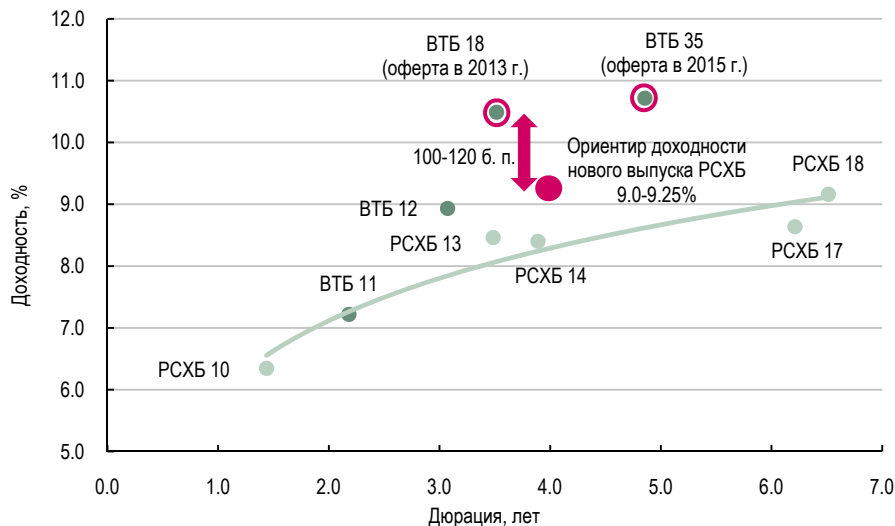


Новые еврооблигации РСХБ выглядят привлекательно, но выпуски ВТБ интереснее

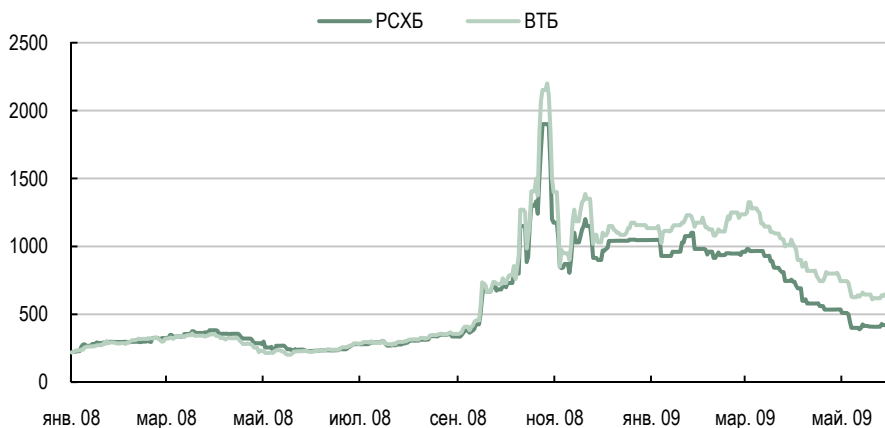
- **Ориентиры нового выпуска.** По информации *Bond Radar*, РСХБ первым среди российских квазисуверенных заемщиков банковского сектора выйдет на первичный рынок еврооблигаций в этом году. В настоящее время банк проводит маркетинг нового пятилетнего выпуска еврооблигаций в США и Лондоне. Предварительный ориентир по доходности установлен на уровне 9.0-9.25%, что соответствует премии не менее 60 б. п. к показателям обращающихся выпусков РСХБ 13 и РСХБ 14. Точная дата размещения пока не определена и будет зависеть от рыночной конъюнктуры.
- **Сделка будет успешной.** Оптимизм инвесторов на развивающихся рынках на фоне глобального ралли позволяет ожидать, что размещение пройдет гладко, и мы полагаем, что о сделке будет объявлено в течение недели. Ориентир по доходности представляется вполне реалистичным, если исходить из текущей доходности находящихся в обращении еврооблигаций РСХБ. Доходность РСХБ 13 и РСХБ 14 в настоящее время равна 8.40-8.50%, следовательно, премия относительно нового выпуска составляет 60-85 б. п. Принимая во внимание позитивные рыночные настроения и ограниченный объем предложения новых валютных обязательств российских заемщиков первого эшелона с начала года, мы ожидаем, что новый выпуск еврооблигаций РСХБ будет пользоваться довольно высоким спросом. В качестве примера, выпуск Газпром 19 показал очень хорошую динамику на вторичных торгах (текущие котировки 102.25-102.625), несмотря на то, что на аукционе премия относительно существующих еврооблигаций эмитента была практически нулевой. В нынешней рыночной ситуации первичные размещения – это единственная возможность приобрести качественные долговые инструменты в большом объеме.
- **Фондирование и ликвидность.** Аудированная финансовая отчетность РСХБ по МСФО за 2008 г. отражает некоторые негативные тенденции, в частности, ухудшение качества активов и недостаточный, на наш взгляд, объем созданных резервов. С другой стороны, высокая степень государственной поддержки остается важнейшим фактором, формирующим кредитный профиль банка. На конец прошлого года РСХБ располагал 180 млрд руб. денежных средств и средств на счетах и депозитах в банках, что в сумме составляет около 25% активов и обеспечивает достаточно высокий уровень ликвидности. Основными ее источниками стали фондирование в размере 105 млрд руб. от Банка России и субординированный кредит на 25 млрд руб. от Внешэкономбанка, полученные в октябре. По исходным условиям фондирование Банка России является краткосрочным, но мы считаем маловероятным, что 100%-но государственный банк может лишиться этого источника ликвидности. По отчетности по РСБУ РСХБ не зафиксировал значительного оттока депозитов в прошлом году, и избыток ликвидности сохранился и в первом квартале 2009 г. В целом, ликвидность РСХБ не вызывает у нас беспокойства.
- **Качество активов и резервы.** Уровень проблемных кредитов (сюда мы включаем все просроченные и реструктурированные кредиты, а также кредиты заемщикам со слабым финансовым положением) увеличился с 2.8% кредитного портфеля на конец 2007 г. до 5.9% на конец 2008 г. Несмотря на то, что показатель не достигает 6%, мы отмечаем, что динамика кредитного портфеля (рост на 51% за весь 2008 г. и на 23% во втором полугодии) заметно занижает степень обесценения кредитов. С учетом этого мы считаем, что показатель покрытия кредитов резервами на уровне 3.5% портфеля и 62% неработающих кредитов является недостаточным. Несмотря на низкий уровень резервов на кредитные потери, на конец 2008 г. объем капитала РСХБ, по нашему мнению, был достаточным, а в феврале 2009 г. он был дополнительно увеличен за счет вливания 45 млрд руб. акционерного капитала. С нашей точки зрения, основными факторами для кредитного профиля банка в текущем году будут дальнейший рост активов (в первом квартале кредитный портфель увеличился на 8%), с одной стороны, а с другой – масштабная государственная поддержка в вопросах фондирования и достаточности капитала.
- **ВТБ – идеальная альтернатива.** Несмотря на нашу уверенность в успехе предстоящего размещения еврооблигаций РСХБ, еще более привлекательную инвестиционную возможность, на наш взгляд, представляют обязательства ВТБ. Выпуски ВТБ 18 и ВТБ 35 торгуются с двузначной доходностью к оферте, что сейчас уже редкость для российских квазисуверенных заемщиков. Указанные инструменты предлагают премию в размере 200 б. п. относительно кривой доходности обращающихся еврооблигаций РСХБ и 120 б. п. относительно нового выпуска РСХБ, что является самой большой ценовой диспропорцией в квазисуверенном сегменте. Таким образом, предстоящее размещение может стать катализатором резкого сужения спреда. С учетом этого мы рекомендуем инвесторам покупать еврооблигации ВТБ 18 и ВТБ 35 (как вариант – с одновременным открытием коротких позиций в существующих выпусках РСХБ).
- **Оценка на рынке CDS.** Рекомендация покупать инструменты ВТБ с открытием коротких позиций в бумагах РСХБ обоснована и с фундаментальной точки зрения. Оба банка принадлежат государству (РСХБ на 100%, ВТБ на 75.0%) и поэтому пользуются максимальной поддержкой. В то же время, по самостоятельным фундаментальным характеристикам ВТБ значительно превосходит РСХБ, что, однако, не находит отражения на рынке CDS: защита от кредитного риска РСХБ стоит почти на 200 б. п. дешевле. Следовательно, при покупке еврооблигаций ВТБ 18 и ВТБ 35 имеет смысл приобрести CDS на риск РСХБ.

Рисунок 1. Ориентировочная доходность нового выпуска РСХБ



Источник: Bloomberg

Рисунок 2. Динамика пятилетних CDS на риск ВТБ и РСХБ



Источник: Bloomberg

Таблица 1. Характеристики облигаций ВТБ и РСХБ

Выпуск	Цена, % от номинала	Доходность к оферте (погашению), %	Дюрация, лет	Объем выпуска, USD млн	Ставка купона, %	Дата выпуска	Дата погашения	Рейтинг (S&P/ Moody's/Fitch)	ISIN
РСХБ 13	95.75	8.46	3.49	700	7.175	16 мая 2006	16 мая 2013	-- /Baa1/BBB+	XS0254887176
РСХБ 14	95.19	8.40	3.89	750	7.125	29 мая 2008	14 янв. 2014	-- /Baa1/BBB+	XS0366599800
Новый пятилетний выпуск РСХБ		9.00-9.25	4.11-4.13	индикативный	9.00-9.25				
ВТБ 18 (оферта 28 мая 2013 по номиналу)	88.47	10.49	3.52	2000	6.875	28 мая 2008	29 мая 2018	BBB/Baa1/BBB	XS0365923977
ВТБ 35 (оферта 30 июня 2015 по номиналу)	80.42	10.72	4.86	1000	6.250	30 июн. 2005	30 июн. 2035	BBB/Baa1/BBB	XS0223715920

Источник: ММВБ

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираательно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости. Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы. Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.

Ренессанс Капитал

Ренессанс Капитал

123317, Москва
Краснопресненская набережная, 18
Тел.: + 7 (495) 258 7777
Факс: + 7 (495) 258 7778
www.rencap.com

Аналитическое управление

**Руководитель аналитического
управления**
Роланд Нэш
+ 7 (495) 258 7916
RNash@rencap.com

Начальник отдела анализа акций
Александр Бурганский
+ 7 (495) 258 7904
ABurgansky@rencap.com

**Начальник отдела макроэкономики
и анализа долговых обязательств**
Алексей Моисеев
+ 7 (495) 258 7946
AMoiseev@rencap.com

Рынок акций – Россия
Наталья Загвоздина
+ 7 (495) 258 7753
NZagvozdina@rencap.com

Стратегия на рынке акций
+ 7 (495) 258 7916
Роланд Нэш
RNash@rencap.com
Томас Манди
Ованес Оганисян

Банковский сектор
+ 7 (495) 258 7748
Дэвид Нангл
DNangle@rencap.com
Милена Иванова-Вентурини

Медиа и ИТ, сектор недвижимости
+ 7 (495) 258 4350
Дэвид Фергусон
DFerguson@rencap.com

Металлургия
+ 7 (495) 258 7743
Роб Эдвардс
REdwards@rencap.com
Борис Красноженов

Нефть и газ
+ 7 (495) 258 7904
Александр Бурганский
ABurgansky@rencap.com
Ирина Елиневская

**Потребительский сектор
и сельское хозяйство**
+ 7 (495) 258 7753
Наталья Загвоздина
NZagvozdina@rencap.com
Ульяна Типсина

Телекоммуникации и транспорт
+ 7 (495) 258 7902
Александр Казбеги
AKazbegi@rencap.com
Иван Ким

Химия и машиностроение
+ 7 (495) 783 5653
Марина Алексеенкова
MAlexeenkova@rencap.com

Электротехника
+ 44 (20) 7367 7793
Дерек Уивинг
DWeaving@rencap.com
Владимир Скляр

**Макроэкономика и рынок
долговых обязательств**
+ 7 (495) 258 7946
Алексей Моисеев
AMoiseev@rencap.com
Николай Подгузов
Петр Гришин
Максим Раскоснов
Андрей Марков
Елена Шарипова
Антон Никитин

Рынок Средней Азии
+ 7 (727) 244 1544
Милена Иванова-Вентурини

Рынок Украины
+ 38 (044) 492 7383
Анастасия Головач

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на английском языке**
+ 7 (495) 258 7785
Александра Волдман
AWaldman@rencap.com
Патриция Сомервиль
Мичико Фокс
Марк Портер
Иван Алешин

**Редакционно-издательский отдел,
выпуск на русском языке**
+ 7 (495) 258 7770 x4001
Екатерина Малахова
EMalakhova@rencap.com
Станислав Захаров
Мария Дунаева
Анна Ковтун

Административная поддержка
+ 7 (495) 725 5216
Юлия Попова
Екатерина Лизунова

© 2009 ООО «Ренессанс Капитал – Финансовый Консультант» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвесторы в Американские депозитарные расписки также подвергаются риску изменения обменного курса валют. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск, и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.