

04 февраля 2010

Рынок облигаций I ЗАО «Кредит Европа Банк»

Первичное размещение КрЕврБ-06

	КрЕврБ-06
Кредитный рейтинг	Moody's: Ba3 / Fitch: BB-
Объем эмиссии:	4 млрд. руб.
Гос. рег. номер:	40603311В
Дата размещения:	15.02.2011
Оферта:	1,5 года
Дата погашения:	18.02.2014
Купон (орг-ры):	8.4-8.9% (полугодовой)
УТР	8.58(1.44)-9.10(1.43)
Мин. купон (ДОФР ПКБ)	8.4%

ЗАО «Кредит Европа Банк» (КЕБ) 11 февраля закрывает книгу заявок на первичное размещение рублевого выпуска облигаций КрЕврБ-06. Напомним, что маркетинг этого выпуска проводился еще в декабре 2010 года с ориентиром по купону в районе 7,3-7,9%. На тот момент необходимый уровень спроса, по всей видимости, не был зафиксирован, однако повышение ориентиров доходности, безусловно, сделает успешным размещение облигаций в феврале 2011 года. На наш взгляд, ключевыми аргументами за покупку новых облигаций КЕБ являются следующие принципиальные моменты:

1. достаточная ликвидность банка и высокий уровень достаточности капитала
2. значительный рост маржинальности КЕБ
3. достаточная премия за размер бизнеса к выпускам с аналогичным кредитным рейтингом

Кредитное качество: умеренный рост кредитного портфеля при улучшении его качества

На наш взгляд, кредитное качество КЕБ является достаточным для покупки облигаций этого банка. За первое полугодие 2010 года в соответствии с опубликованной отчетностью МСФО КЕБ удалось значительно улучшить основные показатели деятельности. Чистый кредитный портфель банка увеличился на 3,4%. Конечно, это далеко не лучший результат в отрасли, однако, мы ожидаем, что в отчетности за полный 2010 год участники рынка увидят гораздо более убедительные темпы прироста. Опираясь на данные отчетности РСБУ, мы прогнозируем рост кредитного портфеля по итогам года в соответствии с МСФО в пределах 6,5-7%. На конец первого полугодия доля NPL снизилась с 7,0% до 3,8%. При этом покрытие проблемной задолженности резервами превышает ее объем на более чем на 30%.

Обращает на себя внимание снижение показателя совокупных активов за первое полугодие 2010 года, обусловленное главным образом снижением портфеля ценных бумаг на 56%, или на 3,9 млрд. руб. Аналогичное по значимости движение в пассивной части баланса произошло по счетам депозиты кредитных организаций (-4,3 млрд. руб.).

КЕБ показал значительный рост чистой прибыли за полугодие, что позволило сильно улучшить показатели рентабельности собственного капитала и активов. В целом, это соответствует общей динамике банковского рынка в 2010 г. Более подробно показатели КЕБ приведены в таблице ниже.

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

тыс. руб.	2007	2008IIQ	2008	2009IIQ	2009	2010IIQ
АКТИВЫ	52 090 440	65 677 162	67 428 012	60 446 480	69 407 175	66 332 936
Чистые кредиты	44 435 815	56 983 216	53 649 756	45 483 844	47 925 256	49 546 902
Ликвидные активы (денежные средства и депозиты в ЦБ)	1 506 223	1 554 728	7 445 426	1 580 276	1 516 220	2 109 177
Депозиты некредитных организаций	7 265 154	12 448 242	8 791 616	9 141 394	21 808 245	23 057 714
Собственный капитал	7 196 900	8 691 740	11 515 768	11 513 674	12 614 548	13 427 576
ЧПД (после резервов)	2 563 109	2 004 008	3 623 402	1 063 270	2 689 511	2 345 900
Операционные доходы	4 988 479	3 709 153	8 408 744	4 252 016	8 659 028	4 173 515
Операционные расходы	3 081 813	1 916 652	4 079 174	1 913 703	3 661 837	1 898 824
Чистая прибыль	500 292	538 862	1 198 569	425 579	1 527 760	1 442 892
Доля Ссудной задолженности в Активах	85.3%	86.8%	79.6%	75.2%	69.0%	74.7%
Достаточность Собственного капитала	14.2%	13.6%	19.2%	19.6%	18.6%	20.9%
Норма резервирования Ликвидные активы/Депозиты Клиентов	3.3%	3.6%	5.8%	9.1%	7.9%	5.3%
ЧПД (после резервов)/ Чистые кредиты (средние)	5.5%	4.4%	24.8%	5.0%	4.7%	7.2%
ЧПД (после резервов)/ Чистые кредиты (средние)	7.5%	7.9%	7.4%	4.3%	5.3%	9.6%
Расходы/Доходы	61.8%	51.7%	48.5%	45.0%	42.3%	45.5%
ROEA	10.1%	13.6%	11.9%	7.6%	12.7%	22.3%
ROAA	1.2%	1.8%	1.8%	1.3%	2.4%	4.3%

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. КЭБ предстоит погасить выпуск рублевых облигаций КрЕврБ-02 объемом 4 млрд. руб. На конец первого полугодия объем ликвидных активов (денежные средства и депозиты в ЦБ) составлял 2,1 млрд. руб. С учетом размещения обсуждаемого рублевого выпуска объемом 4 млрд. руб., мы уверены, что проблем с ликвидностью на момент погашения КрЕврБ-02 у КЕБ не будет. 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).

«Черный лебедь»

Сразу оговоримся, что вероятность описанного ниже сценария мы оцениваем как низкую, тем не менее, мы не можем не указать инвесторам на существование условного «черного лебедя». События, разгоревшиеся в Северной Африке, могут привести к укреплению позиций фундаментальных исламистов во всех мусульманских странах. Турция с этой точки зрения находится в комфортной позиции, как одна из наиболее светских стран с исламом в качестве преобладающей религии. Тем не менее, если радикально настроенные силы предпримут успешную попытку экспортировать беспорядки в более благополучные страны (в нашем случае – Турцию), оценка кредитного качества КЕБ должна будет претерпеть изменения. Напомним, что конечным бенефициаром КЕБ является Fiba Holding AS, контролируемый господином Hüsnü Özyeğin (по оценкам Forbes – самый богатый человек Турции). На примере алжирского сотового актива египетского миллиардера

господина Савириса мы видим, что от владения активом до роста рисков по его отчуждению в пользу нового режима не такой уж и далекий путь.

В общей структуре фондирования КЕБ 16% обеспечено Fiba Holding AS и «дочками». Если рассматривать только статью «Депозиты клиентов», то в ней доля связанных сторон составляет 30%. Другими словами, при резко радикальном развитии событий в политическом плане в Турции и одновременном ухудшении конъюнктуры финансового рынка в РФ, КЕБ может столкнуться с проблемами ликвидности. Мы еще раз отметим, что описанный кейс является скорее результатом моделирования, чем оценкой рисков с высокой вероятностью их реализации.

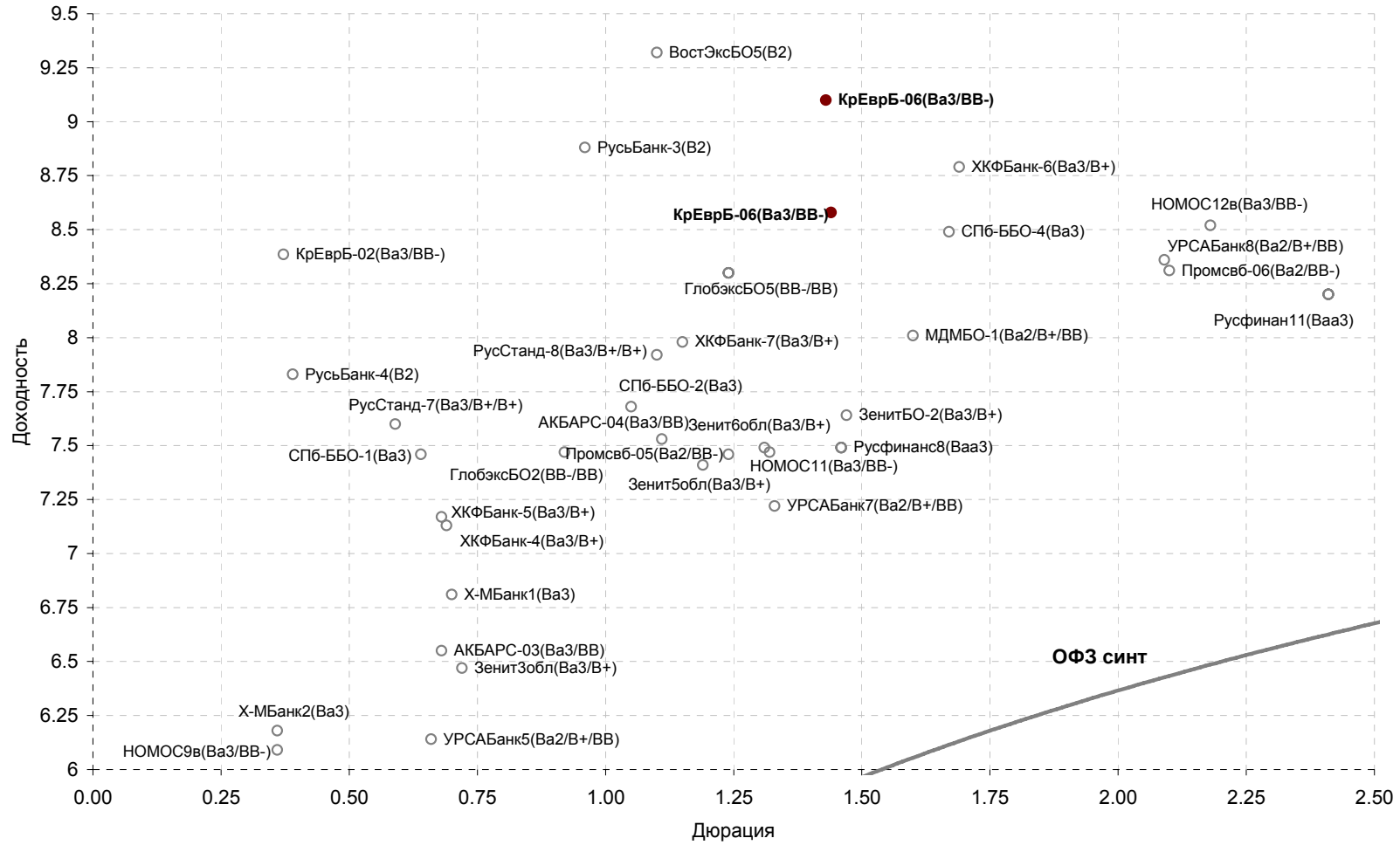
Позиционирование выпуска

Предлагаемый ориентир по ставке полугодового купона в размере 8,4-8,9% соответствует УТР 8,58-9,10% (дюрация до оферты – 1,44/1,43). Данный ориентир соответствует премии над кривой синтетической ОФЗ в размере 267-320 б.п.

На наш взгляд, участвовать в первичном размещении имеет смысл даже по нижней границе интервала. Например, выпуски НОМОС-Банка с аналогичным рейтингом Ва3/ВВ- торгуются со спредами 170-210 б.п. На наш взгляд, 60 б.п. премии – это более чем достаточная компенсация за размер бизнеса и розничную модель банка.

Алексей Бизин
ведущий аналитик

ПРИЛОЖЕНИЕ 1. Позиционирование КрЕврБ-06



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.