

Рублевые корпоративные облигации

5 сентября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Русский Стандарт: устойчивость к внешним факторам » *стр. 2*
- ВБД: отчетность снова не разочаровала » *стр. 4*

Индикаторы

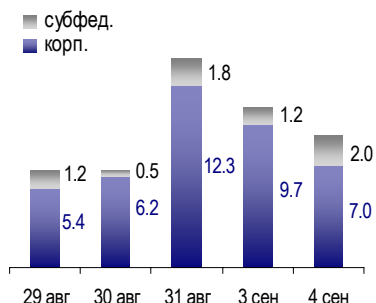
Долларов США за Евро	1.3605	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.6215	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 74.34	+ 1.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.54%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.92%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	136	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	401.5	- 29.6
Остатки на д/с, млрд руб.	309.4	+ 36.2
Сальдо операций с ЦБ	+ 46.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- НГК Итера планирует второй выпуск (5 млрд руб., 5 лет)

Объем торгов на ММВБ

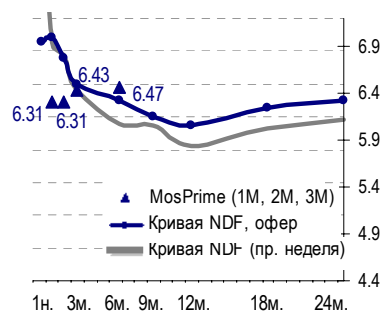


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (17 млрд руб., дюрация 8.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (22 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. %
Газпром-8	100.40	+ 10	3.6	7.00%
АИЖК-7	101.27	+ 7	5.5	7.66%
РЖД-5	100.16	+ 6	1.3	6.65%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
7Континент-2	98.09	+ 88	1.2	*9.61%
ВБД-2	102.50	+ 30	2.9	8.28%
Содружество-1	100.02	+ 22	1.9	10.70%

Лидеры падения

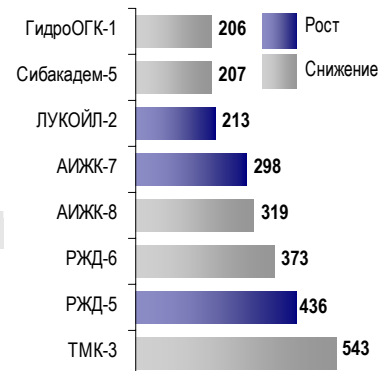
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	100.50	- 34	1.9	*7.40%
ЛУКОЙЛ-4	101.25	- 15	5.0	7.27%
РЖД-6	101.10	- 10	2.8	7.07%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Магнит-1	101.10	- 101	1.1	8.52%
Х5-1	98.00	- 74	2.6	*8.58%
Дальсвязь-3	100.25	- 40	1.0	8.51%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Русский Стандарт: устойчивость к внешним факторам

Результаты МСФО за 1-е полугодие: для опасений существенных поворотов нет

Вчера Банк Русский Стандарт (БРС) опубликовал отчетность по МСФО за 6 месяцев 2007 г. На наш взгляд, финансовые результаты подтверждают позиции банка как сильнейшего игрока рынка потребительского кредитования. Мы считаем, что БРС имеет потенциал быстрее и эффективнее других участников рынка адаптироваться к ужесточению условий ведения бизнеса. Текущие доходности облигаций БРС, по нашему мнению, не соответствуют кредитному риску банка. Учитывая возможность рефинансирования в ЦБ, мы рекомендуем к покупке бумаги 5-го выпуска. Облигации 7-го и 8-го выпусков также весьма привлекательны на текущих ценовых уровнях.

Рост портфеля замедлился; изменения в структуре - в пользу новых продуктов

Мы отмечаем, что динамика ключевых показателей БРС в определенной степени схожа с тенденциями, которые демонстрирует в последнее время ХКФБ:

- темпы роста кредитного портфеля заметно снизились по сравнению с предыдущими годами – розничный портфель БРС увеличился за 1пол2007 менее чем на 2%, одной из причин могла стать подготовка к изменению продуктовой линейки банка еще до отмены комиссий;
- доля кредитных карт у обоих банков превысила 50% от портфеля, однако рост заметно замедлился, а у БРС задолженность по картам даже снизилась по сравнению с началом года на 4.5%;
- в качестве основного драйвера роста розничного бизнеса БРС теперь выступают автокредиты – за 1пол2007 банк увеличил портфель сразу на 11 млрд руб (в 1.6 раза), ХКФБ также развивает «альтернативные» продукты, включая ипотеку;
- списания безнадежных кредитов достигло в 1-м полугодии рекордных значений и у БРС, и у ХКФБ – по всей видимости, оба банка проходят через пик списаний по ссудам, выданным в розничных сетях в предыдущие годы.

Бизнес БРС достаточно эффективен, чтобы адаптироваться к новым правилам игры

В то же время, по размерам бизнеса БРС значительно превосходит конкурента (портфель больше в 4 раза, а по операционной прибыли - разница почти в 5 раз). Как крупнейший игрок, БРС первым и пока в наибольшей степени пострадал от кампании по ужесточению условий ведения бизнеса для розничных банков. Тем не менее, мы считаем, что БРС обладает наиболее развитой сетью продаж среди специализированных банков и определенной гибкостью, позволяющей адаптировать бизнес к новым условиям.

Основные показатели БРС 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 (Норматив), %
1п/г 2006	151.0	137.6	8.5%	43.4%	22.4%	36.3%	12.3%
2006	192.9	178.9	12.5%	40.6%	22.1%	35.3%	12.7%
1п/г 2007	204.0	182.4	12.4%	41.0%	26.4%	35.7%	16.6%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

* - эффективная ставка учитывает доход по розничным кредитам и агентские комиссии страховой компании

Проанализировав финансовую отчетность БРС за 1-е полугодие, мы выделили ряд параметров, которые обычно вызывают наибольший интерес:

Рентабельность

Процентная маржа остается очень высокой

По нашим оценкам, эффективная ставка по розничному портфелю БРС в 1пол2007г. оставалась на уровне 40%. Расчет эффективной ставки по потребительским кредитам, который приводится в отчетности, дает похожий результат - 39%. В отчетности есть также данные по эффективной доходности кредитных карт - 77.7%, однако она базируется на предположении, что все клиенты используют свои карточные лимиты для снятия наличных.

Эффект от отмены комиссий

Отмена комиссий болезненна, но не критична для рентабельности

Менеджмент БРС оценивает негативный финансовый эффект от отмены всех комиссий в 6.2-6.7 млрд руб. Исходя из этого, мы скорректировали доходы от кредитования физ.лиц за 6 месяцев на 6.7 млрд руб. По нашим расчетам, такая (очень консервативная) корректировка приводит к достаточно резкому снижению эффективной ставки - с 41% до 33.5%, чистая процентная маржа снижается примерно на 8 п.п. Однако негативный эффект от отмены комиссий не будет мгновенным – на наш взгляд, приведенная в отчетности оценка соответствует недополученному доходу не менее чем за 1 год.

Стоимость фондирования вырастет, но у банка есть «запас прочности»

Мы не считаем возможное сокращение маржи критичным для рентабельности БРС. Даже после снижения чистой процентной маржи до 25-27% БРС будет значительно рентабельнее большинства российских банков. Негативным моментом является возможный рост стоимости фондирования для БРС, но мы не ожидаем, что он будет носить драматический характер. В 1пол2007 средняя ставка по долговым обязательствам БРС составляла примерно 8.9-9.0%. Поэтому мы полагаем, что у банка есть достаточно серьезный «запас прочности» по марже.

Просрочка

Просрочка ниже, чем у конкурентов

Мы придерживаемся наиболее консервативного варианта расчета доли проблемных кредитов: просроченная задолженность свыше 90 дней плюс списания к среднему портфелю за 6 месяцев. Данный показатель стабилизировался у БРС на уровне 12.5%, который мы считаем приемлемым с учетом специфики потребительского кредитования.

Не ожидаем существенного роста проблемных кредитов

Для сравнения, уровень проблемных кредитов у ХКФБ за тот же период мы оцениваем в 19.5%. Однако в абсолютном выражении сумма списаний у БРС за 1-е полугодие также оказалось рекордной – 13.5 млрд (по сравнению с 11.4 млрд руб за весь 2006 год). Мы связываем рост объема списаний с постепенным «созреванием» проблемных кредитов, выданных в период бурного развития сети. Учитывая, что в последние 1-1.5 года БРС снижает темпы роста POS-кредитования в пользу кредитных карт и автокредитов, мы не ожидаем в среднесрочной перспективе значительного ухудшения ситуации с просрочкой.

Ликвидность

Банк справляется с проблемой рефинансирования в неблагоприятных условиях

Для БРС весьма актуальна проблема рефинансирования значительного объема долговых обязательств. В августе банку пришлось выкупить по оферте практически весь 6-й выпуск рублевых облигаций. Мы считаем, что предъявление к оферте всего объема выпуска было связано с большой долей западных инвесторов среди держателей бумаг. В то же время, БРС продемонстрировал свои возможности по привлечению синдицированных кредитов в тяжелой рыночной ситуации: банку удалось привлечь \$250 млн за неделю до оферты.

До конца 2007 года только одно крупное погашение; доля клиентских денег в фондировании также не критична

До конца 2007 года БРС предстоит погашение только одного крупного выпуска LPN на \$300 млн (в конце сентября). Мы полагаем, что у банка не должно возникнуть проблем с погашением из собственных источников. Снижение темпов роста кредитного портфеля позволила сформировать запас ликвидности. Разрыв может быть также покрыт за счет двусторонних кредитов, т.к. требуемая сумма не является чрезмерно большой.

Рекомендация

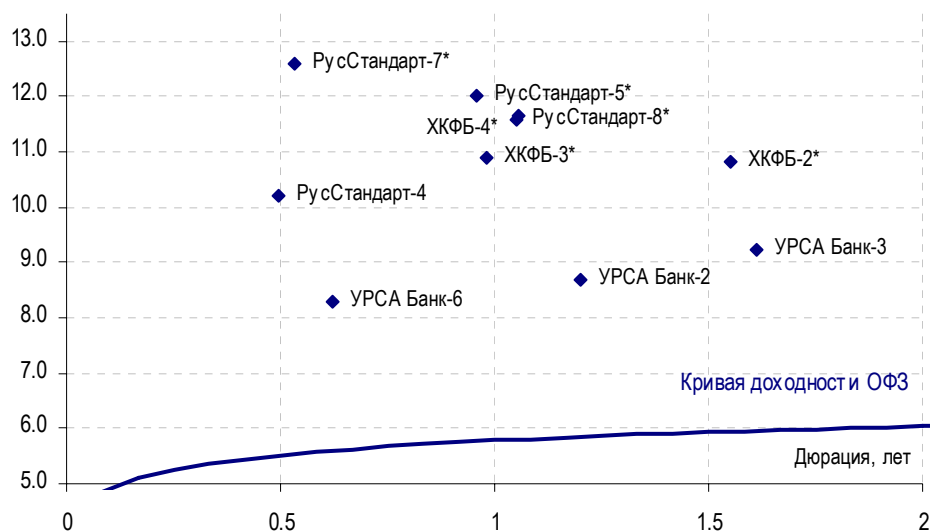
Доходности выше 12% - возможность для покупки

На наш взгляд, текущий уровень доходности по рублевым выпускам БРС (около 12% УТР) не соответствует кредитному профилю банка. Бумаги выглядят перепроданными на фоне других облигаций банковского сектора, что связано, прежде всего, с очень большим предложением долга БРС в предыдущие месяцы и значительной долей западных инвесторов.

Особенно привлекательны бумаги из списка РЕПО ЦБ

Мы считаем, что облигации БРС привлекательны по текущим ценам, особенно с учетом относительно короткой дюрации. Дополнительный повод к покупке бумаг 5-го выпуска – практически гарантированный доступ к рефинансированию в Банке России по ставке РЕПО около 6%.

Доходность облигаций на 4 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ВБД: отчетность снова не разочаровала

ВБД продолжает демонстрировать рост финансовых показателей

Вчера ВБД опубликовал отчетность по GAAP за 1 п/г 2007. Компания демонстрирует впечатляющий рост продаж во всех сегментах, при этом рентабельность, по всей видимости, остается на уровне прошлого года. Учитывая достаточно консервативный уровень долговой нагрузки, мы считаем опубликованные финансовые результаты позитивными для оценки кредитного профиля компании.

Спрэды облигаций ВБД расширились на 20-30 б.п. на волне продаж рублевого риска, однако с учетом относительно длинной дюрации мы не ожидаем быстрого снижения доходности бумаг до июльского уровня.

Рост цен на сырье пока практически не отражается на рентабельности...

Качественный сдвиг произошел в прошлом году, когда ВБД удалось удвоить темпы роста продаж. В 1пол2007 ВБД закрепил успехи, показав 40%-й рост выручки, при этом компания сохранила валовую маржу на уровне 32-33%. Мы считаем стабильность показателя валовой маржи очень важным фактором, т.к. он отражает способность компании сохранять эффективность в условиях роста цен на сырье – прежде всего, молоко, соковый концентрат и сахар. Компания увеличила отпускные цены на продукцию, переложив, таким образом, рост цен на сырье на потребителя, особенно в соковом сегменте.

Результаты Группы ВБД по US GAAP (\$млн)*

Год	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	Капитальные затраты
2005	1 394.6	140.9	10.1%	329.1	2.3x	75.1
1п/г2006	817.0	104.9	12.8%	289.5	1.4x	46.1
2006	1 762.1	234.3	13.3%	406.7	1.7x	130.0
1п/г2007	1 147.8	147.2	12.8%	445.0	1.5x	69.1

* Источник – данные компании, оценки Райффайзенбанка

...хотя рост рентабельности по ЕБИТДА также маловероятен

Рентабельность по ЕБИТДА составила в 1пол2007 12.7%, что сопоставимо с результатом за 2006 г., хотя и несколько ниже показателя за 1кв2007. Мы не ожидаем существенного роста рентабельности в 2007 году - позитивным результатом будет являться сохранение темпов роста продаж и текущего уровня маржи ЕБИТДА, при этом ключевым фактором будет способность компании эффективно управлять затратами.

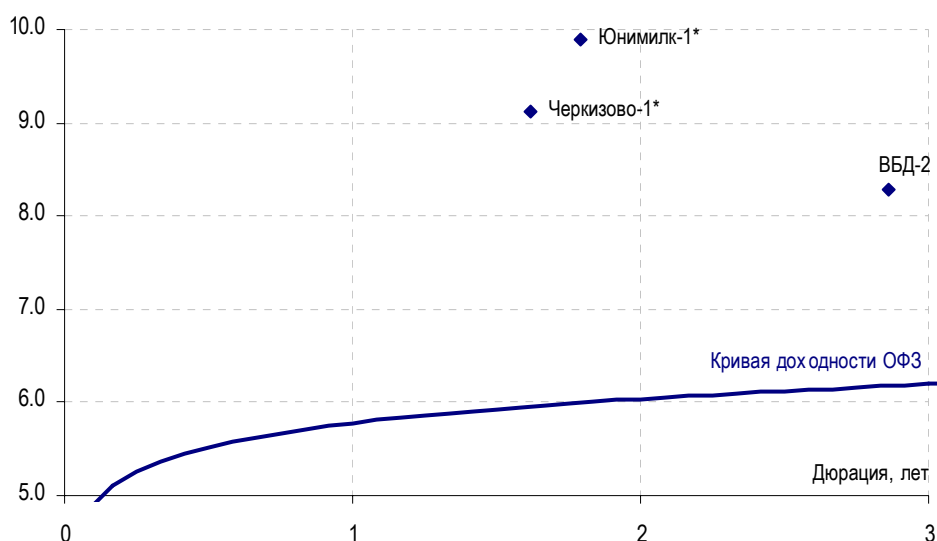
**Долговая нагрузка: 1.5x
Долг/ЕБИТДА**

Долговая нагрузка компании остается на консервативном уровне – 1.5x Долг/ЕБИТДА. В среднесрочной перспективе основным фактором роста долговой нагрузки могут стать сделки М&А в профильных сегментах. Тем не менее, мы ожидаем, что в текущем году долговая нагрузка останется в комфортных пределах. Мы полагаем, что компания в настоящий момент способна профинансировать даже весьма масштабную инвестпрограмму без роста долговой нагрузки выше 2.0x Долг/ЕБИТДА.

**Спрэды ВБД-2
расширились, но
потенциал роста цены
пока ограничен**

Текущие спрэды бумаг ВБД составляют около 210 б.п. к ОФЗ, что на 20-30 б.п. шире «докризисного» уровня. В последние дни наблюдались выборочные покупки, поэтому в ближайшее время вряд ли стоит ожидать превышения ценового уровня 102.20-102.50%. Мы пока воздерживаемся от рекомендаций по облигациям ВБД, хотя в случае восстановления спроса на рублевом рынке бумаги обладают существенным потенциалом роста цены.

Доходность облигаций на 4 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

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.