

Рублевые корпоративные облигации

29 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ХКФБ: неплохой выбор для покупки по новым ценам » *стр. 2*
- Настроение денежного рынка: пока пессимизм » *стр. 4*

Индикаторы

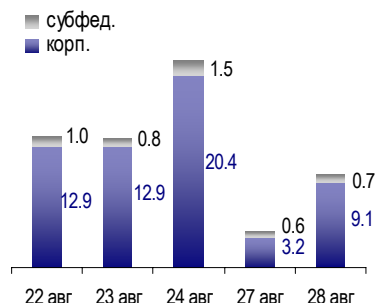
Долларов США за Евро	1.3643	- 0.3 %
Рублей за доллар США	25.6558	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 69.49	- 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.64%	+ 6 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.99%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	144	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	441.4	+ 18.5
Остатки на д/с, млрд руб.	337.1	- 85.3
Сальдо операций с ЦБ	- 259.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск ТД «12 месяцев успеха»-1 (1 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

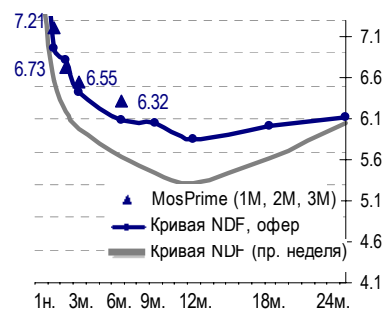


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (4 млрд руб., дюрация 8.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.8 года)
17 сен	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Аукцион ОБР-3 (250 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	103.25	+ 97	3.3	7.24%
Газпром-6	100.51	+ 51	1.8	6.77%
ОГК-6	98.40	+ 35	2.4	*8.40%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	104.00	+ 65	2.6	7.39%
Мечел-2	102.35	+ 45	2.5	*7.59%
Дальсвязь-2	103.80	+ 30	2.4	*7.39%

Лидеры падения

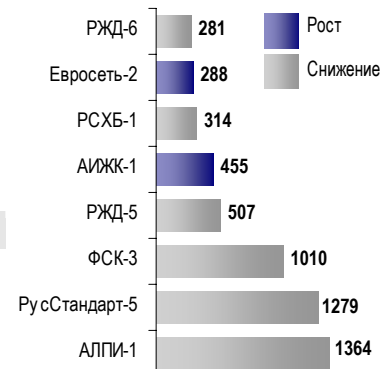
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-7	99.90	- 30	2.0	6.95%
ФСК-2	102.50	- 30	2.5	7.38%
ЛУКОЙЛ-3	99.77	- 28	3.7	7.29%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Татэнерго	100.20	- 57	0.5	9.46%
Копейка-1	99.55	- 45	0.8	10.36%
СибирьТел-5	100.37	- 18	0.6	8.76%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ХКФБ: неплохой выбор для покупки по новым ценам

Отчетность за 1-е полугодие в целом позитивна

Вчера ХКФБ опубликовал отчетность по МСФО за 6 месяцев 2007 г. Среди ключевых тенденций 1-го полугодия – структурные изменения кредитного портфеля банка, рост операционной рентабельности, стабилизация просрочки при одновременном увеличении объема списаний. По нашему мнению, динамика финансовых показателей ХКФБ вполне позитивна – по крайней мере, мы не видим никаких оснований для переоценки кредитного риска ХКФБ в худшую сторону.

Мы полагаем, что резкое падение котировок облигаций ХКФБ в последние недели необоснованно с фундаментальной точки зрения. Поэтому мы рекомендуем бумаги тем инвесторам, которые уже сейчас готовы возобновить покупки на новых ценовых уровнях.

Структура портфеля стала более диверсифицированной; особенно заметен рост по кредитным картам

За последние 1-1.5 года ХКФБ удалось существенно диверсифицировать розничный портфель. Резко возросла доля кредитных карт (с 21% на конец 1 п/г 2006 г. до 41%), в то время как объем POS-кредитов продолжил снижаться даже в абсолютном выражении – по сравнению с пиковым 2005 годом их объем снизился с 26 до 20 млрд руб. Изменение структуры портфеля стоило банку потери темпов роста, однако вполне соответствует стратегии, направленной на постепенное замещение POS-кредитов менее рискованными продуктами. В связи с этим также впечатляюще выглядит рост объема ипотечных кредитов – с начала 2007 года банк практически с нуля сформировал портфель в размере 1.2 млрд руб.

Основные показатели ХКФБ за 1 п/г 2007 по МСФО

Год	Активы, млрд руб.	Розничный портфель, млрд руб.	Просрочка плюс списания / 6-мес портфель, %	Эффективная ставка по портфелю*, %	Операционные расходы / доходы, %	Чистая процентная маржа, %	Достаточность капитала (Базель), %
1п/г 2006	36.5	28.8	21.8%	32.5%	38.7%	24.2%	31.9%
2006	45.4	36.7	17.2%	32.4%	37.5%	25.9%	23.7%
1п/г 2007	51.2	43.7	19.5%	38.8%	39.6%	30.4%	20.7%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

* - эффективная ставка учитывает процентный доход, штрафные выплаты и агентские комиссии страховых компаний, не учитывает комиссионные выплаты торговых точек и комиссии за ведение счета;

Позитив связан, в основном, с ростом эффективной доходности; негатив – по-прежнему высокий уровень просрочки и списаний

Итоги 1 п/г 2007 г. позволяют сделать первые выводы об эффективности новой стратегии банка, прежде всего, с точки зрения рентабельности и качества портфеля. На наш взгляд, наибольший интерес представляют следующие моменты:

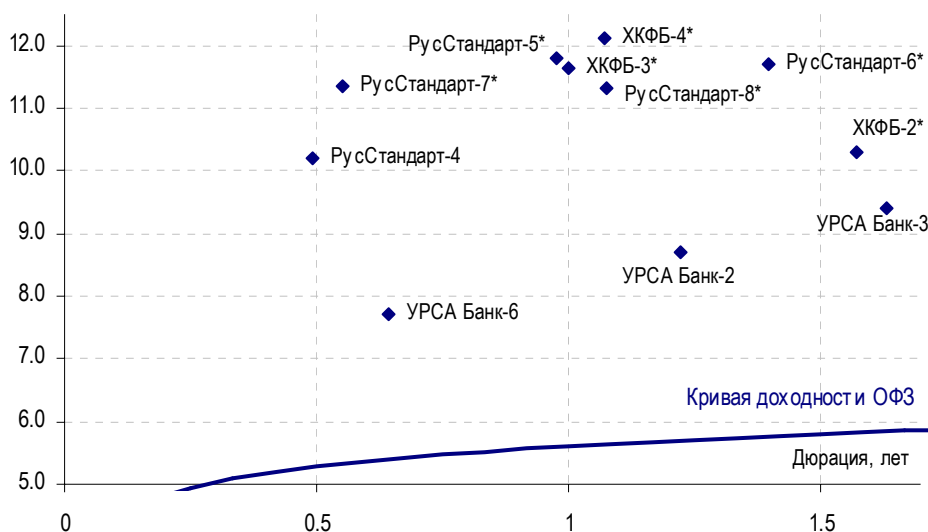
- по нашим расчетам, эффективная доходность портфеля ХКФБ увеличилась по сравнению с прошлым годом примерно на 6 п.п., главным образом, за счет процентных доходов: чистая процентная маржа также увеличилась на 6 п.п.;
- быстро растет объем штрафных платежей за просроченные кредиты – за 1-е полугодие банк собрал всего на 9% меньше, чем за весь 2006 год; а вот комиссии, получаемые банком от ритейлеров, больше не оказывают существенного влияния на финансовый результат;
- несмотря на быстрый рост расходов на персонал, отношение операционных расходов к доходам стабилизировалось на уровне 38-40%;
- провизии по-прежнему «съедают» основную часть (более 80%) финансового результата банка до налога на прибыль, т.к. доля просроченных кредитов остается сравнительно высокой.

Возможный отказ от комиссий и штрафов не критичен с точки зрения рентабельности

Мы подчеркиваем, что возможный отказ от «скрытых» комиссий не критичен для рентабельности ХКФБ: даже если исключить из расчета доходности портфеля все непроцентные доходы, эффективная процентная ставка не опустится ниже 30%. По мере увеличения доли авто- и ипотечных кредитов, эффективная доходность будет снижаться, однако эти продукты требуют и меньших отчислений в резервы.

Основная проблема – качество портфеля	Проблема качества портфеля остается ключевым фактором кредитного профиля ХКФБ. Наиболее консервативная оценка доли «плохих» кредитов – по объему кредитов, по которым платежи просрочены более чем на 90 дней, плюс объем списаний безнадежных долгов за период. По нашим оценкам, данный показатель вырос во 2-м квартале с 16.4% до 19.5%. Рост объясняется рекордным списанием невозвратных кредитов – 1.7 млрд руб. за последние 3 месяца, или 2.5 млрд руб. с начала года.
Рекордные списания – последствия бурного роста POS-бизнеса в предыдущие годы	Мы полагаем, что ХКФБ сейчас проходит через пик списаний по кредитам, выданным в розничных сетях в 2005 году. В среднесрочной перспективе кредитные потери должны снизиться, а доля просроченных кредитов (без учета списаний) стабилизируется на уровне 13-15%, который мы считаем приемлемым для потребительского кредитования.
Рентабельность будет также сдерживаться из-за возможного удорожания долга	Тем не менее, рост рентабельности банка будет сдерживаться не только крупными списаниями и отчислениями в резервы, но и растущей стоимостью фондирования для банка. ХКФБ довольно сильно зависит от рыночных заимствований: доля долговых бумаг в обязательствах составляла на конец 1 п/г 2007 г. около 70%.
Секьюритизация на фоне внешнего негатива	Мы не склонны преувеличивать значимость недавней сделки по секьюритизации потока платежей по кредитным картам на 5.3 млрд руб. Ставка купона вполне приемлема для банка - Mosprime плюс 1.8%. Однако ноты были выкуплены банками-организаторами, а параметры, возможно, были определены еще до начала периода волатильности на долговых рынках. По всей видимости, речь идет о сделке типа «warehouse», которую только предстоит рефинансировать на публичном рынке.
Важный фактор – поддержка группы PPF	В условиях более сложного доступа к долговым рынкам, поддержка со стороны акционеров остается очень важным фактором кредитного качества ХКФБ. На наш взгляд, текущий уровень достаточности капитала (выше 20% по Базелю) в значительной степени компенсирует риски кредитного портфеля и невысокую рентабельность банка.
Облигации ХКФБ привлекательны для инвесторов, готовых возобновить покупки на новых ценовых уровнях	Спрэды бумаг ХКФБ за последние 2 недели расширились до 600 б.п. к ОФЗ. В ценовом выражении падение котировок, например, по 3-му выпуску составило около 2 п.п. (с 100.50% до 98.30% от номинала). Очевидно, что рост доходности имеет мало общего с переоценкой кредитного риска банка. Поэтому мы считаем, что облигации ХКФБ будут иметь потенциал роста после восстановления рынка, хотя текущих условиях инвесторы в большей степени ориентируются на бумаги, которые дают возможность рефинансирования через репо ЦБ.

Доходность облигаций на 28 августа



Настроение денежного рынка: пока пессимизм

Ставки денежного рынка остаются на повышенном уровне

Налоговые выплаты последних дней обострили ситуацию на денежном рынке. Ставки МБК овернайт приблизились к ставке рефинансирования ЦБ (10%), а в качестве единственного источника рублей осталось прямое репо Банка России, причем спрос появился даже на 7-дневное репо. Период основных налоговых платежей заканчивается, однако мы не ожидаем быстрого восстановления рынка. На наш взгляд, целый ряд негативных факторов – как внешних, так и внутренних – пока препятствует возвращению к более-менее нормальному состоянию.

На ситуацию влияют не только внешние факторы

В отсутствие позитивных новостей с глобальных рынков российские инвесторы привыкают к мысли о том, что период низкой ликвидности может затянуться на несколько месяцев. Мы полагаем, что развитие ситуации все в большей степени определяется внутренними факторами:

- *«сегментированность» банковской системы*

В условиях сжатия рублевой ликвидности переток денег от банков-«доноров» к банкам 2-го и 3-го круга ограничен размерами кредитных межбанковских лимитов. Поэтому даже крупный приток денег (например, из бюджета) не гарантирует стабилизации: львиная доля оказывается изолированной на счетах крупнейших банков.

- *ограниченный потенциал межбанковского репо*

Репо является единственной альтернативой межбанковским кредитам, однако неравномерность распределения свободных денежных средств ограничивает и этот рынок. Объем лимитов на бумаги и на контрагентов весьма ограничен. Кроме того, часть игроков использовала при формировании позиций избыточный leverage, поэтому вынужденная продажа бумаг по текущим ценам может быть для них очень болезненной.

- *прямое репо ЦБ по относительно низким ставкам – арбитражная возможность, но для очень ограниченного круга*

В ситуации, когда доходности облигаций существенно превышают ставку репо Банка России, у банков, обладающих свободными рублевыми ресурсами, может появиться соблазн покупки бумаг из ломбардного списка (например, Русского Стандарта) против финансирования за счет репо ЦБ. Однако инструмент прямого репо доступен только банкам, причем в пределах лимитов, которые устанавливает на них ЦБ. Снижение дисконтов по бумагам – это скорее психологический фактор, который практически не влияет на доступный банкам объем средств.

- *сентябрьский выкуп ОБР-1 – слабый фактор*

Хотя общий объем ОБР-1 составляет 135 млрд руб., мы полагаем, что основная часть бумаг находится в портфеле Сбербанка (по данным на 1 августа, Сбербанк являлся держателем ОБР на 333 млрд руб. при совокупном объеме ОБР в обращении 379 млрд.) Значительную часть этих бумаг Сбербанк использует для сделок рефинансирования. Соответственно, даже если Сбербанк воспользуется возможностью продать бумаги в сентябре, это не повлияет на ликвидность, т.к. средства уже сейчас находятся в банковской системе.

Дополнительным источником ликвидности на рублевом рынке могли бы стать продажи валютной выручки экспортерами. Степень поддержки, которую могли бы оказать рынку экспортеры, оценить достаточно сложно. Единственным ориентиром является торговый баланс, по которому можно приблизительно оценить приток валюты за квартал – около \$30 млрд. Однако, крупные нефтегазовые компании могут иметь собственный взгляд на перспективы валютного рынка и корректировать позицию в зависимости от динамики курсов и ситуации на денежном рынке.

На наш взгляд, большинство российских банков обладают достаточным запасом прочности, чтобы избежать серьезных проблем. Однако мы полагаем, что в случае длительного дефицита рублевой ликвидности некоторые банки будут вынуждены сокращать объемы кредитования, а в отдельных случаях – искать покупателей на наиболее ликвидные портфели.

В среднесрочной перспективе ликвидность будет зависеть, в основном от внешних факторов. Пока мы не видим причин для быстрого возвращения средств иностранных инвесторов на российский рынок. Соответственно, в ближайшие недели мы не ожидаем восстановления цен на рынке рублевых облигаций.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

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

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.