

Рублевые корпоративные облигации

19 мая 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ЭКОНОМИКА

- Регулярные интервенции помогут денежному рынку » стр. 2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Банк Центр-инвест - комментарий к годовой отчетности по МСФО » стр.4

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Уралмаш-Ижора-6 (1.6 млрд руб., 5 лет)

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

21 мая	Размещение ВКМ-Лизинг-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
22 мая	Размещение НС-финанс-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
26 мая	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
27 мая	Размещение Северо-Западный Телеком-5 (3 млрд руб., оферта через 2 года)
28 мая	Уплата налога на прибыль
4 июня	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.7 года) Аукцион ОФЗ-АД 46022 (11 млрд руб., дюрация 9.1 года)

Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	93.67	+ 47	5.1	9.08%
ФСК-3	100.15	+ 14	0.6	6.93%
АИЖК-10	95.45	+ 11	5.8	9.16%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-1	99.55	+ 37	1.1	9.56%
НК Альянс-1	98.75	+ 25	1.3	*10.17%
Мечел-2	100.23	+ 23	1.9	*8.44%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	96.57	- 43	2.4	8.72%
АИЖК-8	94.71	- 14	4.2	*9.23%
ГидроОГК-1	99.60	- 10	2.7	8.41%

2 эшелон

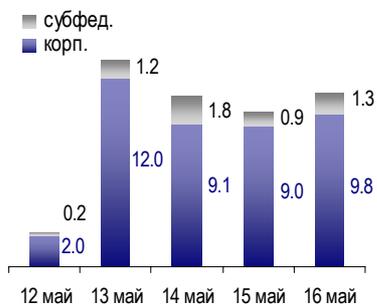
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	99.55	- 35	2.1	9.15%
УралсибЛК-1	101.01	- 33	1.0	*10.87%
ЦентрТел-4	106.50	- 30	1.2	8.43%

*к оферте

Индикаторы

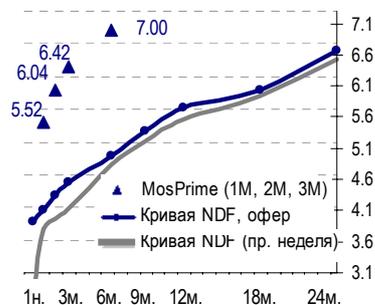
Долларов США за Евро	1.5575	+ 0.9 %
Рублей за доллар США	23.8213	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 123.57	+ 1.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.70%	+ 18 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.24%	- 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	144	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	613.0	- 19.0
Остатки на д/с, млрд руб.	165.0	+ 5.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 27.0	

Объем торгов на ММВБ

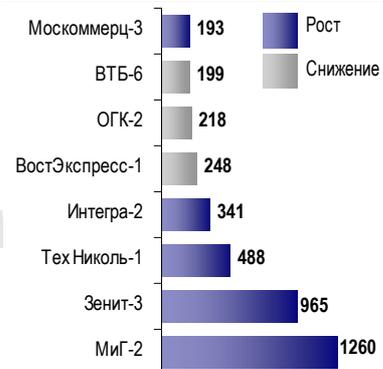


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

ЭКОНОМИКА

Регулярные интервенции помогут денежному рынку

Изменение порядка проведения валютных интервенций ЦБ позитивно повлияет на денежный рынок

Изменение порядка проведения валютных интервенций ЦБ коснется не только валютного рынка, но и денежного. По нашему мнению оно при прочих равных приведет к сглаживанию динамики краткосрочных ставок МБК и снижению их среднего уровня по отношению к ставкам ЦБ. В то же время значительно возрастает вероятность дальнейшего ужесточения процентной политики Банка России.

Покупка долларов Банком России – основной канал предоставления рублевой ликвидности. Раньше этот инструмент был пассивным: ЦБ не мог влиять на объемы интервенций. Теперь у него появляется возможность увеличивать размер интервенций в случае появления проблем с ликвидностью. Это снижает вероятность серьезных всплесков краткосрочных ставок в будущем.

Теперь при оттоке капитала Банк России может выйти на валютный рынок, не допустив дефицита ликвидности

Так, при умеренном оттоке капитала, Банк России может выйти на валютный рынок, что, помимо увеличения рублевой ликвидности, вызовет ослабление курса российской валюты и сделает менее выгодным закрытие рублевых позиций участниками. Правда, подобная свобода действий ЦБ ограничена верхней границей поддержки бивалютной корзины, устанавливающей предельное ослабление курса рубля (по нашим оценкам сейчас она находится на уровне 29.91 руб.).

На наш взгляд проведение ЦБ регулярных интервенций при прочих равных приведет к снижению среднемесячного уровня краткосрочных ставок. В прошлом покупки валюты Банком России были сконцентрированы в последней декаде месяца, когда компании продавали доллары под уплату налогов. Мы считаем, что переход к регулярным интервенциям приведет к тому, что в первые две декады месяца будет происходить принудительный вброс рублевой ликвидности в систему. Соответственно повышается вероятность, что в этот период ставки денежного рынка снизятся до уровня ставок по депозитам ЦБ.

Однако, по нашему мнению, самое интересное – как будет выглядеть ситуация на валютном и денежном рынке в конце месяца, в моменты уплаты налогов. С одной стороны, экспортеры, как и раньше, будут продавать валюту и придавливать стоимость бивалютной корзины к границе поддержки ЦБ. С другой - на данную валюту будут претендовать банки, которые ранее продали ее ЦБ, а также сам Банк России со своими регулярными интервенциями, которые по заявлениям его представителей к концу месяца будут только увеличиваться.

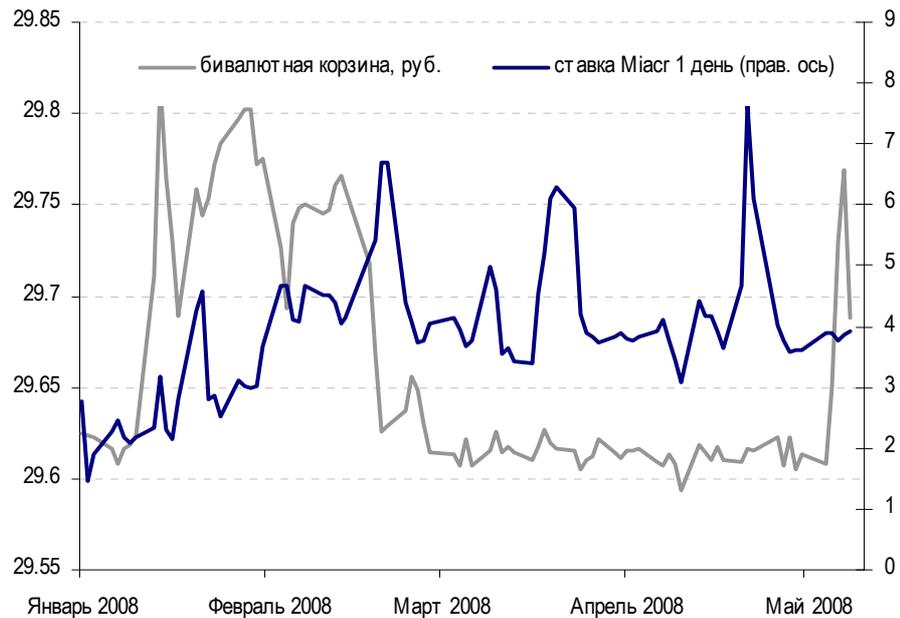
В конце месяца, особенно в мае и июне, стоимость бивалютной корзины не всегда будет опускаться до уровня поддержки ЦБ

Мы считаем, что в подобной ситуации стоимость бивалютной корзины не всегда будет опускаться до уровня поддержки ЦБ. Особенно это касается мая, в котором доллар был очевидно перепродан на ожидании укрепления рубля, и июня, традиционно характеризующегося слабым сальдо текущего баланса.

Всплески ставок в налоговые дни станут менее серьезными

Что касается денежного рынка, то новый порядок проведения интервенций, по нашему мнению, будет снижать напряженность с ликвидностью в конце месяца. Во-первых, как мы уже говорили, рубли будут заранее вбрасываться в банковскую систему. Во-вторых, в дни налоговых выплат Банк России будет еще более активно покупать валюту. В результате, снижается вероятность того, что интервенций ЦБ не хватит, чтобы удовлетворить спрос банков на рубли для уплаты налогов, и резкие неожиданные повышения краткосрочных ставок станут более редкими.

Стоимость бивалютной корзины и ставки МБК



Источник: ЦБ РФ, ММВБ

Степень решимости ЦБ в ужесточении процентной политики будет зависеть от волатильности курса рубля в ближайшие два месяца

Но, конечно, наиболее важно, как новый порядок проведения интервенций повлияет на процентную политику Банка России. Ведь, как неоднократно заявлялось ЦБ, повышение волатильности курса рубля расширяет его возможности по регулированию процентных ставок с целью борьбы с инфляцией. По нашему мнению, степень решимости Банка России в повышении процентных ставок будет зависеть от того, насколько в действительности колебания курса рубля станут непредсказуемыми в ближайшие месяцы.

Если в мае-июне стоимость бивалютной корзины будет находиться значительно выше границы поддержки, то мы считаем очень вероятным новое повышение ставок ЦБ. Помешать этому может существенный приток капитала, который сведет на нет попытку Банка России увеличить волатильность курса рубля, снизив стоимость бивалютной корзины до нижней границы поддержки ЦБ.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Банк Центр-инвест - комментарий к годовой отчетности по МСФО

БЦИ отчитался по МСФО за 2007 год – наши позитивные прогнозы оправдались, однако цена облигаций уже не обладает потенциалом роста

Банк Центр-Инвест (БЦИ) опубликовал отчетность по МСФО за 2007 г - банк показал устойчивую динамику роста в 2007 году, сохранив при этом достаточно сильные финансовые показатели. К факторам поддержки кредитного качества банка мы по-прежнему относим значительную рыночную долю банка в Ростовской области, а также сильную структуру акционеров, которая выгодно отличает БЦИ в глазах иностранных инвесторов и позволяет ему привлекать финансирование, несмотря на тяжелую ситуацию на международных финансовых рынках. Тем не менее, мы считаем, что текущая цена рублевых облигаций Центринвест-1 вполне отражает кредитные характеристики банка и не обладает существенным потенциалом роста.

Основные показатели Банка Центр-Инвест по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	Проблемные кредиты / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
2007	1608	н.д.	150	7.09	1.44	4.54	2.92	2.48	2.23
2006	905	н.д.	121	8.70	1.23	4.23	2.76	1.50	2.56

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Зависимость от «оптового» фондирования увеличилась, однако не вызывает серьезных опасений

Соотношение кредитного портфеля к депозитам БЦИ существенно увеличилось в 2007 году за счет опережающего роста рыночного фондирования. Однако мы не склонны драматизировать ситуацию, т.к. считаем, что риски рефинансирования для БЦИ существенно ниже, чем для сопоставимых по размеру частных российских банков (см. наш специальный отчет от 3 марта 2008 «Все дело в банке»). Благодаря наличию в капитале таких акционеров как EBRD и DEG, БЦИ продолжает привлекать ресурсы в форме синдицированных и двухсторонних кредитов в 2008 году, и мы не видим оснований для того, чтобы эта тенденция изменилась в худшую сторону.

В целом ликвидность банка выглядит достаточно сбалансированной, и анализ активов и пассивов банка по срокам до погашения не выявляет существенных разрывов, которые могли бы поставить платежеспособность БЦИ под угрозу.

Рост розничного кредитного портфеля приводит к росту проблемной задолженности,

БЦИ существенно нарастил объемы кредитования физических лиц и малых предприятий, что привело к некоторому сокращению доли корпоративных кредитов в 2007 году с 62% до 57% от совокупного портфеля. Банк улучшил стандарты раскрытия проблемной задолженности (отразив объем просроченных и обесцененных кредитов в полном размере, а не только в части просроченных платежей) и результаты полностью совпали с нашими оценками, данными в марте этого года. Объем просроченных (более чем на 30 дней) и обесцененных кредитов составил 2.5% от кредитного портфеля (2006: 1.5%), что, по нашему мнению, является вполне приемлемым уровнем. В то же время, мы отмечаем, что с учетом динамики проблемной задолженности, объем резервирования выглядит явно недостаточным, т.к. уже на конец 2007 года составлял лишь 90% от проблемных кредитов. Доводом в пользу низкого уровня резервирования может послужить крайне небольшой объем беззалогового кредитования – 3.5% от совокупного кредитного портфеля.

... что компенсируется высокой доходностью операций

Мы связываем рост проблемной задолженности с созреванием более рискованного портфеля потребительских кредитов и кредитов МСБ, однако также отмечаем, что это вполне компенсируется высокой доходностью активов банка. На конец 2007 года показатель RoAA достиг почти 3%-го уровня. Рост розничного бизнеса (как в активной, так и в пассивной части баланса) также привел к увеличению объема комиссионных доходов. Чистая процентная маржа находится на достаточно высоком уровне в 7.1% и позволяет банку абсорбировать потенциальные убытки в будущем без существенного ущерба для ликвидности и капитала.

Достаточность капитала приемлема и поддерживается акционерами путем регулярных инъекций

Быстрый рост активов банка создает существенную нагрузку на капитал БЦИ, однако, несмотря на некоторое сокращение достаточности капитала в 2007 году, мы не ожидаем проблем с привлечением дополнительных средств от акционеров. Соотношение капитала БЦИ к активам сократилось в 2007 году с 17.6% до 13.3%, однако уже в апреле 2008 года было объявлено о привлечении субординированного кредита от EBRD объемом 20 млн. долл. Мы считаем, что благодаря наличию таких сильных акционеров в будущем банк также сможет рассчитывать на своевременное привлечение капитала в необходимом объеме.

Ликвидность единственного рублевого выпуска БЦИ крайне невысока, однако последние сделки с бумагами Центринвест-1 (дюрация 179 дней) проходили с доходностью к оферте на уровне 9.8-10%. При доходности в 11.5% рублевый выпуск БЦИ был в списке наших рекомендаций к покупке в рамках стратегии «buy and hold», изложенных в специальном отчете «Все дело в банке» от 3 марта 2008 года. Мы считаем, что потенциал роста цены данного выпуска исчерпан, тем не менее, мы по-прежнему не сомневаемся в способности БЦИ успешно пройти оферту в ноябре 2008 года и не рекомендуем продавать бумаги Центринвест-1.

Доходность облигаций Центр-инвест-1, % годовых



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.