

# Монитор первичных размещений от 29 ноября 2010 г.



Завершенные и текущие первичные сделки на рублевом  
долговом рынке

Выпуск	Объем, млрд руб. @ срок, лет	Доходность <sup>2</sup> (%) @ срок, лет
Внешпромбанк БО-01	3,0	9,5% @ 1
ТКС Банк БО-02	1,5	17,2% @ 1
Новикомбанк 01	2,0	9,2% @ 1,5
СКБ Банк БО-03	3,0	9,4% @ 1,5
Инвестторгбанк БО-01	2,0	9,6% @ 1,5
ЮниКредит Банк 04	10,0	7,1% @ 2
РенКап Казначей 01	3,0	10,8% @ 2
ТрансКредитБанк БО-01	5,0	8,0% @ 3
Русфинанс Банк 10, 11	4,0	8,1% @ 3
Росводоканал ОЗ	3,0	9,2% @ 3
МТС 08	15,0	8,3% @ 5
Еврохим 03	5,0	8,4% @ 5
МТС 07	10,0	8,9% @ 7
Меткомбанк 01	0,9 @ 1	30 ноя (А) <sup>3</sup>
Райффайзенбанк БО-07	5,0 @ 3	1 дек (А) <sup>3</sup>
Банк Глобэкс БО-03, БО-05	5,0 @ 1,5	6 дек (ЗК) <sup>3</sup>
<b>Кредит Европа Банк 06</b>	<b>4,0 @ 1,5</b>	<b>8 дек (ЗК)<sup>3</sup></b>

<sup>1</sup> до погашения или ближайшей оферты  
на день размещения  
<sup>2</sup> дата закрытия книги или аукциона по ставке 1-го купона

Завершенные и текущие первичные сделки  
на еврооблигационном рынке

Выпуск	Объем, млн долл.	Купон (%)
Gazprom 2015	1 000	5,09%
LenSpecSMU 2015	150	9,75%
Yeb 2017	600	5,45%
Lukoil 2020	1 000	6,13%
Alrosa 2020	1 000	7,75%
Yeb 2025	1 000	6,80%

В ВЫПУСКЕ

- Кредит Европа Банк – качественный кредитный риск категории double-B

ПУЛЬС ПЕРВИЧНОГО РЫНКА

Несмотря на то, что ситуация на глобальных рынках и отток рублевой ликвидности в налоговые платежи отнюдь не способствовали сохранению высокого спроса на локальном долговом рынке, нельзя сказать, что жизнь на «первичке» замерла совсем. И хотя на прошлой неделе мы не видели «джамбо-размещений» первого – второго эшелонов, к которым все уже привыкли в последнее время, объем предложения банковского риска оставался солидным. В частности, на прошлой неделе стали известны итоги размещения бумаг Инвестторгбанка, ТКС-Банка, СКБ-Банка, Внешпромбанка, ИБ Ренессанс Капитал на общую сумму 12,5 млрд руб. Кроме того, открыты книги заявок по двум выпускам БО Банка Глобэкс объемом 5,0 млрд руб. и по 6-му выпуску облигаций Кредит Европа Банка на сумму 4,0 млрд руб.

Эмитенты небанковского сектора менее активны. На прошлой неделе облигации на 5,0 млрд руб. разместила компания Еврохим. Помимо этого, облигации на 2,1 и 2,0 млрд руб. соответственно разместили Рязанская область и Удмуртия.

В ближайшее время активность эмитентов, вероятно, останется довольно высокой, несмотря на некоторую слабость спроса. Как известно, эмитенты начинают реагировать на изменение конъюнктуры с некоторым запозданием, кроме того, не исключено, что многие из них поспешат реализовать свои планы на «первичке» до конца года.

## Кредит Европа Банк – инвестиционный вывод

Позиционирование облигаций КЕБ-06 мы считаем наиболее правильным вести относительно выпуска ХКФ Банк-07 (сегодня можно найти офера по УТР 7,68% @ апрель 2012 г.). По сравнению с ХКФ Банком, КЕБ в большей степени ориентируется на на обеспеченные кредиты физическим лицам, а также диверсифицирует розничные риски за счет выдачи корпоративных кредитов.

В то же время ХКФ Банку удастся продемонстрировать более сильные финансовые показатели и сопоставимые уровни просрочки даже несмотря на в теории несколько более высокий уровень бизнес-рисков. К тому же организация не имеет концентрации рисков, свойственных для КЕБ – как в активной части баланса (кредитование корпоративных заемщиков, в том числе из секторов строительства и девелопмента), так и в пассивах (средства связанных сторон). Вероятность и возможность поддержки организацией со стороны PPF Group и Fiba Group мы оцениваем на сопоставимом уровне.

Исходя из данных факторов, премию кредитных рисков КЕБ к обязательствам ХКФ Банка на горизонте ближайших 1,5 лет мы оценили бы на уровне в 15–25 б. п., учитывая в том числе относительную редкость публичных рублевых долгов КЕБ. Следовательно, размещение представляется нам справедливым ближе к верхней границе указанного организаторами диапазона – на уровне 7,85–7,95% по доходности.

## КОММЕНТАРИИ К РАЗМЕЩЕНИЮ

**Кредит Европа Банк 06**

Эмитент	ЗАО «Кредит Европа Банк»
Рейтинги, S&P/Moody's/Fitch	-/Ba3/BB-
Объем, млрд руб.	4
Оферта	1,5 года
Срок обращения	3 года
Ориентир купона	7,30–7,95%
Ориентир доходности	7,43–8,11%

**Кредит Европа Банк – качественный кредитный риск категории double-B**

В следующую среду, 8 декабря, Кредит Европа Банк закроет книгу заявок на облигации 06-й серии объемом 4,0 млрд руб. Бумаги имеют 3-летний период обращения, ориентир доходности в настоящее время составляет YTP 7,43–8,11% к оферте через 1,5 года.

Кредит Европа Банк не является новым именем для инвестиционного сообщества. Крупнейшими публичными заимствованиями организации в настоящее время являются рублевые облигации серии 02 объемом 4,0 млрд руб. (размещены в июне 2008 г.), а также еврооблигации с погашением в 2012 году (объем 150 млн долл., размещены в октябре 2009 г.) и с погашением в 2013 году (объем 300 млн долл., размещены в мае 2010 г., условиями эмиссии также предусмотрен put-опцион в мае 2012 г.).

**Краткая характеристика**

Кредит Европа Банк (КЕБ) – средняя по величине отечественная кредитная организация. По состоянию на 1 ноября 2010 г. КЕБ занимал 44-е место среди российских банков по величине активов по РСБУ (70,4 млрд руб.) и 18-е по величине портфеля кредитов физическим лицам (30,8 млрд руб.). Банк имеет рейтинги от 2 международных агентств – Ba3 (прогноз «Негативный») от Moody's и BB- (прогноз «Стабильный») от Fitch.

Мы хотим обратить внимание на следующие аспекты кредитного профиля банка:

- ▶ **Высокая вероятность поддержки со стороны акционеров.** Прямым владельцем 95,2% акций КЕБ является голландская Credit Europe Bank N.V. (-/Ba2/BB) – банковская структура, дочерние подразделения которой ведут операции с контрагентами из России (20,4% кредитных рисков группы на середину 2010 года), Румынии (17,3%), Турции (16,0%), а также ряда других развитых и развивающихся рынков. Сам же Credit Europe Bank N.V. входит в состав Fiba Group – холдинга турецкого бизнесмена Хусню Озиегина, объединяющего активы в финансовом секторе, ритейле, строительстве, энергетике, а также ряде других отраслей.

Мы отмечаем, что важность КЕБ велика как для непосредственной материнской структуры, так и для всей Fiba Group. Так, по нашим подсчетам, по итогам 1П10 г. на долю российского банка пришлось более четверти (26,6%) процентных и комиссионных доходов Credit Europe Bank N.V., а также 17,4% консолидированных активов. Помимо этого, на конец 2009 года (последние имеющиеся у нас данные) активы КЕБ составляли 12,3% от совокупных активов Fiba Group. Учитывая данные факты, а также прежнюю историю взаимоотношений между структурами – в частности, то, что КЕБ регулярно получает фондирование со стороны связанных структур (по нашим подсчетам, 29,8% обязательств банка на середину 2010 года) – мы можем сделать вывод о том, что акционеры имеют достаточно высокую степень заинтересованности в поддержке и развитии российских активов.

В качестве небольшой «ложки дегтя» добавим, что нам не удалось найти обязательств Credit Europe Bank N.V. или Fiba Holding A.S., в условиях которых было бы прописано условие кросс-дефолта по долгам дочерних структур.

- ▶ **Внимательное отношение к рискам.** Как и многие другие российские банки, принадлежащие западным акционерам, КЕБ характеризуется достаточно большой степенью консерватизма. Так, ключевым продуктом, который банк предлагает физическим лицам, являются кредиты на покупку автомобилей, на которые пришлось 43,8% розничного портфеля (gross) банка на середину 2010 года по МСФО; банк также занял 8-е место по объемам выданных автокредитов в 1П10 г., по данным РБК.Рейтинг. Данный вид кредитования имеет обеспеченный характер, а потому считается менее рискованным – пусть и приносит банку меньшую маржу, чем, скажем, кредитные карты или потребительские кредиты.

Добавим, что в 2008 году, отвечая на ухудшившиеся условия на финансовых рынках, банк приостановил выдачу более рискованных потребительских кредитов, к примеру, на приобретение мобильных телефонов и домашней электроники. При этом в ипотечном кредитовании КЕБ ориентируется на максимальное соотношение «Кредит/Залог» в 60% (для сравнения, стандарты АИЖК исходят из максимального уровня в 70% для кредитов на покупку квартир без страховки и 90% – при ее наличии).

В кредитовании юридических лиц КЕБ также исходит из предоставления средств прежде всего проверенным заемщикам с достаточным залоговым обеспечением. При этом требования системы рисков Credit Europe Group не допускают превышения долей отдельно взятого сектора порогового значения в 25% от совокупной величины портфеля. Заметим, что данная международная методология разделяет сектора «строительства» и «девелопмента»; в совокупности на конец 2009 года на данные сегменты приходилось 27,2% корпоративного кредитного портфеля КЕБ (gross). Несмотря на то, что в общем объеме кредитного портфеля КЕБ вес данных секторов не столь велик (на 31.12.2009 г. – 11,6%), со стороны данные средства кажутся сопряженными с повышенной степенью риска (имена отдельных заемщиков банком не раскрываются).

Также заметим, что концентрация кредитных рисков в корпоративном портфеле банка более чем высокая – на конец 2009 года почти половина (47,1%) от общего объема кредитов юридическим лицам приходилась на долю всего 10 организаций.

Благодаря своей во многом консервативной политике, КЕБ удается добиваться относительно невысокого уровня «неработающих» кредитов – лишь 7,0% для NPL с просрочкой свыше 90 дней на конец 2009 года (в том числе 10,7% в розничном кредитовании) при покрытии их резервами на уровне 1,0х. Обратной стороной медали является более скромный показатель доходности кредитных операций, по сравнению с банками, выдающими более «рискованные» кредиты, – лишь 20,5% по итогам 2009 года для розничного портфеля и, как следствие, более скромная чистая процентная маржа (8,4% за 1П10 г., МСФО).

- ▶ **Отличные финансовые показатели.** Даже в условиях финансового кризиса, КЕБ удавалось генерировать чистую прибыль по МСФО, величина которой демонстрировала повышательную тенденцию. К настоящему моменту банк представлен отделениями в 31 городе 22 регионов страны; при этом, насколько мы понимаем из последнего проспекта еврооблигаций банка (датирован маем текущего года), в сегодняшних реалиях приоритетом КЕБ является в большей степени не экстенсивный рост за счет открытия новых отделений, а интенсивный в рамках существующей сети. Как следствие, банк имеет достаточно низкое соотношение операционных расходов и доходов (45,4% по итогам 1П10 г. по МСФО).

Чистая процентная маржа банка ужималась на протяжении последних периодов в рамках общерыночных тенденций, однако остается на достаточно приемлемом уровне. К тому же нельзя не обратить внимание на то, что банк хорошо капитализирован (совокупная достаточность капитала по Базелю в 19,8% на конец 2009 года), к тому же внушительные 17,6% от валюты баланса на середину 2010 г. приходились на долю денежных средств и эквивалентов.

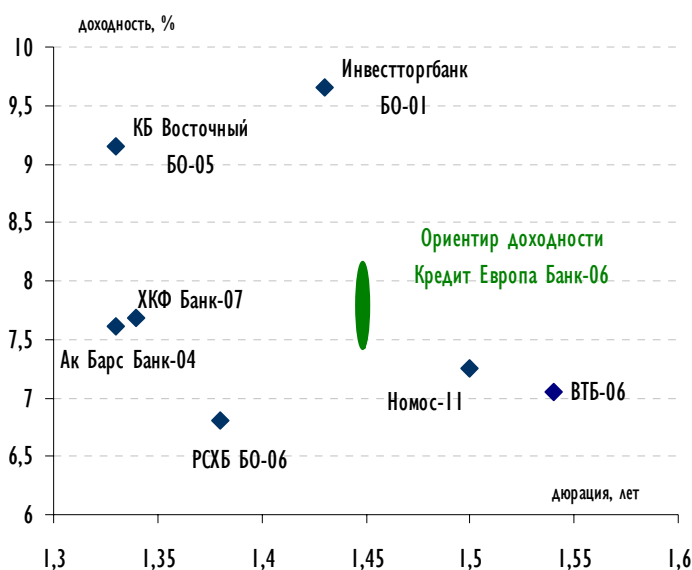
КЕБ не испытывает существенных краткосрочных рисков рефинансирования. Инвесторам в облигации серии 06, однако, важно учитывать тот факт, что оферта через 1,5 года от момента размещения – то есть в начале июня 2012 г. – будет происходить сразу после оферты по выпуску еврооблигаций объемом 300,0 млн долл.

- ▶ **Позиционирование выпуска.** Позиционирование облигаций КЕБ-06 мы считаем наиболее правильным вести относительно выпуска ХКФ Банк-07 (сегодня можно найти оферта по УТР 7,68% @ апрель 2012 г.). По сравнению с ХКФ Банком, КЕБ в большей степени ориентируется на обеспеченные кредиты физическим лицам, а также диверсифицирует розничные риски за счет выдачи корпоративных кредитов.

В то же время ХКФ Банку удается демонстрировать более сильные финансовые показатели и сопоставимые уровни просрочки даже несмотря на в теории несколько более высокий уровень бизнес-рисков. К тому же организация не имеет концентрации рисков, свойственных для КЕБ – как в активной части баланса (кредитование корпоративных заемщиков, в том числе из секторов строительства и девелопмента), так и в пассивах (средства связанных сторон). Вероятность и возможность поддержки организаций со стороны PPF Group и Fiba Group мы оцениваем на сопоставимом уровне.

Исходя из данных факторов, премию кредитных рисков КЕБ к обязательствам ХКФ Банка на горизонте ближайших 1,5 лет мы оценили бы на уровне в 15–25 б. п., учитывая в том числе относительную редкость публичных рублевых долгов КЕБ. Следовательно, размещение представляется нам справедливым ближе к верхней границе указанного организаторами диапазона – на уровне 7,85–7,95% по доходности.

Позиционирование выпуска Кредит Европа Банк-06\*



\* доходность всех обращающихся бумаг указана по офертам по состоянию на 29 ноября 2010 г.  
Источник: Bloomberg, расчеты Газпромбанка

## Основные финансовые показатели Кредит Европа Банка по МСФО, млрд руб.

	2006	2007	2008	2009	I ПІО
Чистые процентные доходы	2,2	3,8	6,4	5,8	2,8
Чистые комиссионные доходы	0,3	0,4	0,7	0,8	0,5
Доход от торговли ценными бумагами	0,0	0,0	0,0	0,9	0,3
Операционная прибыль	2,9	4,7	8,0	8,3	3,8
Операционные расходы	(1,5)	(2,8)	(3,7)	(3,3)	(1,7)
Резервы по кредитам	(1,1)	(1,2)	(2,8)	(3,0)	(0,4)
Чистая прибыль (убыток)	0,2	0,5	1,2	1,5	1,4
Денежные средства и эквиваленты	3,0	4,6	9,2	12,8	11,7
Ценные бумаги	0,6	1,3	3,3	7,0	3,1
Нетто кредитный портфель	23,6	44,4	53,6	47,9	49,5
Средства ЦБ	0,0	0,0	11,5	8,1	0,0
Средства других банков	10,6	20,2	21,2	10,6	6,3
Средства клиентов	5,6	7,3	8,8	21,8	23,1
Долговые ценные бумаги в обращении	6,6	16,0	11,5	19,3	18,2
Прочие долги	1,7	0,0	1,9	0,5	4,1
Собственный капитал	2,7	7,2	11,5	12,6	13,4
Всего активов	28,4	52,1	67,4	69,4	66,3
<b>Ключевые показатели</b>					
Рентабельность капитала (ROAE), %	-	10,1%	12,8%	12,7%	22,2%
Рентабельность активов (ROAA), %	-	1,2%	2,0%	2,2%	4,3%
Чистая процентная маржа (NIM), %	-	9,7%	11,0%	8,6%	8,4%
Чистый процентный спред (NIS), %	-	9,0%	10,1%	7,7%	7,5%
Стоимость риска, %	-	5,3%	5,4%	5,6%	1,7%
Расходы/Доходы, %	52,4%	59,2%	46,0%	40,0%	45,4%
NPL/Кредиты, %	-	3,5%	4,5%	7,0%	-
Резервы/Кредиты, %	4,1%	3,2%	5,5%	7,3%	5,0%
Достаточность капитала по Базелю (TCAR), %	13,7%	16,9%	18,6%	19,8%	-
Денежные средства/Активы, %	10,7%	8,9%	13,7%	18,5%	17,6%

Источник: данные компании, оценки и расчеты Газпромбанка

Юрий Тулинов  
Yury.Tulinov@gazprombank.ru  
+7 (495) 983 18 00 (доб. 2 14 17)

## Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1  
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

### Департамент анализа рыночной конъюнктуры

**Андрей Богданов**  
начальник департамента  
+7 (495) 988 23 44  
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

#### Стратегия на фондовом рынке

**Андрей Богданов**  
**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Долговой рынок

**Алексей Дёмкин, CFA**  
+7 (495) 980 43 10  
**Яков Яковлев**  
+7 (495) 988 24 92  
**Юрий Тулинов**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17  
**Павел Пикулев**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

#### Банковский сектор

**Андрей Клапко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

#### Макроэкономика

**Анна Богдюкевич**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

#### Телекоммуникации и медиа

**Андрей Богданов**  
+7 (495) 988 23 44  
**Анна Курбатова**  
+7 (495) 913 78 85

#### Нефть и газ

**Иван Хромушин**  
+7 (495) 980 43 89

#### Металлургия

**Сергей Канин**  
+7 (495) 988 24 06

#### Транспорт и машиностроение

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Электроэнергетика

**Дмитрий Котляров**  
+7 (495) 913 78 26

#### Химическая промышленность

**Алексей Астапов**  
+7 (495) 428 49 33

#### Редакторская группа

**Татьяна Курносенко**  
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084  
**Юлия Мельникова**  
+7 (495) 980 43 81

### Департамент инструментов долгового рынка

**Павел Исаев**  
начальник департамента  
+7 (495) 980 41 34  
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

#### Управление рынков заемного капитала

**Игорь Ешков**  
начальник управления  
+7 (495) 913 74 44

#### Управление торговли и продаж долговых инструментов

**Андрей Мионов**  
начальник управления  
+7 (495) 428 23 66

#### Продажи

**Илья Ремизов**  
+7 (495) 983 18 80

**Дмитрий Кузнецов**  
+7 (495) 428 49 80

**Вера Ярышкина**  
+7 (495) 980 41 82

**Себастьян де Принсак**  
+7 (495) 989 91 28

**Роберто Пеццименти**  
+7 (495) 989 91 27

#### Трейдинг

**Елена Капица**  
+7 (495) 988 23 73

**Дмитрий Рябчук**  
+7 (495) 719 17 74

### Департамент рынков фондового капитала

**Константин Шапшаров**  
директор  
+7 (495) 983 18 11  
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

#### Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

#### Продажи

**Мария Братчикова**  
+7 (495) 988 24 03

**Артем Спасский**  
+7 (495) 989 91 20

**Светлана Голодинкина**  
+7 (495) 988 23 75

#### Управление рынков фондового капитала

**Виталий Зархин**  
директор  
+7 (495) 988 24 48

#### Управление биржевых интернет-операций

**Максим Малетин**  
начальник управления  
+7 (495) 983 18 59

#### Трейдинг

**Валерий Левит**  
директор  
+7 (495) 988 24 11

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.