

Рублевые корпоративные облигации

1 декабря 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Отчетность по МСФО за 9 месяцев 2008 г.
Х5 » стр. 2
Промсвязьбанк » стр. 3

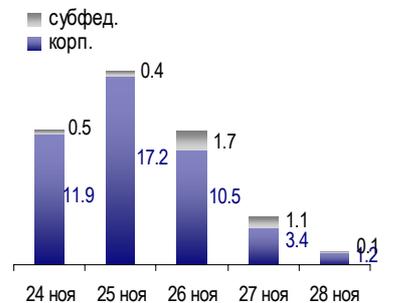
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2695	- 1.5 %
Рублей за доллар США	27.6150	+ 1.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 51.73	+ 2.2 %
Москва-39, дох. % год.	9.28%	-26 б.п.
Россия-30, дох. % год.		

Остатки на к/с, млрд руб.	642.4	+68.9
Остатки на д/с, млрд руб.	296.8	- 52.0
Сальдо операций с ЦБ	- 218.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Объем торгов на ММВБ

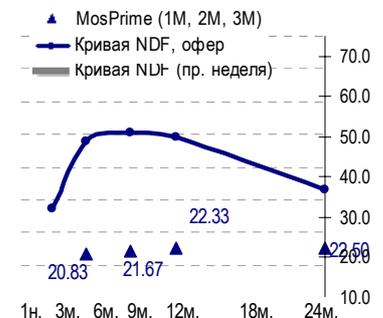


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 дек	Оферта Спецстрой-2 (объем 2 млрд руб.) Оферта Газпромбанк-5 (объем 20 млрд руб.)
4 дек	Оферта ВолгаТелеком-2 (объем 3 млрд руб.) Оферта Рубеж-плюс Регион-1 (объем 1 млрд руб.) Оферта Банк Спурт-2 (объем 1 млрд руб.)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-6	79.98	- 1 999	3.7	14.02%
АИЖК-9	56.00	- 499	4.2	22.42%
ОГК-5	91.00	- 100	0.8	*20.53%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МИА-3	100.00	0	0.2	*8.19%
СЗТел-5	91.99	- 800	0.0	0.00%
ХКФБ-3	103.00	0	0.3	*3.08%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-5	76.01	- 299	2.9	17.97%
ЛУКОЙЛ-3	99.00	+ 1 600	2.7	7.61%
АИЖК-8	74.73	+ 1 224	3.6	*16.40%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВБД-2	75.00	+ 1 000	1.8	27.00%
СевстАвто-1	90.00	+ 501	1.1	18.80%
Синтерра-1	86.00	- 250	0.7	*38.66%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Х5: отчетность за 9 месяцев 2008

Группа Х5 сегодня опубликовала финансовые результаты по МСФО за 9 месяцев 2008 г. Кредитные характеристики компании не изменились существенно по сравнению с итогами 1-го полугодия: соотношение Долг/ЕБИТДА остается на уровне 3х, показатели рентабельности несколько снизились вследствие сезонных факторов. Основные события развернулись после отчетной даты, при этом наибольший интерес представляют источники рефинансирования краткосрочного долга группы, который на конец сентября составлял \$706 млн – около 30% от совокупного долга. Мы полагаем, что компания найдет возможности для рефинансирования, резко сократив инвестпрограмму на следующий год.

Финансовые результаты группы Х5 по МСФО, \$ млн

Год	Выручка	Валовая рентабельность	ЕБИТДА	Рентабельность ЕБИТДА	Валовый долг	Долг/ЕБИТДА	ЕБИТДА / Проценты
9М2008	6 516.1	25.7%	578.0	8.9%	2 269.7	3.0x	4.9x
6М2007	4 325.8	26.0%	387.5	9.0%	2 321.3	3.2x	5.3x
2007	6 151.5	26.2%	547.6	8.9%	1 722.0	3.1x	4.0x

Источник: про-форма отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

С точки зрения кредитного профиля Х5, принципиальными являются следующие моменты:

- Инвестиции Х5 за 2008 год составят около \$1 млрд (без учета расходов на приобретение сети Карусель). По нашим оценкам, группа уже профинансировала около 80% от этой суммы и выполнит инвестпрограмму текущего года полностью. В 2009 году группа сократит капвложения как минимум вдвое – в сегодняшнем пресс-релизе говорится о переходе к более консервативной финансовой политике - и это вполне логично в ситуации, когда кредиты предоставляются только на цели рефинансирования.
- Группа также понизила ориентиры по росту выручки и сопоставимых продаж на 2009 год. По итогам текущего года Х5 планирует показать 40%-й рост выручки и увеличение продаж LFL на 20%, и операционные данные за 9 месяцев подтверждают реалистичность прогнозов компании. В следующем году рост сопоставимых продаж ожидается на уровне 15-17%, рост выручки – не более 25% без учета эффекта от изменения валютного курса.
- Кризисная ситуация стимулирует консолидацию в отрасли, и группа Х5 потенциально является одним из центров такой консолидации. Однако мы считаем маловероятными поглощения крупных конкурирующих сетей (таких как, например, Седьмой Континент), т.к. в настоящее время ни акционеры Х5, ни сама компания не располагают достаточным объемом свободных денежных средств. Подобные сделки осуществимы при финансовой поддержке государства, но инвестпроекты и М&А в ритейле, на наш взгляд, не являются приоритетом для адресной господдержки.
- На прошлой неделе Ведомости сообщили, что ВЭБ отказался удовлетворить заявки на рефинансирование Х5 и Альфа-Групп, а также г-на Занадворова, ключевого акционера Седьмого Континента. Судя по всему, при отборе заявок приоритет отдается тем отраслям и компаниям, проблемы рефинансирования которых могут повлечь прекращение операций. Мы полагаем, что для крупнейших ритейлеров эти риски в худшем случае могут привести к изменениям в составе акционеров. Более того, розничные сети, распоряжаясь значительным потоком ликвидности и работая на условиях значительных скидок и отсрочек платежей, находятся в преимущественном положении по отношению к производителям.
- Мы полагаем, что Х5 может вновь обратиться за рефинансированием в ВЭБ в следующем году, по мере приближения дат погашения обязательств. Объем краткосрочного долга группы (\$706 млн на конец сентября 2008 г.) не критичен в сравнении с ее операционным денежным потоком. На наш взгляд, компания, возможно, будет вынуждена приостановить инвестиции, но реальные проблемы с выплатами по долгу Х5 маловероятны.

Промсвязьбанк: комментарий к отчетности за 9М2008

На прошлой неделе Промсвязьбанк опубликовал отчетность по МСФО за 9 месяцев 2008 г. По нашему мнению, банк показал неплохие результаты, однако актуальность цифр за январь-сентябрь заметно снизилась на фоне последних событий на финансовых рынках, и для банков - в особенности. С кредитной точки зрения главным негативным фактором для Промсвязьбанка мы считаем ухудшение качества активов, а к позитивным мы безусловно относим поддержку со стороны акционеров, системную значимость и широкую депозитную базу банка, что практически гарантирует поддержку со стороны государства в случае необходимости.

Основные показатели Промсвязьбанка по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала первого уровня (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	NPL / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
3к2008	16604	8.86	140	3.76	1.24	3.32	1.19	1.84	3.68
1п2008	15501	9.42	131	4.64	1.07	3.28	1.52	1.60	2.91
2007	11947	9.41	127	4.97	1.00	3.38	1.56	0.79	2.41
2006	6856	11.1	123	4.98	1.05	3.74	1.78	0.22	2.09

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Наиболее интересными изменениями в отчетности за 3кв2008 года, на наш взгляд, являются:

- Банк реклассифицировал часть торгового портфеля ценных бумаг в инвестиционный, что позволило банку избежать убытка от торговых операций в размере 207 млн рублей (6% от чистой прибыли за 9 месяцев 2008 года). Стоит отметить, что отрицательная разница между справедливой и балансовой стоимостью реклассифицированного портфеля составила 2.1 млрд руб. Это означает, что в случае, если рыночные котировки не восстановятся до уровня 1п2008 года, реклассификация негативно скажется на капитале банка при переоценке активов (по инвестиционному портфелю она проводится один раз в год).
- В 3-м квартале доля депозитов государственных организаций возросла до 15% от совокупного объема депозитов с 3.8% на конец июня. В это же время вполне ожидаемым оказалось 67%-е сокращение депозитов строительных и медийных компаний.

По данным российской отчетности, Промсвязьбанк испытал значительный отток клиентских средств в октябре 2008 года, однако его ликвидность осталась на приемлемом уровне - во многом, благодаря финансированию, предоставленному Банком России. Средства физических лиц сократились за сентябрь-октябрь на 10%, корпоративных клиентов - на 3.5%, совокупный отток клиентских средств (с учетом погашения векселей) составил 17 млрд рублей. Однако средства ЦБ (14 млрд руб.) компенсировали банку отток ресурсов.

Мы отмечаем ухудшение качества кредитного портфеля Промсвязьбанка: доля проблемных кредитов (90+) возросла до 1.84% кредитного портфеля на конец 3кв2008 года (т.е. возросла на треть), а согласно отчетности по РСБУ, просрочка в абсолютном выражении практически удвоилась в течение октября 2008 года. На фоне ухудшающейся экономической ситуации вполне возможен дальнейший рост проблемных кредитов, поэтому менеджмент банка заявил о серьезном ужесточении требований к заемщикам, а также отказе от ряда розничных продуктов (к примеру, автокредитования).

В качестве позитивного фактора следует отметить поддержку со стороны акционеров: банк рассчитывает на увеличение капитала 1-го уровня уже в 4кв2008, что даст ему возможность обратиться в ВЭБ за аналогичной суммой и значительно усилить капитальную базу.

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 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.