Рублевые корпоративные облигации

19 июня 2008 г. **Ежедневное обозрение**

ГЛАВНОЕ

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- Банк Ренессанс Кредит: комментарий к размещению » стр.2

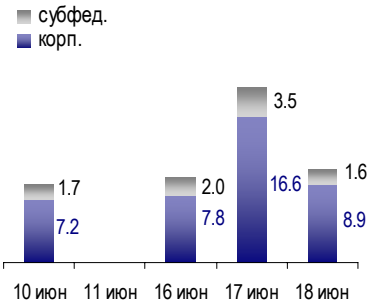
Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5476	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	23.6557	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	131.09	– 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.70%	+ 10б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.49%	– 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	137	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	655.1	– 33.3
Остатки на д/с, млрд руб.	240.2	+ 57.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 59.8	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

Объем торгов на ММВБ

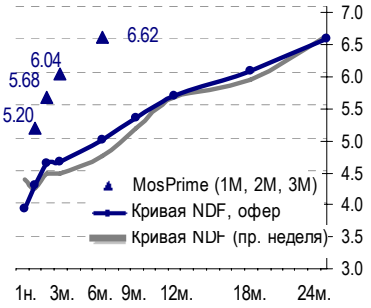


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

23 июн	Размещение Промсвязьбанк-6 (5 млрд руб., годовая оферта)
24 июн	Размещение Кредит Европа Банк-2 (4 млрд руб., годовая оферта)
24 июн	Размещение Генерирующая компания-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
24 июн	Размещение БО Разгуляй
25 июн	Уплата НДПИ, ½ суммы акцизов
25 июн	Заседание ФРС по ставкам
30 июн	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-297.50	+ 17	1.9	9.27%	
РСХБ-398.32	+ 12	1.6	*8.60%	
Мосэнерго-199.60	+ 10	1.2	*8.02%	

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СевстАвто-297.65	+ 45	1.9	*9.15%	
ХКФБ-299.25	+ 45	0.9	*10.38%	
Транскредит-298.20	+ 29	1.0	*9.43%	

Лидеры падения

1 эшелон

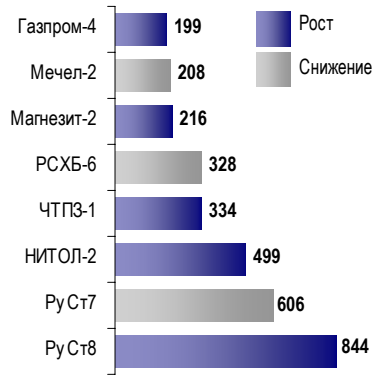
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9100.19	– 31	4.6	7.31%	
РЖД-6100.20	– 31	2.2	7.38%	
АИЖК-596.40	– 25	3.3	8.73%	

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СибирьТел-7100.40	– 45	0.9	8.35%	
Куйбазот-298.75	– 30	2.4	9.54%	
АК БАРС-299.55	– 29	0.6	8.95%	

*к оферте

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

Raiffeisen BANK

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Банк Ренессанс Кредит: комментарий к размещению

Ориентир по доходности БРК-3: 13.69-14.22% YTP

Сегодня состоится размещение 3-го выпуска облигаций Банка Ренессанс Кредит (БРК, объем 4 млрд. рублей, оферта через 1 год, ориентир по ставке купона 13.25-13.75%, доходность к оферте 13.69-14.22%). Мы ознакомились с аудированной отчетностью БРК за 2007 год по МСФО и считаем, что заявленный ориентир по доходности выглядит вполне привлекательно для банка с подобным кредитным профилем в текущей рыночной конъюнктуре. Мы рекомендуем участвовать в выпуске даже по нижней границе диапазона.

Основные показатели БРК за 2007 по МСФО

Год	Активы, млн. $.	Резервы / кредитный портфель, %	Просрочка (60+) / кредитный портфель, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	Чистая процентная маржа, %	Комиссионный доход / усредненные активы, %	RoAA, %
2007	1855	4.51%	5.74%	11.92%	1.07%	8.54%	0.83%
2006	538	3.76%	9.53%	13.62%	1.82%	4.54%	-4.79%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

БРК стартовал позднее основных конкурентов и только в прошлом году впервые показал прибыль

БРК (S&P B-, Moody's B1, Fitch B-) является «дочкой» инвестиционной группы Ренессанс Капитал и специализируется на потребительском кредитовании. Бизнес банка стартовал только в 2004 году, что отчасти отражено в более низких, чем у основных конкурентов, рейтингах БРК. По версии РБК, на конец 2007 г. БРК находился на 8-м месте среди российских банков по объему кредитов физическим лицам (без учета ипотеки), однако существенно отставал лишь от лидеров потребительского кредитования, таких как ВТБ24 и Банк Русский Стандарт, чьи розничные портфели были больше в 2 и 4 раза соответственно.

Значительную часть доходов составляют штрафные платежи

В 2007 году банк впервые показал прибыль (порядка $10 млн.), в то время как финансовые результаты БРК за предыдущие годы находились в отрицательной зоне, что было обусловлено достаточно высокими первоначальными затратами по организации бизнеса. Мы отмечаем, что значительная часть прибыли банка в 2007 году обеспечена за счет роста полученных штрафных комиссий. Учетная политика БРК по отражению такого рода доходов не раскрывается, поэтому мы не беремся судить об их качестве.

Основные продукты – кредитные карты и кредиты наличными

Изначально, отличительной чертой бизнеса БРК являлся достаточно диверсифицированный по типу кредитных продуктов портфель (доля автокредитов доходила до трети портфеля) однако мы отмечаем тенденцию к смещению приоритетов в кредитовании в сторону высокомаржинальных кредитов наличными и кредитных карт. Качество активов банка находится на приемлемом уровне, учитывая риск-профиль его кредитных операций, однако, как и в случае многих других российских банков, существует вероятность недооценки доли проблемных кредитов из-за очень быстрого роста кредитного портфеля.

Потенциальная поддержка со стороны акционеров – один из ключевых факторов кредитного профиля БРК

К сильным сторонам кредитного профиля банка мы относим достаточно высокий уровень капитализации, что отчасти смягчает риски, присущие бизнесу, находящемуся на стадии бурного роста. Так, достаточность капитала по Базелю составила на конец 2007 года 17.2%, лишь немного сократившись с 18.1% годом ранее, несмотря на более чем трехкратный рост кредитного портфеля. По нашему мнению, акционеры банка обладают достаточными ресурсами для поддержания высокого уровня капитализации БРК в среднесрочной перспективе.

На связанные стороны приходится порядка 20% от базы фондирования

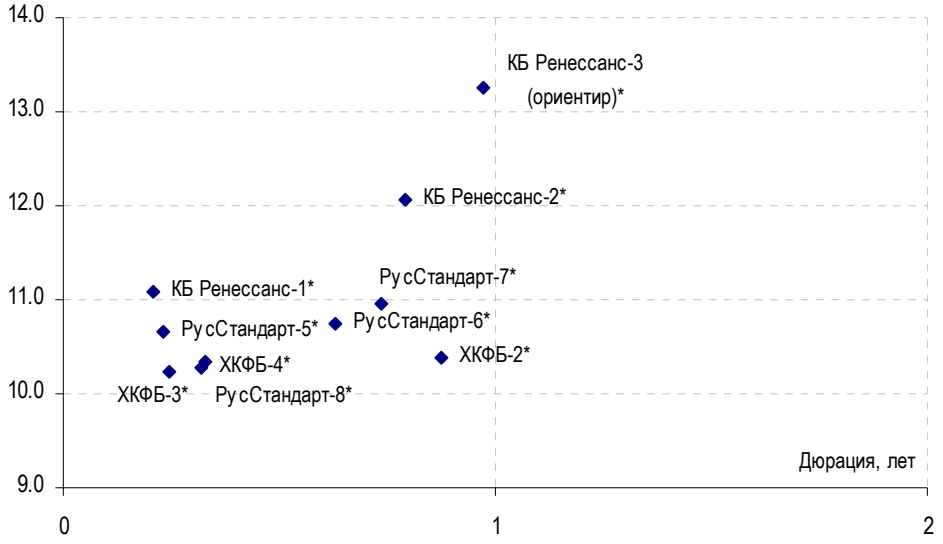
Очевидным недостатком бизнес-модели БРК является его ограниченная база фондирования. Судя по всему, стратегия банка ориентирована в основном на привлечение «оптовых» ресурсов, что не является легкой задачей в текущей рыночной конъюнктуре. Стоит отметить, что до настоящего времени средства, предоставляемые акционерами банка и связанными сторонами, составляли существенную долю в ресурсной базе БРК (23% от обязательств банка в 2007 году; 20% годом ранее).

Ориентир по доходности нового выпуска выглядит привлекательно

Ориентир по доходности нового выпуска подразумевает существенную премию к более короткому 2-му выпуску банка, и на наш взгляд, привлекателен даже по нижней границе. Дополнительным фактором, способным в перспективе поддержать интерес инвесторов к выпуску, является определенный потенциал для включения в список Репо Банка России. На наш взгляд, это скорее отдаленная перспектива, поскольку для соответствия критериям ломбардного списка БРК необходимо улучшить «композицию» рейтингов (сейчас только рейтинг от Moody's находится на требуемом уровне).

Мы полагаем, что консервативные агентства предпочтут подождать завершения еще одного-двух отчетных периодов, которые должны подтвердить способность БРК генерировать прибыль, снизить зависимость от связанных сторон (и от оптового фондирования в целом) и при этом сохранить адекватный уровень достаточности капитала.

Доходность облигаций на 18 июня



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	tfaizullin@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.