

Рублевые корпоративные облигации

24 октября 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- УРСА Банк: банк рискует, кредиторы выигрывают » стр. 2

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Вялая борьба с оттоком капитала » стр. 4

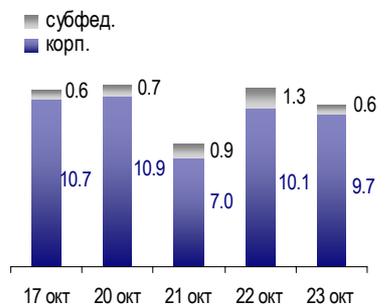
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2973	+ 0.9 %
Рублей за доллар США	26.9784	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.66	+ 4.1 %
Москва-39, дох. % год.	9.79%	-77 б.п.
Россия-30, дох. % год.	12.02%	+ 4 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	524.4	- 68.3
Остатки на д/с, млрд руб.	225.2	+ 111.8
Сальдо операций с ЦБ	- 251.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

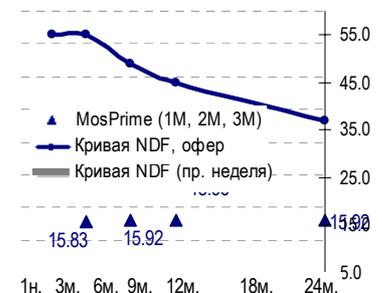


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 27 окт Уплата НДС
- 28 окт Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-999.82	+ 1 982	4.4	7.40%
Газпромбанк-191.99	+ 1 299	2.1	11.51%
АИЖК-968.90	+ 1 180	4.4	16.58%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-291.50	+ 1 850	1.5	*14.87%
Русфинанс-394.75	+ 1 638	0.5	18.70%
Кокс-198.33	+ 1 533	0.7	11.68%

Лидеры падения

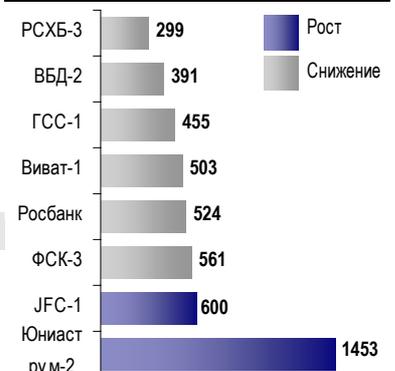
1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-472.00	- 2 300	2.6	21.41%
ОГК-275.00	- 1 299	1.6	28.77%
АИЖК-867.00	- 719	3.7	*19.67%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТГК-154.63	- 3 429	1.3	*69.24%
Транскредит-381.00	- 1 400	0.0	0.00%
АвтоВАЗ БО-486.22	- 1 377	0.6	*38.84%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

УРСА Банк: банк рискует, кредиторы выигрывают

Мы считаем, что по текущим ценам облигации УРСА Банка могут стать привлекательными инвестициями

Мы ознакомились с полугодовой отчетностью УРСА Банка по МСФО и, получив ответы на ряд наших вопросов от менеджмента банка, попытались оценить влияние последних рыночных событий на его кредитный профиль, а также его перспективы с точки зрения держателей облигаций. В целом, мы пришли к парадоксальному на первый взгляд выводу - чем более агрессивной будет дальнейшая стратегия банка в условиях кризиса на финансовых рынках, тем привлекательнее становятся инвестиции в рублевые облигации УРСА банка по текущим ценам.

Основные показатели УРСА Банка по МСФО

Год	Совокупные активы, млрд руб	Достаточность капитала (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	Просрочка / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
1H2008	191	16.40	192.4	6.51	1.78	4.15	2.60	5.26	4.37
1Q2008	177	15.53	214.6	11.25	1.07	4.31	3.75	4.09	4.15
2007	166	15.56	229.4	7.33	1.58	4.81	2.72	6.55	4.50

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Анализ данных отчетности за 1п2008 не представляет особой ценности

Учитывая ситуацию на российском рынке в последнее время, мы не видим большого смысла в анализе данных отчетности УРСА Банка трехмесячной давности и отметим лишь некоторые важные тенденции. В 1п2008 года банк аккумулировал ликвидность (порядка 45 млрд рублей на 30.06.08), что привело к снижению доли кредитного портфеля в активах, а также к ухудшению его качества на фоне растущего объема проблемной задолженности по ранее выданным кредитам. Избыточную ликвидность банк активно задействовал в сделках обратного РЕПО (20 млрд рублей), а также в инвестициях в ценные бумаги (12 млрд рублей), что, вполне очевидно, обернулось проблемами для банка уже осенью.

Низкие резервы могут стать бомбой замедленного действия в условиях замедления экономического роста

Вне зависимости от разбивки кредитных портфелей российских банков по экономическим секторам, мы уверены в том, что текущий уровень провизий, создаваемых под эти кредиты по меньшей мере не является консервативным. В отсутствие статистики по объемам дефолтов в период разворота экономического цикла, банки продолжают использовать допущения, основанные на наблюдениях во время экономического бума. По нашему мнению, такая практика является бомбой замедленного действия и неизбежно приведет к сокращению банковских доходов и капиталов в будущем. Судя по всему, такой же практики придерживается и УРСА банк, у которого соотношение провизий, как к проблемной задолженности, так и к ссудному портфелю продолжает сокращаться (см. таблицу).

Собственная позиция в ценных бумагах скажется на прибыли банка в 2008 году, однако проблем с РЕПО удалось избежать

Судя по информации, представленной менеджментом УРСА Банка, мы полагаем, что убытки от переоценки ценных бумаг могли размыться до 50% чистой прибыли, заработанной им в 1п 2008 года. Наши очень грубые подсчеты основывались на 10%-ном падении стоимости пакета облигаций и 30% сокращении цены акций, в которые инвестировал банк (по состоянию на 30.09.2008). Здесь стоит отметить, что, по словам представителей менеджмента, УРСА Банк достаточно успешно «расшил» сделки прямого и обратного РЕПО и, несмотря на то, что значительная часть обеспечения по обратному РЕПО была представлена акциями, банку не пришлось фиксировать убытки от продажи заложенных пакетов ценных бумаг.

Запас ликвидности был более чем достаточным до последнего времени..

Вне зависимости от убытков, которые банк мог понести по портфелю ценных бумаг, запас ликвидности до последнего времени оставался более чем достаточным для того, чтобы без существенных потерь пережить сентябрьский кризис на финансовых рынках. Анализ разрывов ликвидности на конец 1п2008 года также подтверждает солидный запас прочности УРСА банка. На этом фоне нам показалось весьма странным решение банка (освещенное в прессе) о сокращении ликвидной подушки на 30 млрд рублей и направлении этой части на кредитование корпоративных клиентов и ипотеки в равных долях.

... но банк, по-видимому, полагается на поддержку ЦБ

Одним из логичных объяснений этих действий нам видится следующее: получив некоторую степень уверенности в том, что ЦБ предоставляет и продолжит предоставлять в будущем ликвидность в достаточных объемах, банк мог принять решение об увеличении финансирования, например, строительного сегмента, поддержав его продажи «с другой стороны» предоставлением ипотечных кредитов населению.

Мы не сомневаемся в том, что УРСА Банк получит поддержку от государства в случае, если такая поддержка потребуется...

Мы не беремся утверждать, что наши догадки в отношении решений, принятых банком, имеют достаточно оснований, однако в случае с УРСА банком даже самые рискованные решения его менеджмента могут оказаться благоприятными для держателей его облигаций. В последнее время вполне очевидным становится тот факт, что социально значимые банки должны все больше и больше приобретать «квазисуверенный» статус в глазах инвесторов. С оглядкой на действия государства в отношении значительно меньших по размеру банков Северная Казна и УБРИР (не говоря уже о банке Глобэкс, чей бизнес можно назвать банковским лишь глядя на пассивную часть баланса), мы практически не сомневаемся в том, что второй размер частным вкладов банк в Сибирско-Уральском регионе может рассчитывать на поддержку государства в неограниченном объеме.

...однако и автономный кредитный профиль банка достаточно устойчив

Несмотря на наши соображения, изложенные параграфом выше, мы все же хотим особо отметить, что по-прежнему расцениваем автономный кредитный профиль УРСА банка, как один из наиболее устойчивых в текущей рыночной ситуации. Мы считаем, что те сложности, которые банк, может испытать в областях управления качеством активов и издержками пока целиком компенсируются высокой чистой процентной маржой, устойчивыми комиссионными доходами и достаточным запасом капитала. Мы также полагаем, что наличие солидных финансовых организаций в капитале банка и их участие в основных органах управления, служат определенным гарантом взвешенности и консервативности принимаемых стратегических решений.

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Вялая борьба с оттоком капитала

Вчера ЦБ еще раз увеличил ставки по депозитам на 0.5 п.п. до 5.25% по недельным и 4.75% по депозитам *tom-next* и *call*. Официальная цель повышения – дестимулирование оттока капитала. В этот же день, на беззалоговом кредитном аукционе при заявленном объеме 400 млрд. руб. и минимальной ставке 8.5% Банк России довольно жестко отсекал заявки по ставке 9.5%, предоставив банкам только 33 млрд. руб.

По нашему мнению, повышение ставок по депозитам в условиях дефицита ликвидности и востребованности инструментов рефинансирования Банка России не сможет каким-либо образом повлиять на потоки капитала. Однако мера безусловно полезна с точки зрения снижения волатильности процентных ставок на денежном рынке. До августа 2008 года ЦБ не проводил сужение процентного коридора, так как опасался спекулятивного притока капитала. Сейчас бояться нечего, и разница между минимальной ставкой по РЕПО ЦБ и ставкой по недельным депозитам уменьшилась в октябре с 2.75% до 1.75%. В большинстве развитых стран она составляет 0.5%-1.0%.

Вчерашний беззалоговый кредитный аукцион показал, что ЦБ не всегда готов предоставлять на нем средства в полном объеме. Мы считаем, что при принятии решения Банк России руководствовался как общим состоянием краткосрочной ликвидности в банковской системе, так и подспудным желанием ограничить покупки валюты банками. В среду и четверг ситуация с ликвидностью была достаточно комфортной, на что, в частности, указывает снижение объема сделок РЕПО с ЦБ до 160-180 млрд. руб. с 230-260 млрд. руб. Однако, в пятницу в результате вчерашних покупок валюты у ЦБ (по нашим оценкам \$2.5-3 млрд.), состояние банковской ликвидности вновь ухудшилось. Но на кредитном аукционе Банк России решил не давать денег с запасом, компенсируя будущий дефицит ликвидности, возникающий из-за покупок валюты.

Мы считаем, что в связи с недовольством по поводу оттока капитала Банк России и Минфин могут время от времени наказывать банки, не удовлетворяя в полном объеме их спрос на беззалоговых кредитных аукционах и при размещении бюджетных средств на депозиты. В результате в определенные дни ставки денежного рынка будут резко повышаться. Однако пока нет никаких сигналов, что подобные действия ЦБ будут носить постоянный характер: денежные власти сейчас больше заботятся о стабильности финансовой системы, чем об оттоке капитала.

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
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	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 Михалевиц	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.