

# Рублевые корпоративные облигации

4 сентября 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Банк Центр-инвест - комментарий к полугодовой отчетности » стр. 2
- ЮТЭйр: результаты за 2007 год по МСФО » стр. 4

### ЭКОНОМИКА

- Новое ослабление рубля » стр. 6

### НОВОСТИ:

- Депозитные аукционы Минфина: на 35 дней и на неделю » стр. 7

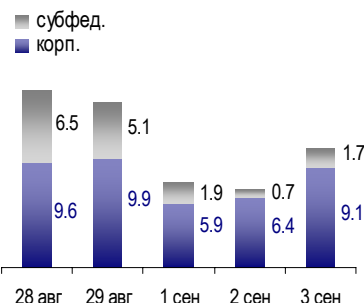
## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4488	- 0.2 %
Рублей за доллар США	24.9555	+ 0.8 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 106.63	- 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	10.00%	+ 74 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.78%	+ 4 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	726.6	+ 48.5
Остатки на д/с, млрд руб.	75.0	- 3.0
Сальдо операций с ЦБ	- 57.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

## Объем торгов на ММВБ

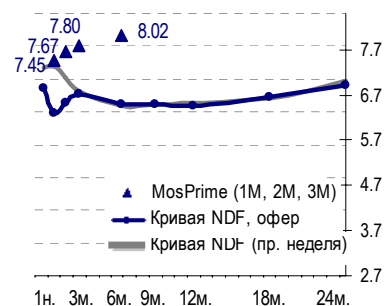


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

4 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
6 сен	Аукцион ОБР-6 (10 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
9 сен	Размещение НПО Лавочкина-1 (2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
10 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (9 млрд руб., дюрация 4.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.2 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-4	100.30	+ 38	0.1	*5.00%
ФСК-2	99.90	+ 10	1.7	8.47%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВБД-2	99.40	+ 110	2.1	9.50%
УРСИ-7	100.00	+ 35	0.5	*8.57%
ТМК-3	100.50	+ 20	1.4	*9.43%

## Лидеры падения

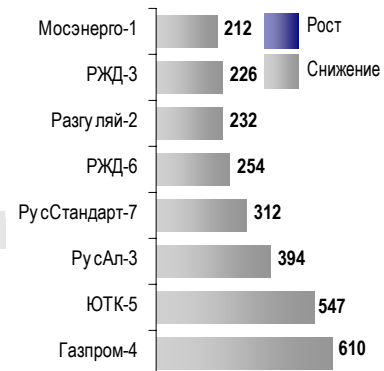
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	81.30	- 110	5.4	12.36%
АИЖК-7	82.00	- 90	4.7	12.37%
АИЖК-5	93.00	- 75	3.1	10.03%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СЗТел-3	98.85	- 113	1.9	9.55%
МТС-3	99.24	- 96	1.7	*9.36%
ТМК-2	99.26	- 64	0.5	9.19%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Банк Центр-инвест - комментарий к полугодовой отчетности

**Результаты банка не преподнесли сюрпризов, и мы позитивно оцениваем его кредитный профиль**

Банк Центр-Инвест (БЦИ) опубликовал отчетность за 1-е полугодие 2008 г. по МСФО. Результаты вполне соответствуют нашим ожиданиям, и мы по-прежнему позитивно оцениваем кредитный профиль банка. В ноябре БЦИ предстоит пройти offeru по рублевому выпуску первой серии объемом 1.5 млрд руб. В сегодняшней рыночной ситуации мы не беремся прогнозировать «справедливый» уровень новой ставки купона, однако считаем, что при текущем уровне доходности выпуск интереса не представляет.

#### 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, %
1п2008	1805	10.7	163	7.17	1.27	4.53	1.88	2.78	2.44
2007	1608	11.8	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

**Темпы роста снизились, а зависимость от «оптового» фондирования возросла**

Банк заметно замедлил темпы роста активов в 1п2008 года, что во многом обусловлено слабым приростом депозитной базы: 8% против 55% за весь 2007 год. Мы считаем, что такая динамика обусловлена, во-первых, обострившейся конкурентной борьбой за депозитные ресурсы и, во-вторых, нежеланием БЦИ «покупать» такие ресурсы по завышенным ставкам. Несмотря на сложную рыночную ситуацию, банк сфокусировался на привлечении относительно более дешевых «оптовых» ресурсов и добился их роста на 11% за 1п2008. В результате, доля рыночного фондирования выросла, что изменило соотношение кредитного портфеля и депозитов в худшую сторону – 163% против 150% на конец 2007 года.

**Проблем с ликвидностью не видим, но некоторые изменения в структуре баланса подвергают банк повышенным рискам,...**

Тем не менее, у нас пока нет оснований сомневаться в качестве управления ликвидностью в банке - анализ активов и пассивов БЦИ по срокам до погашения не выявляет существенных разрывов в краткосрочной ликвидности. Стоит, однако, отметить заметное снижение доли ликвидных активов в структуре баланса (12% против 17% на конец 2007 года), что говорит о растущей зависимости ликвидности банка от поведения его крупнейших заемщиков. Если уровень дефолтов по диверсифицированному розничному портфелю можно спрогнозировать статистическими методами, проблемы крупного заемщика (даже при наличии ликвидных залогов) сразу же наносят удар по платежеспособности банка.

**которые отчасти компенсируются хорошим качеством активов и снижающейся концентрацией кредитного портфеля**

На этом фоне важным фактором является качество кредитного портфеля БЦИ.. Существенное замедление темпов прироста кредитов в 1п2008 года позволяет просрочке приблизиться к более адекватному уровню, но пока серьезных ошибок банка, совершенных в прошлом, не заметно. Среди негативных моментов мы по-прежнему видим недостаточный объем резервирования портфеля – провизии составляют лишь 78% от проблемной задолженности (2007: 90%). Позитивным моментом является снижение концентрации кредитного портфеля – кредиты 10 крупнейшим заемщикам составили 62% от капитала БЦИ против 72% на конец 2007 года.

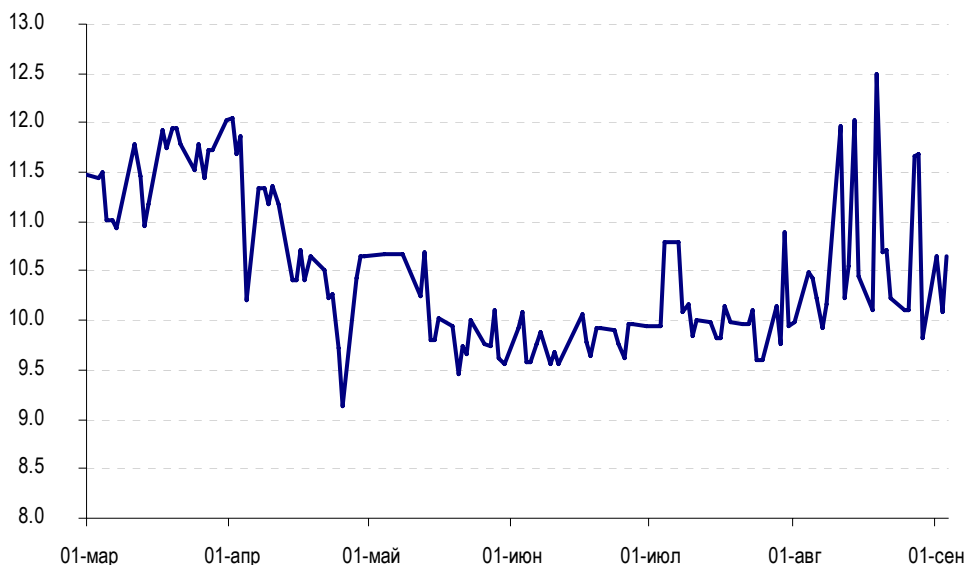
**Прибыльность банка сократилась, но расходы остаются под контролем**

Прибыльность БЦИ несколько сократилась в 1п2008 года, несмотря на рост чистой процентной маржи. Чистый убыток по валютным операциям и отстающие от общей динамики баланса темпы роста комиссионных доходов сказались на общей доходности активов БЦИ – RoAA приведенный к годовому исчислению снизился до 1.88% с 2.92% за 2007 год. Операционные расходы банка оставались под контролем и составили практически неизменные 4.5% от усредненных активов. Сокращение операционной прибыли отрицательно сказалось на показателе cost-to-income (53.4% против 50%), однако при анализе коммерческого банка (в отличие от инвестиционного) мы предпочитаем опираться на привязку к усредненным активам.

**Кредитные характеристики банка выглядят приемлемо, но комментировать ставку по ноябрьской ofercie мы пока не беремся**

Ликвидность единственного рублевого выпуска БЦИ крайне невысока, однако последние сделки с бумагами Центринвест-1 (дюрация 70 дней) проходили с доходностью к оферте на уровне 10.1%. Мы позитивно оцениваем кредитный профиль БЦИ и не сомневаемся в его способности расплатиться по всем обязательствам к погашению в текущем году. С точки зрения кредитного качества, сохранение позиции в бумагах банка после ноябрьской оферты может представлять интерес для инвесторов, однако, ввиду нестабильности на рынке, мы пока воздержимся от комментариев касательно «справедливого» уровня новой ставки купона. Также в планах банка на осень стоит размещение второго рублевого выпуска объемом 3 млрд рублей, что, при условии рыночного размещения, послужит ориентиром доходности для всего качественного второго банковского эшелона.

#### Доходность облигаций Центр-инвест-1, % годовых



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

## ЮТЭйр: результаты за 2007 год по МСФО

Вчера авиакомпания ЮТЭйр опубликовала отчетность по МСФО за 2007 год. ЮТЭйр продемонстрировала сильный рост выручки (+37%) за счет расширения маршрутной сети, при этом структура воздушного парка не претерпела существенных изменений. Операционная рентабельность сохраняется на стабильном уровне в течение последних нескольких лет, главным образом за счет результатов вертолетного сегмента. В настоящее время компания реализует масштабную программу по модернизации устаревшего флота, в результате чего долговая нагрузка вырастет до достаточно высокого уровня.

**Высокие темпы роста доходов показали как пассажирские перевозки, так и вертолетные услуги**

Хорошую динамику выручки продемонстрировали оба ключевых сегмента ЮТЭйра: пассажирские перевозки (+41%) и вертолетные услуги (+29%). Компании удалось увеличить объем пассажирских перевозок на 21%, несмотря на тот факт, что парк самолетов расширился за год лишь на 6 самолетов (всего 137 судов). При этом ключевой показатель эффективности маршрутной сети – занятость пассажирских кресел (71%), остался на уровне предыдущего года.

**Сильная динамика сохраняется в 2008 году**

В текущем году ЮТЭйр также демонстрирует сильные результаты: число перевезенных пассажиров за первые 7 месяцев выросло на 18.3%, производственный налет на вертолетах – на 19.6%. Это соответствует планам компании увеличить по итогам 2008 года перевозки до 3.5 млн человек (+22%), объем вертолетных работ – на 19%.

### Финансовые результаты группы ЮТЭйр (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДАР	Рентабельность по ЕБИТДАР	Долг + Будущие лизинговые платежи	(Долг + Будущие лизинговые платежи) / ЕБИТДАР, раз
2006	16 974	2 264	13.3%	6 518	2.9
2007	23 250	3 230	13.9%	11 736	3.6

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**ЮТЭйр заметно уступает сильнейшим авиакомпаниям по операционной эффективности**

Для оценки операционной эффективности транспортных компаний мы используем прибыль ЕБИТДАР, которая не включает в себя расходы по операционному лизингу самолетов и тем самым не зависит от структуры финансирования основного капитала. При расчете величины ЕБИТДАР были исключены неденежные составляющие P&L, связанные с переоценкой активов и обязательств компании, а также в состав расходов включены капитализированные затраты на ремонт. В результате рентабельность ЕБИТДАР ЮТЭйра составила 13.9% в 2007 году, что значительно ниже аналогичного показателя Аэрофлота – 22.9%. Однако мы отмечаем некоторые улучшения в структуре источников прибыли ЮТЭйра в 2007 году. Ранее основную часть прибыли компании обеспечивали вертолетные услуги за пределами страны, зато в 2007 году пассажирские перевозки показали положительную ЕБИТДА, и выросла рентабельность вертолетных работ в Сибири.

**Рост долговой нагрузки в 2007 году связан с пополнением авиапарка**

Поскольку за основу прибыли от текущей деятельности авиакомпаний берется показатель ЕБИТДАР, то при оценке долговой нагрузки финансовый долг должен быть увеличен на сумму предстоящих платежей по операционному лизингу. Итак, показатель (Долг + Будущие лизинговые платежи)/ЕБИТДАР увеличился с 2.9х до 3.8х в 2007 году, что в первую очередь связано с пополнением воздушного парка. В течение года была приобретена авиатехника на 3.2 млрд руб., объем будущих расходов по операционному лизингу увеличился на 1.7 млрд руб. Дополнительные 970 млн руб. потребовались компании для внесения предоплаты по договорам операционного лизинга.

В настоящее время ЮТЭйр реализует масштабную программу по модернизации флота:

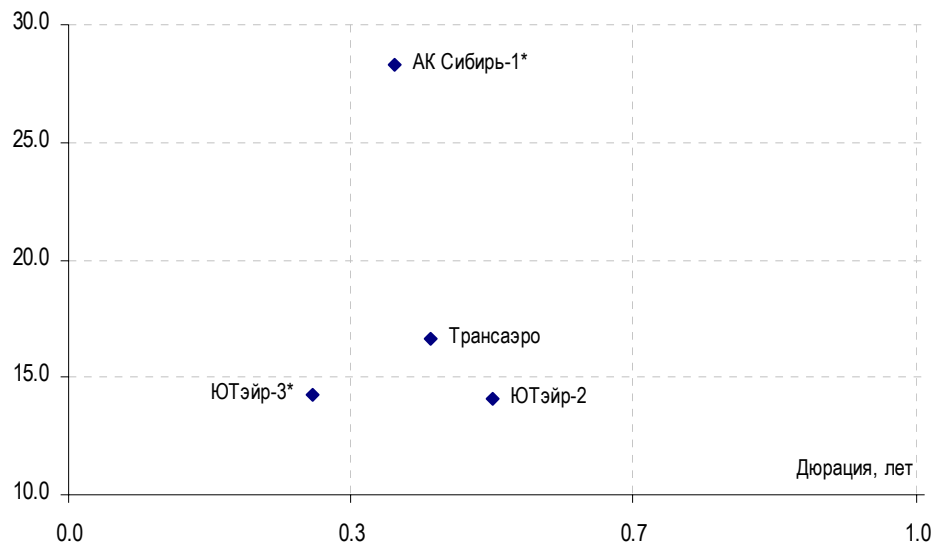
- В 2008 году были приобретены 10 региональных турбовинтовых самолетов АТR для замены устаревших Ан и Як. Покупка общей стоимостью \$56 млн была профинансирована за счет банковских кредитов.
- В 2008 году планируется ввести в эксплуатацию 10 среднемагистральных Boeing 737 и довести их число до 21 к лету 2009 г., сумма контракта – около \$300 млн.

- Для замены парка Ту-134 ЮТЭйр планирует до 2014 года приобрести более 30 новых региональных самолетов (около \$750 млн).
- Заключен контракт на поставку 40 вертолетов Ми-171 до 2010 года на сумму около 7.6 млрд руб.

**Долговая нагрузка продолжит расти в связи с масштабной инвестиционной программой**

Даже при условии сохранения высоких темпов роста выручки и стабильной рентабельности, доходов от операционной деятельности не будет достаточно для финансирования столь значительной инвестиционной программы, поэтому долговая ЮТЭйра нагрузка будет расти. Показатель (Долг + Будущие лизинговые платежи)/EBITDAR, по нашим оценкам, превысит уровень 4.5-5x по итогам 2008 года.

#### Доходность облигаций на 3 сентября



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

## ЭКОНОМИКА

### Новое ослабление рубля

Вчера стоимость бивалютной корзины повысилась примерно на 40 копеек, до 30.20 руб. Сегодня корзина торгуется уже на уровне 30.40 руб. – мы считаем, что здесь должна находиться верхняя граница поддержки ЦБ, если, конечно, в августе он еще раз не расширил валютный коридор. Непосредственным поводом к вчерашнему падению курса рубля скорее всего стало укрепление доллара на мировой арене. По крайней мере, рост корзины происходил параллельно с падением евродоллара с 1.446 до 1.438, в то время как рынок акций упал несколько позднее. Однако, по нашему мнению, это был лишь сигнал для участников рынка к закрытию рублевых позиций. Возможно, массовые покупки долларов связаны с необходимостью выплат по корпоративному внешнему долгу - в частности, в сентябре должен быть погашен остаток по бридж-кредиту Роснефти объемом \$2.3 млрд.

На наш взгляд, фундаментальная причина резкого ослабления рубля связана с ухудшением инвестиционного климата в России на фоне событий вокруг Южной Осетии, а также падением цен на нефть - в сочетании эти факторы сделали очень туманными перспективы дальнейшего укрепления российской валюты. По нашим оценкам, если цены на нефть не будут расти, в 2009 году сальдо текущего счета будет очень слабым, а с учетом потребностей в валюте государственных нефтяных фондов, и вовсе отрицательным. Таким образом, курс рубля целиком будет зависеть от направления капитальных потоков, которые очень чувствительны к политическим рискам.

Мы считаем, что валютный рынок несколько успокоится, после того как корзина достигла верхней границы поддержки ЦБ. Получив гарантии того, что рубль дальше ослабляться не будет, участники рынка начнут снова, но без особого ажиотажа, открывать длинные позиции по рублям. Массовые покупки долларов у Банка России могут начаться только в случае появления негатива, сравнимого с началом боевых действий в Южной Осетии или коллапсом Bear Sterns.

С точки зрения денежного рынка это означает, что пока маловероятно возникновение острого дефицита ликвидности в сентябре. Однако очевидно, что в сегодняшних условиях Банк России не может проводить регулярные покупки валюты, и банковская система на неопределенное время потеряла этот источник ликвидности. И, если значительных изменений в лучшую сторону не произойдет, то в конце сентября ситуация с ликвидностью будет очень сложной: общий объем предоставляемых Минфином и ЦБ денежных средств с большой вероятностью достигнет максимального уровня в этом году.

#### Динамика бивалютной корзины, евродоллара и индекса ММВБ 03.09.2008



Источник: ММВБ, Reuters, оценки Райффайзенбанка

---

## НОВОСТИ

---

### Депозитные аукционы Минфина: на 35 дней и на неделю

Минфин решил проводить еженедельно два депозитных аукциона по размещению бюджетных средств: в понедельник - сроком на неделю и минимальной ставкой 7.75%, и во вторник - сроком на 35 дней и ставкой 8%. Таким образом, теперь банки смогут получать у бюджета относительно короткие деньги: данный инструмент может быть в особенности востребован в период уплаты основных налогов, который приходится на конец месяца и длится от 4 до 9 дней.

Характерно, что на аукционы следующей недели Минфин предлагает значительно больший объем коротких денег (120 млрд. руб.), чем длинных (60 млрд. руб.). Возможно, таким способом денежные власти пытаются ограничить использование бюджетных средств только целями управления краткосрочной ликвидностью. Прежний опыт размещения бюджетных средств показывает, что ряд банков брал у Минфина месячные депозиты даже при общей благоприятной ситуации с ликвидностью. Это могло не понравиться денежным властям, так как изначальной задачей депозитных аукционов была поддержка системы рефинансирования Банка России, а не фондирование банков бюджетными деньгами.

## 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
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	+ (7 495) 721 9974

### Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

#### **Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций**

Никита Патрахин	npatrahin@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.