

CORE SUBSIDIARY

Банк размещает облигации на 5 млрд руб.

Дебютный выпуск биржевых облигаций. На 1 декабря запланирован аукцион по размещению выпуска биржевых облигаций Райффайзенбанк БО-07 объемом 5 млрд руб. По сути, это дебют эмитента на рублевом рынке облигаций, поскольку находящийся в обращении выпуск Райффайзенбанк-4 размещался среди ограниченного круга участников рынка. Средства привлекаются с целью финансирования операционной деятельности банка. Помимо данного выпуска, у Райффайзенбанка зарегистрированы еще биржевые облигации на общую сумму 69 млрд руб., и, таким образом, не исключено, что уже в следующем году банк при благоприятной конъюнктуре станет активным заемщиком на внутреннем рынке. Данная программа заимствований была одобрена в рамках стратегии банка по диверсификации источников фондирования и снижения зависимости от средств материнской структуры. Выпуск Райффайзенбанк БО-07 планируется включить в Ломбардный список Банка России.

«Core Subsidiary». ЗАО «Райффайзенбанк» является крупнейшим дочерним банком Группы «Raiffeisen International» (A/A1/A) с активами объемом 148 млрд евро, на долю которого приходится 16,7% активов материнской компании (по итогам I полугодия 2010 г.) и 24,1% ее прибыли. Благодаря этому российский банк смог получить от агентства S&P статус «core subsidiary» (что предполагает субсидиарную ответственность материнской структуры по обязательствам дочерней), а также кредитный рейтинг на уровне суверенного. Райффайзенбанк занимает девятое место по величине активов среди всех российских банков и третье среди частных банков (вслед за Альфа-Банком и ЮниКредитбанком). Филиальная сеть банка насчитывает 230 офисов (в том числе мини), расположенных преимущественно в европейской части России. Райффайзенбанк является универсальным банком, хотя на долю корпоративных кредитов по итогам I полугодия 2010 г. приходилось порядка 73% его валового кредитного портфеля.

Медленное восстановление кредитования. До кризиса отличительной особенностью кредитного портфеля Райффайзенбанка являлось преобладание в нем краткосрочных кредитов, в результате чего в кризисный период (за 2009 г., когда выдача новых кредитов была практически приостановлена) за счет амортизации он сократился на 28,6% (от валовой величины), или на 180 млрд руб. По итогам I полугодия 2010 г. банк показал скромные темпы восстановления кредитования (+0,75%), и то за счет корпоративного портфеля (+3,7%), тогда как розничный продолжил сокращаться (-6,3%). Это несколько хуже показателя российской банковской системы в целом, в которой совокупный портфель увеличился на 2,6%. Тем не менее, по словам представителей банка, во II полугодии рост портфеля ускорился, чем и обусловлен выход Райффайзенбанка на долговой рынок.

Информация о выпуске

Эмитент	ЗАО "Райффайзенбанк"
Кредитный рейтинг	BBB/Вaa3/BBB+
Серия облигаций	БО-07
Объем	5 млрд руб.
Дата размещения	1 декабря 2010 г.
Срок обращения	три года
Купон	полугодовой
Оферта	нет
Ориентир по ставке купона	7.2-7.6% (УТМ7.33-7.75%)

Основные финансовые показатели Райффайзенбанка, млрд руб.

МСФО	2008	2009	6 мес. 10
Чистые процентные доходы	28 780	30 763	10 884
Чистые комисс. доходы	5 441	6 538	3 291
Доходы от операций с ц.б.	(2 896)	2 003	1 076
Доходы от операций с инвал.	2 996	4 160	1 711
Доходы от переоценки ин. вал.	(4 453)	(4 753)	2 302
Доходы от операций с деривативами	9 548	14	(3 505)
Сумм. операц. доходы	39 632	38 578	15 325
Операционные расходы	(17 197)	(16 676)	(8 369)
Резервы	(6 766)	(15 295)	(1 987)
Чистая прибыль	11 198	5 423	3 750
Денежные средства и эквиваленты	153 373	145 234	61 213
Средства в банках	7 426	30 553	81 815
Ценные бумаги	36 031	52 465	86 226
Деривативы	33 619	12 523	8 162
Кредиты и авансы клиентам	364 540	244 529	246 258
Основные средства	9 225	9 336	9 076
Прочие активы	15 105	18 017	18 199
Активы	619 320	512 656	510 949
Средства банков	60 275	20 800	17 771
Деривативы	27 270	9 571	11 040
Средства физических лиц	110 529	145 134	143 622
Средства корп. клиентов	148 874	113 995	115 181
Долговые ценные бумаги	10 077	10 079	10 078
Средства материнской компании	121 439	123 036	123 197
Прочие обязательства	66 420	10 936	8 345
Собственный капитал	74 436	79 106	81 715
<i>Коэффициенты</i>			
Чистая процентная маржа, %	7,3	7,5	5,4
ROAA, %	2,1	1,0	1,5
ROAE, %	17,8	7,1	9,3
Профроч. задолженность*, %	2,0	8,2	-
Норма резервирования, %	3,7	9,5	9,6
Собственный капитал/активы, %	12,0	15,4	16,0
Кредиты/Депозиты, %	140,5	94,4	95,2
Расходы/Доходы, %	43,4	43,2	54,6

* Кредиты, профроченные более чем на 90 дней

Источники: отчетность компании, оценка УРАЛСИБа

Среднее качество кредитов. По состоянию на конец 2009 г. доля обесцененных кредитов в портфеле банка составляла 10,9%, а задолженность по кредитам, просроченным более чем 90 дней, равнялась 8,2% при норме резервирования 9,5%. Данные об уровне просрочки на конец I полугодия банк публично не раскрывал, однако норма резервирования осталась практически без изменений на уровне 9,6%, что свидетельствует о стабилизации качества активов. Отметим также, что банк не реструктурирует просроченные кредиты, не занижая таким образом реальную долю просрочки, так что уровень 8,2% можно считать умеренным. Особенно принимая во внимание структуру кредитного портфеля банка по секторам, в которой 27,2% приходится на традиционно высокорисковые розничные кредиты, а еще 22,5% и 12,2% – на не менее рискованные сектора недвижимости и торговли соответственно. Правда, 75% портфеля в сегменте «недвижимость» приходится на долю проектного финансирования коммерческой недвижимости, и из 93 находящихся в портфеле проектов 86 представлено проектами, предполагающими рефинансирование уже сданных в эксплуатацию объектов недвижимости, что снижает риски.

Избыточная ликвидность постепенно уходит. Благодаря преобладанию коротких кредитов в портфеле банк сравнительно безболезненно прошел кризис, сохранив высокий уровень ликвидности. Часть высвобождавшихся средств Райффайзенбанк направлял на покупку ценных бумаг, однако основная их доля оседала у банка на балансе в виде денежных средств и эквивалентов. Как следствие, на конец 2009 г. размер ликвидных активов на балансе Райффайзенбанка, по нашей оценке, достиг 210 млрд руб., или 41% от их совокупного объема. Это неизбежно должно было отрицательно сказаться на уровне чистой процентной маржи, которая в I полугодии снизилась, по нашей оценке, до 5,4% с 7,5% в 2009 г. Поэтому в I полугодии банк перенаправлял часть свободной ликвидности в работающие активы (депозиты в банках и ценные бумаги), снизив долю ликвидных активов до 30%. Однако при отношении Кредиты/Депозиты на уровне 95,2% и незначительной доле оптового фондирования в обязательствах (лишь 2,3%) и этот уровень представляется нам чрезмерным.

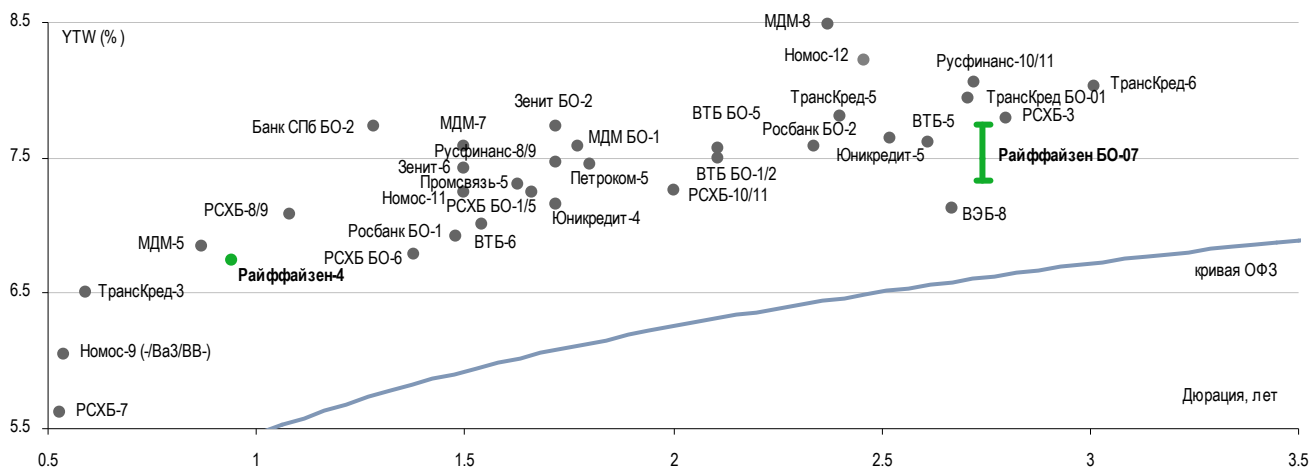
Диверсификация источников фондирования. Средства материнской компании (28,7% на конец I полугодия) наравне с депозитами клиентов традиционно занимали важное место (60,3%) в структуре фондирования банка. Теперь банк стремится уменьшить зависимость от материнской структуры, постепенно увеличивая долю заимствований на долговых рынках. С размещением данного выпуска облигаций на 5 млрд руб. структура фондирования не поменяется кардинальным образом, однако если банк планомерно начнет финансировать рост активов за счет зарегистрированных у него рублевых выпусков, то зависимость от оптового фондирования станет гораздо более ощутимой, особенно принимая во внимание, что средства от материнской структуры были получены на основе срочности.

Восстанавливающаяся рентабельность и достаточная капитализация. Единственным периодом, по итогам которого банк получил убыток, стал I квартал 2009 г., что было обусловлено пиком расходов на резервирование. С тех пор Райффайзенбанк стабильно получает прибыль, а снизившиеся отчисления в резервы позволяют банку постепенно возвращаться к докризисному уровню рентабельности активов и капитала (ROAA 1,5% в I полугодии 2010 г. против 2,1% в 2008 г., ROAE – 9,3% против 17,8% соответственно). В силу отсутствия убытков и оставшегося в прошлом пика расходов на резервирование банк считает текущий уровень достаточности капитала (18,8% по Базелю и 17,9% по нормативу Н1) избыточным и намеревается снизить его до 13-15%. При наличии большой подушки ликвидности и стабильного качества активов это, на наш взгляд, не будет представлять угрозу для устойчивости банка.

Не слишком удачный момент для размещения, выпуск привлекателен в верхней части ориентира по доходности. Ориентир по ставке купона на все три года обращения составляет 7,2–7,6%, что при дюрации 2,72 года соответствует диапазону доходности 7,33–7,75%. При этом более короткий (дюрация 2,1 года) выпуск ВТБ-5 торгуется у отметки 7,6%, а более длинный (дюрация 2,8 года) РСХБ-3 – на уровне 7,8%. Они, по нашему мнению, и должны задавать границы для Райффайзенбанк БО-07. При условии благополучной ситуации на рынке можно считать справедливым дисконт нового выпуска в размере 20–25 б.п. к облигациям российских госбанков, поскольку последние в гораздо большем объеме представлены на рынке, а с точки зрения рисков мы считаем их более или менее равными. Таким образом, исходя из текущего положения рынка, справедливый уровень для выпуска составляет порядка 7,5%. Однако повышенные текущие ставки денежного рынка, а также большой навес первичного предложения, на наш взгляд, не позволят Райффайзенбанку разместиться с дисконтом к выпускам госбанков, к преимуществам которых, кстати, относится их высокая ликвидность. Среди рисков инвестиций в облигации Райффайзенбанка назовем вероятность нового первичного предложения со стороны эмитента (зарегистрированы выпуски еще на 69 млрд руб.). Подводя итоги, мы считаем размещение привлекательным с доходностью 7,5% и выше, то есть в верхней половине ориентира по доходности. Кстати, выпуск близкого по размеру к Райффайзенбанку банка «Юникредит» был недавно размещен с доходностью 7,64% на три года.

Облигации привлекательны в верхней половине диапазона доходности

Рублевые облигации банков (котировки действительны на 29 ноября 2010 г.)



Источники: ММВБ, оценка УРАЛСИБа

Департамент по операциям с долговыми инструментами

Исполнительный директор, руководитель департамента

Борис Гинзбург, ginzburgbi@uralsib.ru

Управление продаж и торговли

Руководитель управления

Сергей Шемардов, she_sa@uralsib.ru

Управление продаж

Коррадо Таведжиа, taveggiac@uralsib.ru
Елена Довгань, dov_en@uralsib.ru
Анна Карпова, karpovaam@uralsib.ru
Дмитрий Попов, popovdv@uralsib.ru
Дэниэл Фельцман, feltsmand@uralsib.ru
Екатерина Кочемазова, kochemazovaea@uralsib.ru

Управление торговли

Андрей Борисов, bor_av@uralsib.ru
Вячеслав Чалов, chalovvg@uralsib.ru
Наталья Храброва, khrabrovann@uralsib.ru

Управление по рынкам долгового капитала

Корпоративные выпуски

Артемий Самойлов, samojlova@uralsib.ru
Виктор Орехов, ore_vv@uralsib.ru
Дарья Союшкина, sonyushkinada@uralsib.ru
Алексей Чекушин, chekushinay@uralsib.ru

Региональные выпуски

Кирилл Иванов, ivanovkv@uralsib.ru
Александр Маргеев, margeevas@uralsib.ru

Сопровождение проектов

Гюзель Тимошкина, tim_gg@uralsib.ru
Галина Гудыма, gud_gi@uralsib.ru
Наталья Грищенко, grischenkovane@uralsib.ru
Антон Кулаков, kulakovak@uralsib.ru

Аналитическое управление

Руководитель управления

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru

Дирекция анализа долговых инструментов

Руководитель Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru

Заместитель руководителя управления

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru

Долговые обязательства

Дмитрий Дудкин, dudkindi@uralsib.ru
Надежда Мырсыкова, myrsikovanv@uralsib.ru
Мария Радченко, radchenkomg@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru
Юрий Голбан, golbanyv@uralsib.ru

Стратегия/Политика

Крис Уифер, cweafer@uralsib.ru
Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru

Макроэкономика

Алексей Девятов, devyatovae@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Ольга Стерина, sterinaoa@uralsib.ru

Банки

Леонид Слипченко, slipchenkola@uralsib.ru
Наталья Майорова, mai_ng@uralsib.ru
Наталья Березина, berezinana@uralsib.ru

Анализ рыночных данных

Вячеслав Смольянинов, smolyaninovv@uralsib.ru
Василий Дегтярев, degtyarevm@uralsib.ru
Дмитрий Пуш, pushsds@uralsib.ru

Английский язык

Джон Уолш, walshj@uralsib.ru,
Тимоти Халл, hallt@uralsib.ru
Пол Де Витт, dewittpd@uralsib.ru
Хиссам Латиф, latifh@uralsib.ru

Дизайн

Ангелина Шабаринова, shabarinovav@uralsib.ru

Редактирование/Перевод

Нефть и газ

Алексей Кокин, kokinav@uralsib.ru
Юлия Новиченкова, novichenkova@uralsib.ru
Ирина Булкина, bulkinaiv@uralsib.ru

Электроэнергетика

Матвей Тайц, tai_ma@uralsib.ru
Александр Селезнев, seleznevae@uralsib.ru

Металлургия/Горнодобывающая промышленность

Дмитрий Смолин, smolindv@uralsib.ru
Николай Сосновский, sosnovskyno@uralsib.ru

Телекоммуникации/Медиа/ Информационные технологии

Константин Чернышев, che_kb@uralsib.ru
Константин Белов, belovka@uralsib.ru

Минеральные удобрения/ Машиностроение/Транспорт

Анна Куприянова, kupriyanovaa@uralsib.ru
Ирина Иртегова, irtegovais@uralsib.ru

Потребительский сектор/Недвижимость

Тигран Оганесян, hovhannisyan@uralsib.ru
Александр Шелестович, shelestoviav@uralsib.ru

Русский язык

Андрей Пятигорский, pya_ae@uralsib.ru
Евгений Гринкрюг, grinkruges@uralsib.ru
Ольга Симкина, sim_oa@uralsib.ru
Даниил Хавронюк, khavronyukdo@uralsib.ru
Полина Воробьева, vorobievapa@uralsib.ru
Екатерина Трофилеева, trofileevaeg@uralsib.ru

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах он не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать oferty. Несмотря на то что данный материал подготовлен с максимальной тщательностью, УРАЛСИБ не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни УРАЛСИБ, ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ООО «УРАЛСИБ Кэпитал», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © УРАЛСИБ Кэпитал 2010