Доходность к оферте, %	15.45	15.52	16.34	16.63
Справедливая доходность, %	12.30 - 12.80	12.30 - 12.80	13.00 - 13.50	13.15 - 13.65
Справедливая цена, % от номинала	99.8 - 100.03	98.59 - 98.80	102.45 - 102.78	102.5 - 102.95
«Upside» по цене, %	1.22 - 1.45	1.27 - 1.45	2.33 - 2.66	2.50 - 2.95

Рейтинг Факторов

Факторы	Объем ден. требований, уступленных Фактору в 2007г., млн.р.	рост, год
Еврокоммерц	120 962	183%
Промсвязьбанк	96 900	185%
Банк НФК	62 119	130%
Петрокоммерц	54 070	110%
МФК ТРАСТ	20 263	327%
Стройкредит Факторинг	15 665	144%
ТранскредитФакторинг	14 591	362%
Номос-банк	14 034	89%
ЮниКредит Банк	13 398	365%
Пробизнесбанк	12 659	163%

Источник: Данные Эксперт РА

ФК «Еврокоммерц» – общепризнанный лидер российского рынка факторинга. Компания присутствует в 57 регионах на территории РФ и стран СНГ и обслуживает около 3000 клиентов.

Акционерами компании являются менеджмент Eurokommerz и ИК «Тройка Диалог» в лице Troika Capital Partners и фонда Russia New Growth Fund, бенефициарами которого выступают European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) и Temasek Holdings.

Компания является членом Международной Факторинговой Ассоциации — International Factors Group (IFG), а также Восточно-Европейской Факторинговой Ассоциации (ВЕФА).

Рейтинговым агентством Moody's Investors Service компании присвоен рейтинг на уровне B2/NP/A3.ru, прогноз «Стабильный».

По данным рейтингового агентства «Эксперт РА» ФК «Еврокоммерц» занимает первую строчку в рейтинге факторов по объему денежных требований, уступленных за 2007 год, прирост показателя по компании составил 183%.

Основными инструментами хеджирования рисков компании являются диверсификация клиентской базы (согласно внутренним нормативам, вес любого дебитора в портфеле ФК «Еврокоммерц» не может превышать 5%) и тщательный анализ финансового состояния потенциальных клиентов.

Основные финансовые показатели

млн. р.	Ерокоммерц	Банк НФК	Вост. Экспр.	Рус.Ст.	ХКФ-Банк
Активы	32 294	10 302	25 249	208 835	81 393
рост, %	+423%	+48%	+164%	+8%	+79%
Клиентский портфель	31 787	7 051	18 337	160 138	62 075
СК	8 888	2 427	2 721	35 069	14 940
СК/Активы	0,28	0,24	0,11	0,17	0,18
Чистая прибыль	2 161	301	1 203	9 531	1 977
ROAA	11.2%	3.5%	6.9%	4.7%	3.1%
Рыночный долг	7 136	1 548	1 761	112 088	7 852
Источник	IFRS'07 (неауд.)	IFRS'07	IFRS'07	IFRS'07	IFRS'07

Основные параметры банковских облигаций

Выпуск	Объем, млн.р.	Текущий купон %	Международный долгосрочный рейтинг в ин. валюте			Котировальный список ММВБ	Ломбардный список ЦБ РФ
			S&P	Moody's	Fitch		
Еврокоммерц, 1	1 000	12	-	B2/Ст	-	BC	
Еврокоммерц, 2	3 000	16		B2/Ст		Б	
Еврокоммерц, 3	3 000	9.48	-	B2/Ст	-	Б	
Еврокоммерц, 5	5 000	16	-	B2/Ст	-	В	
НФК Банк, 3	2 000	13	В-/Пз	B2/Ст	-	В	
Восточный Экспресс Банк, 1	1 500	13.95	-	В3/Пз	-	A2	
ХКФ Банк, 2	3 000	9.25	В+/Ст	Ва3/Ст	-	A1	+
ХКФ Банк, 4	3 000	9.95	В+/Ст	Ва3/Ст	-	A1	+
ХКФ Банк, 5	4 000	9.95	В+/Ст	Ва3/Ст		BC	
Русский стандарт, 5	5 000	8.5	ВВ-/Нг	Ва2/Нг	-	Б	+
Русский стандарт, 6	6 000	8.1	ВВ-/Нг	Ва2/Нг	-	BC	+
Русский стандарт, 7	5 000	12.2	ВВ-/Нг	Ва2/Нг	-	BC	+
Русский стандарт, 8	5 000	8.25	ВВ-/Нг	Ва2/Нг	-	BC	+

Источник: ФБ ММВБ

На сегодняшний день на рынке обращается четыре выпуска ФК «Еврокоммерц». Единственным аналогом эмитента, сопоставимым по структуре бизнеса, является Банк НФК. Также целесообразно бизнес факторинговых компаний – ФК «Еврокоммерц» и КБ НФК – сравнить с некоторыми розничными банками, кредитный портфель которых более чем на 80% состоит преимущественно из необеспеченных займов физическим лицам, - Банк Русский стандарт, ХКФ-Банк, Восточный экспресс. При прочих равных условиях кредитные риски факторов, клиентами которых являются крупные предприятия, ниже рисков структур розничного кредитования при реализации агрессивной кредитной политики.

Активы ФК «Еврокоммерц» в три раза превосходят активы КБ НФК и сопоставимы с активами Банка Восточный Экспресс. Бизнес Русского Стандарта и ХКФ-Банка больше в разы. При лидирующих позициях на рынке факторинговых услуг ФК «Еврокоммерц» по итогам 2007 года демонстрирует более стремительный рост активов, и более высокий уровень рентабельности и капитализации бизнеса. Основными источниками фондирования бизнеса ФК «Еврокоммерц» являются долгосрочные рыночные заимствования. По данным компании на 1 мая 2008 года доля рыночного финансирования в активах превысила 60%. С другой стороны срочность портфеля факторинговых авансов не превышает 4 месяцев, в отличие от долгосрочных портфелей или портфелей с повышенной долей просроченной задолженности банков-ретейлеров. Таким образом, политика финансирования кратко- и среднесрочного портфеля факторинговых авансов долгосрочными рыночными займами на фоне высокой доли собственного капитала в источниках фондирования позволяет ФК «Еврокоммерц» минимизировать риски ликвидности и поддерживать высокий уровень финансовой прочности. Банк НФК имеет более длинный портфель авансов. С другой стороны деятельность банков четко контролируется и нормируется ЦБ РФ, отчетность кредитных организаций в регулирующий орган предоставляется на ежемесячной основе и по содержанию является более прозрачной.

Банк НФК и ФК «Еврокоммерц» имеют одинаковый рейтинг по международной шкале, Банка Восточный Экспресс – на позицию ниже, однако его заем входит в котировальный список А2. ХКФ-Банк и Банк Русский стандарт занимают более высокие рейтинговые позиции, их выпуски включены в ломбардный список ЦБ РФ, бумаги ХКФ-Банка входят в котировальный список А1.

Цены и доходности обращающихся выпусков

Выпуск	Оферта / Погашение		Спрэды к ОФЗ, б.п.	Доходность к оферте/погашению, %
	Дата	Дюрация, лет		
Еврокоммерц, 1	23.12.08	0.48	1015	15.45
Еврокоммерц, 2	17.06.09	0.98	1099	16.63
Еврокоммерц, 3	23.12.08	0.49	1029	15.52
Еврокоммерц, 5	19.03.09	0.72	1081	16.34
НФК Банк, 3	06.05.09	0.84	680	12.41
Восточный экспресс Банк, 1	20.03.09	0.72	753	13.07
ХКФ Банк, 2	12.05.09	0.88	579	11.38
ХКФ Банк, 4	18.10.08	0.33	509	10.34
ХКФ Банк, 5	22.04.09	0.81	549	11.06
Русский стандарт, 5	19.09.08	0.24	526	10.28
Русский стандарт, 6	12.02.09	0.64	554	10.94
Русский стандарт, 7	02.04.09	0.74	542	11.01
Русский стандарт, 8	24.10.08	0.34	532	10.68

Источник: ФБ ММВБ, расчеты ГК «РЕГИОН»

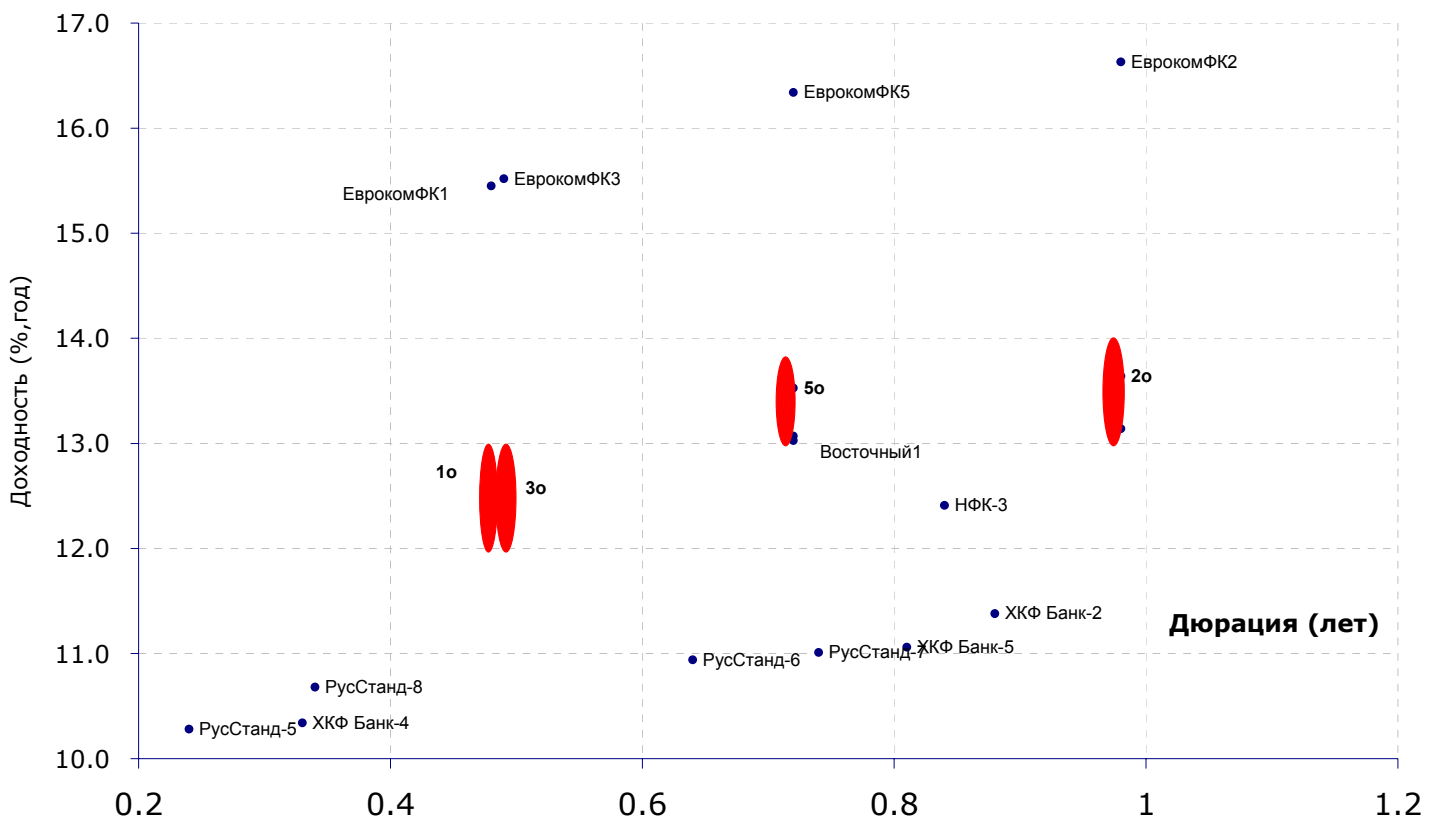
Мы считаем, что выпуски ФК «Еврокоммерц» при сопоставимости параметров займов должны торговаться с небольшой премией к бумагам НФК Банк (до 100 б.п. по спрэду к ОФЗ), на уровне выпуска Банка Восточный экспресс, а также с премией (от 200 до 300 б.п.) к бумагам Русского стандарта и ХКФ-Банка за меньшие масштабы бизнеса и более низкие позиции компании в международном рейтинге.

В настоящий период облигации ФК «Еврокоммерц» торгуются со спрэдом к кривой ОФЗ 1015-1099 б.п., с доходностью в 15,5-16,6%, что предусматривает слишком высокую премию к бумагам Банкам НФК и Восточный экспресс. Исходя из кредитного качества рассматриваемых эмитентов, масштабов бизнеса, рейтинга и параметров обращающихся выпусков справедливый спред к ОФЗ по облигациям ФК «Еврокоммерц» находится на уровне 700-800 б.п., справедливая доходность – 12,3-13,65%, что предполагает потенциал роста цены до 3%.

Параметры облигационных выпусков ФК «Еврокоммерц»

Выпуск	1	3	5	2
Объем выпуска, млн.р.	1 000	3 000	5 000	3 000
Текущий купон, %	12.00	9.48	16.00	16.00
Датаближайшей оферты	23.12.08	23.12.08	19.03.09	17.06.09
Дюрация, лет	0.48	0.49	0.72	0.98
Текущая цена, % от номинала	98.6	97.35	100.12	100.01
Доходность к оферте, %	15.45	15.52	16.34	16.63
Текущий спред к ОФЗ, б.п.	1015	1029	1081	1099
Справедливый спред к ОФЗ, б.п.	700 - 750		750 - 800	
Справедливая доходность, %	12.30 - 12.80	12.30 - 12.80	13.00 - 13.50	13.15 - 13.65
Справедливая цена, % от номинала	99.8 - 100.03	98.59 - 98.80	102.45 - 102.78	102.50 - 102.95
"Upside" по цене, %	1.22 - 1.45	1.27 - 1.45	2.33 - 2.66	2.50 - 2.95

«Кривая» доходности облигаций



ОПЕРАЦИИ С ОБЛИГАЦИЯМИ

Сергей Гуминский (доб. 433; email: guminskiy@regnm.ru)
Петр Костиков (доб. 471; email: kostikov@regnm.ru)
Анна Нестерова (доб. 549; email: nesterova@regnm.ru)
Игорь Дьяченко (доб. 461; email: dyachenko@region.ru)
Людмила Рудых (доб. 232; email: rudykh@region.ru)

ОПЕРАЦИИ С ВЕКСЕЛЯМИ

Богдан Крищенко (доб. 580; email: valentine@regnm.ru)
Павел Голышев (доб. 303; email: golyshev@regnm.ru)
Елена Шехурдина (доб. 463; email: lenash@regnm.ru)
Денис Стрекалов (доб. 543; email: strekalov@region.ru)

ОРГАНИЗАЦИЯ ПРОГРАММ ДОЛГОВОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ

Олег Дулебенец (доб. 584; email: dulebenets@regnm.ru)
Владислав Владимирский (доб. 496; email: vladimirski@region.ru)

ОПЕРАЦИИ С АКЦИЯМИ

Руководитель департамента:

Павел Ващенко (доб. 335; email: pvaschenko@regnm.ru)

Клиентское обслуживание:

Владимиров Владимир (доб. 570; email: vladimirov@regnm.ru)

Антон Коновалов (доб. 507; email: konovalov@region.ru)

Маргарита Петрова (доб. 333; email: rita_petrova@regnm.ru)

Трейдеры:

Марина Муминова (доб. 157; email: muminova@regnm.ru),
(495) 9845530 (прямой)

Александр Янковский (доб. 585; email: java@regnm.ru)

АНАЛИТИЧЕСКОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Начальник управления:

Константин Комиссаров (доб. 428; email: komissarov@regnm.ru)

Долговой рынок:

Александр Ермак (доб. 405; email: aermak@regnm.ru)

Елена Курильчикова (доб. 144; email: elena_k@regnm.ru)

Фондовый рынок:

Константин Гуляев (доб. 140; email: gulyaev@region.ru)

ДОВЕРИТЕЛЬНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Сергей Малышев (доб. 120; email: smalyshev@regnm.ru)

Группа компаний «РЕГИОН» объединяет динамично развивающиеся компании, оказывающие в совокупности целый спектр услуг на рынке ценных бумаг, в числе которых услуги в сфере брокерской (ООО «БК РЕГИОН»), депозитарной деятельности (ЗАО «ДК РЕГИОН»), доверительного управления ценными бумагами, управления инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами (ЗАО «РЕГИОН ЭсМ»), а также услуги финансового консультанта на рынке ценных бумаг (ЗАО «РЕГИОН ФК»). Компании группы обладают всеми необходимыми лицензиями для осуществления соответствующих видов деятельности. Профессионализм сотрудников компаний группы подтвержден рейтингами НАУФОР (АА — высокая степень надежности), журнала «Деньги», а также многочисленными опросами участников рынка ценных бумаг, проводимых информационными агентствами АК&М и РосБизнесКонсалтинг, по результатам которых Компания устойчиво занимает ведущие места. Основные причины наших успехов кроются в четком понимании тенденций рынка и чутком отношении к интересам наших клиентов. Если Вам потребуется какая-либо помощь, либо Вы захотите более подробно узнать о спектре оказываемых нами услуг, пожалуйста, свяжитесь с нами.

Многоканальный телефон: (495) 777 29 64

Факс: (495) 7772964 доб. 234

www.region.ru

**Страницы компании в информационной системе REUTERS:
<REGION>**

Данный обзор носит исключительно информационный характер и не может рассматриваться как предложение к заключению сделок с компаниями группы «регион». Мы не претендуем на полноту и точность изложенной информации. Наши клиенты могут иметь позицию или какой-либо иной интерес в любой сделке прямо или косвенно упомянутой в тексте настоящего обзора. «РЕГИОН» не несет ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем обзоре. Любые операции с ценными бумагами, упоминаемыми в настоящем обзоре, могут быть связаны со значительным риском.