

23 марта 2010

Содержание

- **Новое предложение: Банк Зенит, интересно на фоне рынка** **Стр 1**
- **Курс рубля на зыбкой почве** **Стр 2**
- **Аукцион ОФЗ** **Стр 2**

Новое предложение: Банк Зенит, интересно на фоне рынка

Вчера Банк Зенит (-/Ba3/B+) открыл книгу заявок на участие в размещении биржевых рублевых облигаций первой серии в объеме 5 млрд рублей. По выпуску предусмотрена годовая оферта, а ориентиры доходности озвучены в диапазоне 8.47%–8.99% (купон 8.3%–8.8%, дюрация 0,97 года). Мы полагаем, что заявленный уровень доходности может быть весьма интересен на фоне текущей конъюнктуры рынка, т.к. предлагает премию к рублевым облигациям схожего по кредитному профилю Банка Петрокоммерц. Также короткая дюрация выпуска может быть интересна более консервативным инвесторам ввиду того, что дальнейшее снижение ставок и доходностей рублевого долгового рынка уже не так очевидно.

Как мы неоднократно отмечали в наших предыдущих отчетах одним из ключевых факторов, определяющих кредитное качество банка, является масштабная поддержка его бизнеса со стороны ключевого акционера – нефтяной компании Татнефть (-/Ba2/BB+). Судя по отчетности банка за 1п2009 года по МСФО степень такой поддержки в кризисный период не уменьшилась:

- средства нефтяной компании по-прежнему составляют львиную долю пассивов банка (39% клиентских средств и около трети выпущенных банком долговых инструментов);
- объем субординированных кредитов, предоставленных банку в течение 1п2009 года составил 2.6 млрд рублей;
- что позволило банку привлечь дополнительный капитал второго уровня от Внешэкономбанка в объеме 2.1 млрд рублей.

Банк не раскрывает информацию по проблемным и реструктурированным кредитам, однако уровень созданных резервов не выглядел чрезмерным (6.6% от кредитного портфеля на 30.06.2009) с учетом высокой степени концентрации портфеля. На 30 крупнейших заемщиков приходилось 41% кредитного портфеля, а на весьма рискованный в текущей ситуации сектор недвижимости более четверти всех кредитов. Судя по всему, причиной столь низкого объема резервов, является достаточно мягкая политика банка в отношении проблемных заемщиков. Мы полагаем, что Банк Зенит по большей части либо изменял графики платежей по просроченным кредитам либо перекредитовывал таких заемщиков, чтобы не отражать их как проблемную задолженность.

По нашим оценкам (исходя из разности в процентах, начисленных и фактически полученных банком в 1п2009 года) Банк Зенит мог реструктурировать до 10% портфеля (или 10 млрд рублей) в связи с невозможностью заемщиков исполнить свои обязательства в срок. С учетом 10 млрд рублей просрочки, возникшей в 1п2009 года и субординированного кредита от ВЭБа, полученного Банком Зенит в августе 2009, его достаточность капитала TCAR находилась бы на приемлемом уровне в 11.7% (фактически: 17.0% на конец 1п2009). Стоит отметить, что такой уровень все же является ниже минимального порога достаточности капитала (12%), прописанного в условиях выпуска еврооблигаций банка общим объемом US\$200 млн.

Банк Зенит предложил интересные ориентиры доходности по биржевым облигациям первой серии

Поддержка банка со стороны Татнефти – ключевой фактор при оценке кредитного профиля банка

Объем резервов выглядит слишком низким по-видимому из-за мягкой политики банка в отношении проблемных заемщиков

В реальности просрочка могла вырасти в 1п2009 на 10 млрд рублей, но капитал банка все равно достаточен

Банк не предоставляет детальной информации по ликвидной позиции на 30.06.2009. Исходя из предыдущей структуры активов и пассивов по срокам погашения, а также достаточно большого объема средств, привлекаемых от ЦБ (30.06.2009: 14.8 млрд рублей или 10% пассивов; 01.02.2010: 15.8 млрд рублей) мы полагаем, что банк по-прежнему испытывает некоторый дефицит краткосрочной ликвидности. Отчасти эта ситуация может быть связана с реструктуризацией кредитного портфеля, когда приближающиеся погашения кредитов переносятся на более длительный срок.

В целом, мы полагаем, что ряд негативных тенденций, в бизнесе Банка Зенит, вполне укладывается в общерыночную динамику, и едва ли ставит его на более низкую ступень с точки зрения кредитного качества по отношению к Банку Петрокоммерц (В+/Вз3/-). Достаточно большой размер Банка Зенит говорит о его существенной системной значимости, а, следовательно, и о более высокой вероятности его поддержки со стороны властей. С учетом поддержки акционеров, Банк Зенит, по нашему мнению, обладает весьма приемлемым кредитным профилем для инвесторов с аппетитом к риску отечественных финансовых институтов второго эшелона.

Ориентиры доходности выпуска Банк Зенит БО-1 выглядят весьма привлекательно на фоне текущих котировок выпуска Банка Петрокоммерц седьмой серии (дюрация 0.9 года, доходность к оферте 7.54%). С учетом размещения выпуска Банка Зенит даже по нижней границе заявленного ориентира доходности, премия к выпуску Петрокоммерца составила бы порядка 100 б.п. Кроме того, мы отмечаем, что участие в коротких выпусках на сегодняшний день может представлять интерес более консервативным инвесторам, по причине гораздо меньшего потенциала снижения их цен в случае коррекции на рынке рублевых облигаций (вероятность возникновения которой, по нашему мнению, существенно возросла в последнее время).

Курс рубля на зыбкой почве

Вчера на фоне умеренного падения цен на нефть и укрепления доллара произошло повышение стоимости бивалютной корзины с 39.95 до 34.25 руб. и рост ставок NDF на 20 б.п. Однако к сегодняшнему утру нефть отыграла большую часть падения и негативные настроения на валютном рынке значительно ослабли, а корзина снизилась до 34.10 руб.

Мы еще раз отмечаем подверженность российского валютного рынка внешним шокам в текущих условиях. Участники рынка открыли значительный объем длинных позиций по рублю, и любое негативное событие заставляет их спешно фиксировать прибыль. Пока эти внешние шоки слишком краткосрочны для того, чтобы вызвать длительную коррекцию на валютном рынке. Но в любом случае мы считаем, что курсовые риски сейчас выше чем две недели назад, и это должно отразиться в более высоких ставках NDF.

Аукцион ОФЗ

Завтра Минфин проводит очередное размещение ОФЗ 25073 (дюрация 2.2 года, доходность 6.1%), на аукцион предлагается весь оставшийся объем 12.2 млрд. руб. Как и накануне предыдущего аукциона ситуация на рынке облигаций сейчас не очень благоприятная на фоне умеренного повышения ставок NDF и ослабления рубля. Однако, как и тогда, внешний фон быстро улучшается и возможно, что в среду ситуация на рынке облигаций стабилизируется.

Скорее всего, Минфин будет размещать ОФЗ 25073, исходя из ориентиров предыдущего аукциона, по доходности 6.10%. Мы считаем, что на таком уровне бумага неинтересна для инвесторов, учитывая риски дальнейшего роста ставок NDF и того, что ЦБ приостановит снижение ставок в связи с недавним всплеском продовольственным цен. С большой вероятностью из-за столь низкой предлагаемой доходности завтра выпуск 25073 снова будет размещен не полностью и на следующей неделе опять пройдет его доразмещение.

Мы отмечаем, что Минфин по-прежнему очень вяло размещает ОФЗ. В настоящий момент темпы размещения ОФЗ составляют всего около 30 млрд. руб. в месяц, однако, для того, чтобы выполнить программу заимствований, месячный объем должен находиться на уровне 45 млрд. руб. По нашему мнению, Министерство финансов пока полностью не определило, какой объем рублевых заимствований ему необходим в этом году, так как по-прежнему неизвестен размер внешних размещений и существует неопределенность в отношении величины бюджетного дефицита. Учитывая, что размещение еврооблигаций пройдет не раньше конца апреля, то, скорее всего, в следующем месяце активность Минфина на внутреннем рынке будет также невысокой.

Большой объем кредитов от ЦБ может указывать на дефицит краткосрочной ликвидности

В целом мы полагаем, что кредитный профиль банка Зенит не хуже, чем у Петрокоммерца,...

... а премия новых облигаций к выпуску последнего составит не менее 100 б.п.

ЗАО «Райффайзенбанк»

Адрес 119071, Ленинский пр т, д. 15А
Телефон (+7 495) 721 9900
Факс (+7 495) 721 9901

Константин Сорин konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru (+7 495) 981 2893
Антон Плетенев anton.pletenev@raiffeisen.ru (+7 495) 221 9801

Продажи

Наталья Пекшева sales@raiffeisen.ru (+7 495) 721 3609
Андрей Бойко (+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева (+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин (+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

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

Аналитика

Операции на рынке облигаций

Организация облигационных займов

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.