

Мониторинг первичного рынка: ОТП Банк и Кредит Европа – заманчивое предложение

28 октября 2011 года

Календарь событий

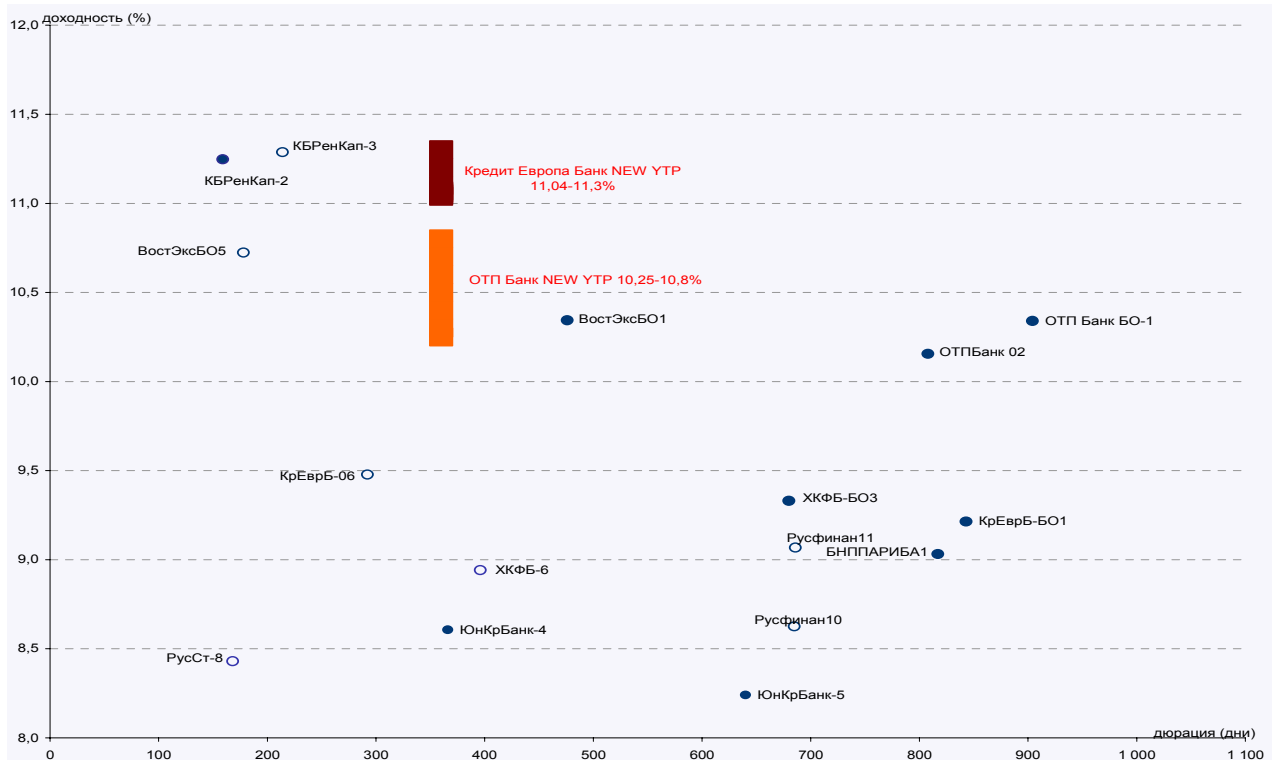
Облигации, book-building

Выпуск	Рейтинг эмитента М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем, млн руб.	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	PUT / MATURITY, лет	Наша рекомендация, доходность
ОТП Банк БО-2	Ba1 / - / BB	да	6 000	1 ноября	3 ноября	10-10,5%/10,25-10,78%	n/a	1 / 3	от 10,25%
ОТП Банк БО-3			4 000						
Кредит Европа Банк	Ba3/-/BB-	да	5 000	1 ноября	3 ноября	10,75-11% (11,04-11,30%)	n/a	1/3	от 11,04%

Итоги размещений и закрытие книг на этой неделе

Выпуск	Рейтинг, М / S&P / F	Возможность включения в Ломбард ЦБ	Объем	Закрытие	Дата размещения	Ориентир купона / доходности	Пересмотренный ориентир купона / доходности	Установленная ставка купона / доходность	PUT / MATURITY, лет
ВЭБ Лизинг 08	-/BBB/BBB	да	5 000	27 окт.	1 ноября	9-9,5%/9,2-9,7%	n/a	8,8%/9,0%	3/10
ВЭБ Лизинг 08			5 000	28 окт.	2 ноября	n/a	n/a	8,8%/9,0%	3/10
Russian Standart ECP	Ba3/B+/B+	да	150 млн долл.	27 окт.	ноябрь	8,75-9%/8,75-9%	n/a	8,5%/8,5%	0,5

Локальный рынок. Облигации розничных и дочерних банков зарубежных финансовых институтов



Мониторинг первичного рынка

28 октября 2011 года

2

ОТП Банк и Кредит Европа – заманчивое предложение.

На 3 ноября назначено размещение двух розничных банков – представителей зарубежных финансовых структур на российском рынке: ОТП-Банк (Ва1/—/ВВ) и Кредит Европа Банк (Ва3/—/ВВ–). Таким образом инвестору предлагаются на выбор бумаги достаточно привлекательной срочности – год, при этом купон также выглядит достаточно соблазнительным, даже несмотря на текущую конъюнктуру: 10–10,5% и 10,75–11,0%.

На наш взгляд, стоит обратить внимание на оба выпуска, которое подогревают кредитное качество эмитентов, их рейтинги и возникший на рынке оптимизм после саммита ЕС. Отметим, что бумаги смотрятся интересными уже по нижней границе предложенного диапазона. При этом летом текущего года спред между облигациями обоих банков был минимальным – около 20 б.п., в то время как сейчас в предложениях он составляет 50–75 б.п.

Финансовые показатели банков									
	Кредит Европа Банк (по МСФО)					ОТП банк			
Место в рейтинге по размеру активов на 1 октября 2011 года	49					39			
Рейтинг (M/S&P/F)	Ва3/-ВВ-					Ва1-/ВВ			
"Материнские" компании	FIBA Group					ОТП Group			
Moody's / S&P / Fitch	Credit Europe Bank N.V.: Fitch - ВВ					Ваа3/ВВ+/-			
Активы	9,8 млрд евро					35 млрд евро			
Местонахождение ГО	Голландия					Венгрия			
Балансовые показатели, млрд руб.	2009	1Н 2010	2010	1Н 2011	Изменение, %	2009 (МСФО)	2010 (МСФО)	1Н 2011 (МСФО управл.)	Изменение, %
ASSETS	69,4	66,3	84,9	83,6	-1%	92,1	97,5	92,5	-5%
Cash and cash equivalents	0,9	1,1	1,2	1,5	28%	8,7	7,5	5,2	-30%
% assets	1,3%	1,6%	1,4%	1,8%	---	9,5%	7,7%	5,7%	---
Loans	47,9	49,5	60,5	66,1	9%	54,6	68,0	70,7	4%
Loans (gross)	51,7	52,2	62,8	68,4	9%	62,6	78,5	79,3	1%
% assets	69,0%	74,7%	71,2%	79,1%	---	59,2%	69,8%	76,4%	---
NPL (>90дн.)	7,0%	3,8%	3,2%	2,8%	---	n/a	n/a	13,3%*	---
allowance for loan impairment	7,3%	5,0%	3,7%	3,4%	---	12,9%	13,4%	10,9%	---
Customer accounts	21,8	23,1	31,6	20,0	-37%	49,8	58,6	56,4	-4%
% assets	31,4%	34,8%	37,2%	23,9%	---	54,1%	60,1%	61,0%	---
EQUITY	12,6	13,4	14,6	14,5	0%	11,3	14,5	17,2	19%
% assets	18,2%	20,2%	17,1%	17,4%	---	12,2%	14,9%	18,6%	---
Total Capital Adequacy Ratio	19,8%	n/a	19,6%	18,9%	---	20,5%	20,2%	19,6%	---
Показатели прибыльности, млрд руб.	2009	1Н 2010	2010	1Н 2011	Изменение, %	2009 (МСФО)	2010 (МСФО)	1Н 2011 (МСФО управл.)	Изменение, %
Net interest income	5,8	2,8	5,8	3,3	16%	11,0	14,8	8,4	---
Fee and commission income (net)	1,2	0,7	1,3	0,7	-3%	1,4	2,3	---	---
Provisions charge for loan impairment	-3,1	-0,5	-0,7	-0,3	-35%	-5,1	-5,3	---	---
General Administrative expenses	-3,3	-1,7	-3,7	-2,2	28%	-6,3	-6,9	---	---
Profit for the year	1,5	1,4	2,6	1,2	-14%	0,8	3,4	2,6	---
Качественные показатели деятельности	2009	1Н 2010	2010	1Н 2011	Изменение, %	2009 (МСФО)	2010 (МСФО)	1Н 2011 (МСФО управл.)	Изменение, %
RoA	2,2%	4,3%	3,4%	2,9%	-1%	0,9%	3,6%	5,5%	2,0%
RoE	12,7%	22,2%	19,2%	17,1%	-5%	7,5%	26,2%	33,1%	6,9%
Cost / Income	40,0%	43,4%	48,6%	54,5%	11%	50,9%	41,8%	---	---
NIM	9,5%	n/a	7,9%	8,2%	---	16,0%	17,8%	---	---

* Просроченная задолженность

Источник: данные банков, расчеты НОМОС-БАНКА

ОТП БАНК (Ba1/-/BB)

На этой неделе российская дочка венгерской Группы ОТП открыла книгу на два выпуска облигаций серии БО–2 на 6 млрд руб. и серии БО–3 на 4 млрд руб. Бумаги с годовой офертой предлагаются инвесторам в диапазоне купона 10–10,5% годовых, что трансформируется в доходность 10,25–10,78%. Книга планируется к закрытию 1 ноября.

Для начала напомним, что по размеру консолидированных активов Группа ОТП стоит между Райффайзенбанком (152 млрд евро) и Группой PPF (активы под управлением – 11 млрд евро), при этом заметно ближе к последней (35 млрд евро). Из розничных банков к российскому подразделению по размеру активов и по профилю деятельности наиболее близок ХКФ–Банк – лидер в сегменте POS–кредитования. При этом ОТП–Банк входит в ТОП–3 в POS–кредитовании, активен в кредитовании наличными и на рынке кредитных карт.

Отметим, что еще до решения саммита ЕС, состоявшегося в среду вечером, риски европейских банков смотрелись выше. Вместе с тем, все же некоторая настороженность в отношении европейских банков сохраняется. В «плюс» Группе ОТП мы можем отнести значительное положение на рынке Венгрии: банк занимает около 30% рыночного кредитования в стране. Последнее, отчасти может свидетельствовать о возможности поддержке со стороны ЕС для банка. Также, Группа довольно уверенно прошла июльские стресс–тесты и обладает высокой достаточностью капитала – Tier1 –15,1%, Raiffeisen – 9,7%, Unicreditbank – 9,9%. Одной из последних новостей относительно группы стало решение Moody's поставить рейтинг ОТП и ее дочерних банков на пересмотр. Обусловлено это было решением правительства Венгрии, согласно которому у заемщиков ипотечных кредитов в иностранной валюте появилась возможность погасить кредит до конца февраля 2012 года по зафиксированному курсу, то есть ниже рыночных значений – на 36% по паре венгерский форинт / швейцарский франк и на 19% пары форинт / евро. Последнее может привести к убыткам венгерского банка, однако вряд ли досрочные погашения будут носить массовый характер.

В части российского бизнеса отметим, что согласно данным, представленным на сайте материнской компании, за шесть месяцев он по уровню доходов обеспечивал 20% консолидированной прибыли после выплаты налога на прибыль и дивидендов. Для сравнения, доля Украины – 7%, Болгарии – 6,2%. Стоит отметить как положительный фактор, что зависимость российского подразделения в течение этого года несколько снизилась. Так, если на начало года она составляла 25%, то по итогам полугодия – 11%. Вместе с тем, в третьем квартале мы наблюдали отток средств из российского подразделения. Согласно данным за полугодие, головная структура практически не пользовалась средствами российского офиса, однако в третьем квартале, как и многие другие зарубежные институты, занимала у локальных офисов. По нашим подсчетам, по итогам девяти месяцев чистый отток для ОТП составил 8% от валюты баланса. Как некоторый негативный момент отметим, что Банк готовит отчетность по МСФО только на годовой основе. В нашем распоряжении была управленческая отчетность за полугодие, которая, по словам представителей Банка, не всегда коррелирует с МСФО, поэтому репрезентативность данных может быть спорной. Однако приведем основную динамику. Так, активы показали снижение на 5%. Последнее, как мы понимаем, стало следствием снижением операций на МБК с Группой, а также сокращением портфеля ценных бумаг и подушки ликвидности. Кредитный портфель (gross), если брать управленческие данные, вырос на 4%, что было заметно ниже конкурентов. Для сравнения, динамика ХКФ была на уровне 10%, КБ Восточный – 16%, Русский Стандарт – 7%. Как нам пояснили, такое изменение было обусловлено снижением портфеля корпоративных кредитов, в то время как розничные росли на 8%. ОТП не раскрывает NPL «90+», однако отметим, что объемы резервирования не полностью покрывают просроченную задолженность – коэффициент покрытия – 84,1%. Позиция ликвидности – 5% от активов смотрится несколько скромнее других банков, где этот показатель в среднем составляет около 8–10%. Несколько нивелирует, что в рамках года необходимо погасить 1,6 млрд руб. ценных бумаг, что полностью покрывается денежными средствами в размере 5,3 млрд руб. В «плюс» Банку можно записать высокую достаточность капитал – на 1 октября Н1 составлял 17,4%. В части P&L, то ОТП не предоставляет данные за аналогичный период прошлого года, что не позволяет нам сопоставить данные за полугодие. Единственное отметим, что чистый процентный доход за полугодие составил 8,4 млрд руб., что составляет 64% от значения за весь 2010 года. У ХКФ Банка – 57%, Восточный – 88%, Русский стандарт–50,8%.

Предложенная доходность является ярким отражением динамики долгового рынка. Так, последний, размещенный в конце июля выпуск ОТП предлагался инвесторам с доходностью в 8,16–8,42% при срочности выпуска в три года, а разместился ниже обозначенного диапазона – с доходностью в 8,11%. Указанный бонд только два торговых дня держал планку в 100% от номинала, а потом торговался ниже и в октябре уже опустился до отметки в 93%, что

формировало доходность у отметки в 11%. Стоит добавить, что ликвидность обоих выпусков ОТП на сегодняшний день довольно низкая, что отчасти снижает индикатив по ним. Вполне неплохим ориентиром может выступить вторичное размещение бумаг Русского Стандарта серии 08. Банк, разместил бумаги на 3,4 млрд под доходность в 10% годовых и погашением в апреле 2012 года. Напомним, что Русский Стандарт (Ba3/B+/B+) по итогам третьего квартала занимает 31 место по размеру активов, а ОТП (Ba1/-/BB-) – 39. Между финансовыми организациями разница в рейтингах на ступень. Учитывая это, а также то, что после возвращения на вторичный рынок бумаги РСТ торгуются уже с доходностью в 8,5%, годовое предложение ОТП выглядит вполне привлекательно и по нижней границе.

Игорь Голубев
igolubev@nomos.ru

Кредит Европа Банк (Ba3/-/BB-)

Кредит Европа Банк (Ba3/-/BB-) планирует предварительно 31 октября открыть книгу заявок на биржевые облигации серии БО-02 объемом 5 млрд руб. Инвесторам будут предложены облигации сроком обращения 3 года и годовой офертой. Ориентир по ставке 1 купона находится в диапазоне 10,75–11,0% годовых, что соответствует доходности к годовой оферте на уровне 11,04–11,3% годовых. Закрытие книги заявок предварительно запланировано на 1 ноября, техническое размещение на бирже на 3 ноября.

Отметим, что инвесторы не избалованы рублевым предложением со стороны Эмитента. В настоящее время на рынке обращается только два выпуска Банка серий 06 и БО-01 на сумму 9 млрд руб. (4 млрд руб. и 5 млрд руб. соответственно). Напомним, что ранее в большей степени Кредит Европа Банк занимал на международном рынке – в настоящее время у Банка обращаются еврооблигации на сумму 450 млн долл. Вероятно, здесь сказались зарубежные «корни» Эмитента, материнская компания (Кредит Европа Банк Н.В. (Fitch – BB), входит в турецкую Fiba Group) которого располагается в Голландии. Активы Credit Europe на середину 2011 года составляли 9,8 млрд евро, то есть меньше, чем у Группы PPF (активы под управлением – 11 млрд евро) и ОТП (35 млрд евро).

В последнее время к аффилированности с крупными финансовыми центрами за рубежом стало несколько более пристальное внимание, хотя ранее в подавляющем большинстве случаев рассматривалось как практически бесспорный позитивный фактор. В последнее же время, с учетом убытков по греческим бумагам и общей негативной конъюнктуре ряд дочерних российских банков испытал на себе настороженное внимание рейтинговых агентств и участников рынка. Отчасти этому поспособствовали прецеденты размещения средств, привлеченных в России на счетах зарубежных аффилированных структур. В этом отношении ситуация вокруг Эмитента складывается следующая: на счетах банков–нерезидентов размещать денежных средств больше он не стал, скорее, даже наблюдается отток порядка 3 млрд руб. в 3 квартале, при этом налицо сокращения фондирования со стороны банков–нерезидентов – с 18 млрд руб. до 14 млрд руб. (порядка 5% активов) В целом, согласно МСФО, около 2/3 данных средств на середину года приходилось на материнскую структуру.

При этом Банк, согласно РСБУ, продолжает наращивать кредитный портфель (gross) – за 3 квартал 2011 года он вырос на 13% до 75 млрд руб. Таким образом, если в первом полугодии Банк развивался, в основном «подъедая» подушку ликвидности (по МСФО объем кредитования вырос на 9%), то во 2 полугодии, на фоне недостаточного притока средств клиентов (около 4 млрд руб.), для Эмитента, видимо, стал актуальным вопрос выхода на долговые рынки, особенно накануне «высокого сезона». Напомним, что в августе Банк привлек синдицированный кредит на сумму 200 млн долл., сейчас он делает предложение по облигациям.

С точки зрения кредитного качества Кредит Европа Банка, особых вопросов не возникает: Банк довольно успешно справился с просроченной задолженностью, доведя NPL к середине текущего года до 2,8% (7% на конец 2009 года). Маржинальность бизнеса Банка все также ниже, чем у других крупных игроков розничного сегмента: NIM по итогам 6 месяцев 2011 года составила 8,2% (ХКФ – 23,6%, Русский Стандарт – 17,8%). Последнее отчасти объясняется тем, что на розничное направление у Банка приходится не весь портфель, а порядка 60%, остальные 40% – кредиты корпоративного блока. Кроме того порядка 50% розничного портфеля приходится на автокредитование, которое также, на наш взгляд, негативно влияет на уровень доходности бизнеса. Снижает прибыль и факт растущих расходов в 1 полугодии 2011 года – на 28% по сравнению с аналогичным периодом

прошлого года до 2,2 млрд руб. В качестве позитивных факторов нельзя не отметить высокий уровень достаточности капитала Кредит Европа Банка – 18,9%, что заметно снижает возможные риски Банка.

Возвращаясь к выпускам Кредит Европа Банка, отметим, что в апреле текущего года Эмитент размещал заем серии БО-01 с купоном 8,1%, то есть доходность по нему к погашению через 3 года составила порядка 8,3%. Учитывая, что по новому выпуску предполагается годовая оферта и купон в диапазоне 10,75–11,0%, предложение смотрится более чем привлекательным даже с учетом текущей конъюнктуры рынка. Для сравнения, ВЭБ-лизинг, чьи бумаги в июле при дюрации 3 года торговались бы с доходностью 7,5%, закрыл вчера книгу с доходностью порядка 9%. Кривая ОФЗ сдвинулась за это время на 100 б.п. Таким образом, премия, которую предлагает Кредит Европа Банк, значительно превосходит колебания рынка. На наш взгляд, выпуск интересен уже по нижней границе диапазона.

Елена Федоткова

fedotkova_ev@nomos.ru

Контактная информация

НОМОС-БАНК (ОАО)	109240, Москва, ул. Верхняя Радищевская, д.2/1 стр.5, (495) 797-32-48	
Старший Вице-президент	Пивков Роман / ext. 4120	pivkov_rv@nomos.ru
Аналитический департамент		research@nomos.ru
	Голубев Игорь / ext. 4580	igolubev@nomos.ru
	Ефремова Ольга / ext. 3577	efremova_ov@nomos.ru
	Нуждин Игорь / ext. 3578	nuzhdin_ia@nomos.ru
	Полюттов Александр / ext. 4428	polyutov_av@nomos.ru
	Федоткова Елена / ext. 4425	fedotkova_ev@nomos.ru
	Егоров Алексей / ext. 4426	egorov_avi@nomos.ru
Департамент долговых инструментов		
Директор департамента	Голованов Валерий / ext.4424	golovanov_vn@nomos.ru
Департамент операций на финансовых рынках		
Директор департамента	Третьяков Алексей / ext. 3120	tretyakov_av@nomos.ru
Руководитель группы портфельных менеджеров	Орлянский Андрей / ext. 4673	orlyanskiy_av@nomos.ru
Начальник Управления продаж	Попов Роман / ext. 4671	popov_ry@nomos.ru
Клиентский менеджер	Марюшкин Андрей / ext. 4597	maryushkin_aa@nomos.ru
Клиентский менеджер	Матросов Кирилл / ext. 4677	matrosov_ka@nomos.ru
Департамент брокерского обслуживания и управления активами		
Заместитель директора департамента	Матюшина Анна / ext. 4121	matyushina_ai@nomos.ru
Начальник отдела поддержки клиентов	Сотникова Евгения / ext. 4132	sotnikova_ea@nomos.ru

Ограничение ответственности

Настоящий документ был подготовлен Аналитическим управлением НОМОС-БАНКа и имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация, изложенная в настоящем документе, имеет исключительно информационное значение и не может рассматриваться как предложение или побуждение к покупке или продаже ценных бумаг, а также связанные с ними финансовые инструменты. Информация не является исчерпывающей, была собрана из публичных источников, которые НОМОС-БАНК считает надежными, НОМОС-БАНК не дает гарантий относительно их точности или полноты. Любое лицо, рассматривающее возможность приобретения облигаций, должно провести свой собственный анализ финансового положения Эмитента, Поручителя и основных условий выпуска облигаций. Любой получатель настоящего документа должен определить для себя относительность информации, содержащейся в нем, и при покупке ценных бумаг он должен опираться на такое исследование, которое сочтет необходимым. НОМОС-БАНК, его руководство, представители и сотрудники не несут ответственности за любой прямой или косвенный ущерб, наступивший в результате использования информации, изложенной в настоящем документе. Дата, указанная на данном документе, не означает, что информация, содержащаяся в данном документе, является полной и/или точной на эту дату. НОМОС-БАНК не берет на себя обязательство обновлять информацию, содержащуюся в данном документе. Данный документ также не является составной частью документов, подлежащих представлению в любой государственный орган, регулирующий порядок совершения операций с ценными бумагами. Кроме того, вышеуказанные органы не рассматривали настоящий документ, не подтверждали и не определяли его адекватность и точность. Целью настоящего документа и любой прилагаемой к нему финансовой документации не является создание основы для проведения кредитной или иной оценки, и эти документы не следует рассматривать как рекомендацию по приобретению облигаций.