

# Рублевые корпоративные облигации

10 декабря 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

Комментарии к отчетности по МСФО за 9 месяцев 2007:

- Хоум Кредит » стр. 2
- УРСА Банк » стр. 4

## Индикаторы

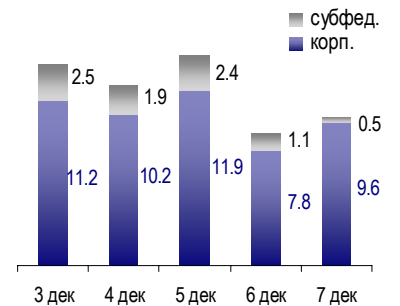
Долларов США за Евро	1.4665	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	24.5235	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 88.38	- 1.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.47%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.52%	+ 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	150	- 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	620.6	- 22.5
Остатки на д/с, млрд руб.	95.5	+ 5.9
Сальдо операций с ЦБ	- 27.7	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- АвтоВАЗ планирует разместить 10 серий биржевых облигаций

## Объем торгов на ММВБ

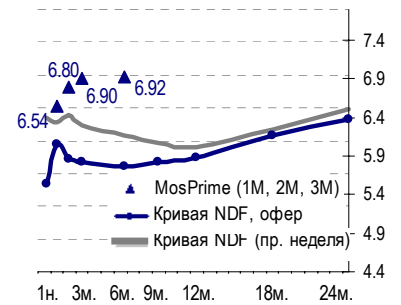


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

11 дек	Размещение АИЖК-10 (6 млрд руб., 11 лет, с амортизацией) Заседание ФРС США по ставкам
12 дек	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (4 млрд руб., дюрация 8.3 года)
13 дек	Аукцион ОБР-4 (400 млрд руб., погашение 16 июня 2008 года)
17 дек	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
18 дек	Размещение ЛЭКстрой-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	102.70	+ 20	3.1	7.35%
ЛУКОЙЛ-4	102.60	+ 20	4.8	6.98%
РСХБ-3	98.90	+ 20	2.0	*8.04%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Магнит-2	97.48	+ 148	3.6	9.11%
Детский Мир	98.97	+ 73	5.7	8.88%
Копейка-2	92.40	+ 40	1.1	*16.71%

## Лидеры падения

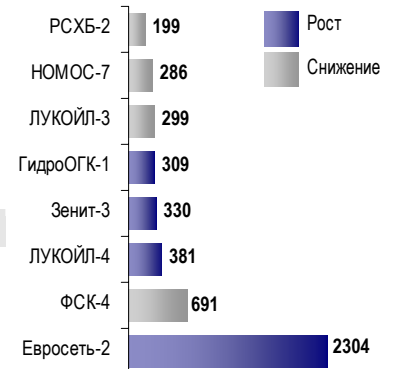
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-3	100.80	- 20	3.4	6.99%
РЖД-6	101.20	- 10	2.7	7.01%
РЖД-5	99.86	- 9	1.1	6.91%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СевстАвто-2	97.25	- 20	2.3	*9.09%
Иркут-3	101.94	- 6	2.5	8.10%
Дальсвязь-3	100.58	- 2	1.0	8.17%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## ХКФБ: обзор результатов за 9 месяцев 2007 г.

*Отчетность за 9 месяцев подтверждает основные тенденции предыдущих периодов*

В пятницу ХКФБ опубликовал отчетность по МСФО за 9 месяцев 2007 г. Результаты работы банка в 3-м квартале в целом можно назвать позитивными: показатели рентабельности и просрочки стабилизировались на уровне, достигнутом в 1-м полугодии, при этом банк возобновил рост в сегменте потребительского кредитования и удвоил ипотечный портфель.

*Риск рефинансирования по-прежнему актуален, однако мы считаем, что он полностью учтен в ценах облигаций ХКФБ*

Мы не ожидаем ухудшения финансовых показателей в последнем квартале 2007 года, поэтому текущие уровни котировок коротких 3-го и 4-го выпусков, на наш взгляд, практически исчерпали потенциал снижения. С точки зрения соотношения «риск/доходность» бумаги ХКФБ в настоящее время наиболее привлекательны для покупки в сегменте розничных банков. В то же время, мы обращаем внимание, что проблема рефинансирования рыночного долга останется для ХКФБ актуальной и в следующем году. Исходя из текущей структуры активов и обязательств, мы не видим в этом угрозы платежеспособности банка. Однако рост бизнеса ХКФБ будет сдерживаться из-за сложной ситуации на финансовых рынках.

### Основные показатели ХКФБ за 9М2007 по МСФО

Год	Активы, млрд руб.	Розничный портфель, млрд руб.	Просрочка плюс списания / портфель, %	Эффективная ставка по портфелю, %	Операционные расходы / доходы, %	Чистая процентная маржа, %	Достаточность капитала (Базель), %
9М2006	39.0	30.9	25.5%	31.8%	38.7%	26.0%	26.3%
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%
9М2007	63.7	53.9	18.8%	36.2%	44.7%	28.9%	21.1%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

*На потребительские кредиты (POS) теперь приходится менее 50% от совокупного портфеля банка*

Снижение темпов роста в 2006-м и 1-м полугодии 2007 г. мы связывали прежде всего с изменением линейки продуктов ХКФБ. Банку удалось диверсифицировать активы, сократив долю наиболее рискованных потребительских кредитов в совокупном кредитном портфеле с почти 90% в 2005 году до 47% по итогам 9М2007. В 3-м квартале рост возобновился, однако по сравнению с началом текущего года портфель потребительских кредитов ХКФБ прибавил всего 11%.

*Неожиданно быстро вырос ипотечный портфель*

Таким образом, наиболее динамичными сегментами в 2007 году станут ипотека и кредиты наличными (cash loans). Быстрый рост ипотечного бизнеса ХКФБ достигнут в основном благодаря эффекту низкой базы, и все же создание за 9 месяцев портфеля на 2.5 млрд руб. – впечатляющий результат для банка, который ранее специализировался на кредитовании в ритейловых сетях.

*По рентабельности – без особых сюрпризов; у банка есть определенный запас прочности на случай отмены части штрафов и комиссий*

Показатели рентабельности изменились не столь заметно, как этого можно было ожидать с учетом растущей стоимости заимствований и ужесточения регулирования на рынке потребкредитования:

- по нашим расчетам, чистая процентная маржа остается на уровне 25-30%, включающем определенный запас прочности – как на случай отмены части «скрытых» комиссий, так и для дальнейшего увеличения доли менее доходных авто- и ипотечных кредитов;
- объем штрафов за просроченные платежи продолжает быстро увеличиваться, за июль-сентябрь банк собрал около 500 млн руб. – столько же, сколько за все 1-е полугодие;
- столь же значительно увеличился объем агентских платежей, полученных банком от страховых компаний, что, по всей видимости, связано с возросшей долей продуктов, подразумевающих обязательное страхование жизни и/или имущества; комиссии ритейлеров, которые были значимым источником доходов банка в предыдущие годы, напротив, больше не влияют на финансовый результат;
- в качестве негативного фактора мы отмечаем значительный рост расходов на персонал (вдвое по сравнению с прошлым годом): отношение административных расходов к доходам увеличилось до 45% - сравнительно высокого уровня для специализированных розничных банков.

<i>Объем списанных кредитов – значительно меньше чем во 2-м квартале</i>	Показатели качества активов ХКФБ также изменились по сравнению с предыдущим периодом незначительно, и это тот случай, когда отсутствие плохих новостей само по себе воспринимается позитивно. Объем списаний за 3-й квартал - 439 млн руб. – существенно меньше по сравнению с рекордными списаниями 2-го квартала (1.7 млрд руб.). По отношению к среднему объему портфеля за 9 месяцев, сумма проблемных кредитов и списаний снизилась с 19.5% до 18.8%.
<i>Просрочка свыше 90 дней стабилизировалась на уровне 13-14%</i>	Без учета списаний, показатель просрочки свыше 90 дней составил бы чуть более 13%, практически не изменившись по сравнению с июнем 2007 г. Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе списания снизятся, а доля просроченных кредитов стабилизируется на уровне 13-15%, который мы считаем приемлемым с учетом высокой доходности портфеля банка. Покрытие текущих просроченных кредитов резервами, на наш взгляд, адекватно: по просроченным потребительским ссудам и кредитным картам покрытие составляет 95-96% при практически нулевом уровне для ипотечных кредитов. Однако из-за очень большого объема списаний в 1-м полугодии общее соотношение просрочки и резервов на возможные потери составило около 74%.
<i>В следующем году ХКФБ предстоит погасить долговые инструменты на 6 млрд руб и \$425 млн</i>	В дальнейшем прибыльность ХКФБ будет зависеть не только от эффективной маржи по кредитным продуктам и динамики провизий, но и от растущей стоимости фондирования: доля долговых бумаг в обязательствах составила на конец сентября 2007 г. около 67%. В феврале 2008 года банку предстоит погасить 1-й выпуск LPN на \$150 млн, в июне – второй выпуск на \$275 млн, и наконец, осенью 2008 года ХКФБ должен исполнить пут-опционы по двум рублевым выпускам на общую сумму 6 млрд руб. Таким образом, совокупный объем обязательств к рефинансированию на следующий год может превысить \$650 млн без учета синдицированных кредитов.
<i>Спрос на секьюритизацию в 2008 году может и не восстановиться</i>	Таким образом, ХКФБ по-прежнему зависит от конъюнктуры долгового рынка. Главным резервом фондирования в ближайшие месяцы, по всей видимости, будет секьюритизация активов. Мы позитивно оцениваем тот факт, что банку удалось привлечь в августе средства под требования по кредитным картам на 5.4 млрд руб. (ставка MosPrime+1.8%). Спрос на подобные инструменты по-прежнему очень далек от докризисного уровня и сейчас невозможно оценить, в какой степени он может восстановиться в 2008 году.
<i>Альтернативный инструмент – структурированные сделки для ограниченного круга инвесторов</i>	Мы полагаем, что ХКФБ будет в большей степени использовать инструменты непубличных структурированных заимствований, которые позволят банку относительно безболезненно пройти через крупные погашения. Мы также подчеркиваем, что риск рефинансирования специализированного розничного банка означает прежде всего резкое сокращение темпов роста, т.к. короткие активы позволяют в случае необходимости аккумулировать ликвидные средства. Дополнительным плюсом ХКФБ является высокий уровень достаточности капитала (21% по Базелю).
<i>Риск рефинансирования учтен в котировках; на фоне других представителей отрасли облигации ХКФБ выглядят привлекательно</i>	На наш взгляд, риск рефинансирования ХКФБ уже учтен в текущих спредах облигаций банка. В последние недели котировки рублевых бумаг банка движутся достаточно «неровно», при этом более длинный 2-й выпуск оказался на кривой доходности ниже более коротких 3-го и 4-го выпуска. Мы полагаем, что бумаги ХКФБ с текущей доходностью в диапазоне 12.50-13.00% УТР выглядят наиболее привлекательно в сегменте розничных банков. Напомним также, что все три выпуска ХКФБ включены в список рефинансирования Банка России.

## УРСА Банк: обзор результатов за 9 месяцев 2007 г.

**УРСА Банк зависит от оптового фондирования не в меньшей степени чем специализированные розничные банки**

УРСА Банк опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 9 месяцев 2007 г. Банк сохранил динамику роста кредитного портфеля как по розничному, так и по корпоративному направлению, при этом качество активов по-прежнему достаточно высоко. Основным негативным фактором кредитного профиля банка является зависимость от «оптовых» источников фондирования. На наш взгляд, при текущем соотношении корпоративных кредитов и депозитов УРСА Банк сравним по степени риска рефинансирования со специализированными розничными банками. Поэтому сложившиеся на рублевом рынке уровни доходностей облигаций УРСА Банка (на 50-200 б.п. ниже кривых доходностей Русского Стандарта и ХКФБ), по нашему мнению, интереса не представляют.

### Основные показатели УРСА Банка за 9М2007 по МСФО

Год	Активы, млрд руб.	Корп. кредитный портфель, млрд руб.	Розн. кредитный портфель, млрд руб.	Кредиты / Депозиты, раз	Операционные расходы / доходы, %	Чистая процентная маржа, %	Достаточность капитала (Норматив), %
2006	111.6	36.9	32.8	1.8	48.4%	6.9%	14.6%
1п/г 2007	143.7	50.0	50.3	2.3	50.5%	8.3%	18.6%
9М2007	165.6	61.5	69.8	2.7	49.0%	8.5%	14.6%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

\* - эффективная ставка учитывает совокупный доход по розничному сегменту

**Доля оптовой составляющей в обязательствах банка – около 47%**

Доля «оптовой» составляющей (облигации и синдицированные кредиты банков) в структуре обязательств банка составляет около 47%. Этот достаточно высокий уровень связан с активностью банка на долговом рынке в последние два года. Как следствие большого объема предложения долговых инструментов УРСА Банка, по уровню кредитного риска банк стали сравнивать с другими лидерами по объемам заимствований – специализированными розничными банками, включая Русский Стандарт и ХКФБ.

**В отличие от Русского Стандарта и ХКФБ, УРСА Банк финансирует не только розницу, но и корпоративный портфель**

Однако, на наш взгляд, УРСА Банк не вполне корректно относить к сегменту розничных банков из-за значительно более диверсифицированной структуры активов. По данным на конец сентября на корпоративные кредиты приходилось около 50% от совокупного кредитного портфеля, и никакой тенденции к снижению этой доли не прослеживается. На наш взгляд, корпоративный бизнес УРСА Банка развивается не менее интенсивно чем розничный и несет соответствующие риски.

**В декабре объявлено о планах создать инвестиционное подразделение**

Так, в начале декабря было объявлено о формировании в банке инвестиционного блока, который будет заниматься поиском объектов для портфельных инвестиций среди компаний среднего бизнеса. Насколько мы понимаем, речь идет о покупке долей в перспективных компаниях, которые не являются надежными заемщиками с точки зрения кредитного риска. Первая сделка такого типа состоялась в начале 2007 года, когда банк приобрел 19% акций региональной розничной компании «Регионмарт». На днях банк также стал владельцем 19% акций компании по производству труб и металлоконструкций «Завод ПСК».

**Заявленный горизонт «портфельных» инвестиций – 5 лет**

Суммы первых двух сделок не раскрываются. Мы полагаем, что доля «инвестбизнеса» в активах группы не будет существенной. В то же время, формирование специального управленческого блока и заявленный горизонт инвестиций (5 лет) подразумевают, что портфель подобных венчурных инвестиций на балансе УРСА Банка будет расти. У нас нет оснований сомневаться в качестве приобретаемых активов. Однако данное направление корпоративного бизнеса принципиально отличается от классических корпоративных и розничных операций с точки зрения фондирования.

**Структура финансирования длинных корпоративных сделок при столь высоком объеме рыночных заимствований не ясна**

В отличие от Русского Стандарта и ХКФБ, фондирование которых фактически «привязывается» к розничным активам, УРСА Банк частично финансирует корпоративный кредитный портфель за счет долговых инструментов. В этом смысле УРСА Банк скорее сопоставим с более крупным МДМ Банком. Однако соотношение кредитов и депозитов у УРСА Банка существенно выше – 2.7х по итогам 9 месяцев (против 1.6х у МДМ), и оно заметно выросло по сравнению с началом года.

**Качество активов остается высоким: просрочка в корпоративном сегменте близка к нулю, а в розничном - около 10%**

Качество корпоративного кредитного портфеля УРСА Банка остается высоким: доля просроченных кредитов на конец сентября составило менее 1%. Доля проблемных розничных кредитов также осталось на приемлемом уровне: около 10% в целом по розничному портфелю (включая приобретенные кредиты). Учитывая достаточно высокую долю обеспеченных кредитов физлицам, по итогам 2007 года мы не ожидаем существенных проблем, связанных с просрочкой. В то же время, опыт других игроков розничного сегмента показывает, что максимальные объемы просрочки и списаний по наиболее рискованным потребительским кредитам фиксируются по мере «вызревания» - через 1-1.5 года после периода пиковых продаж.

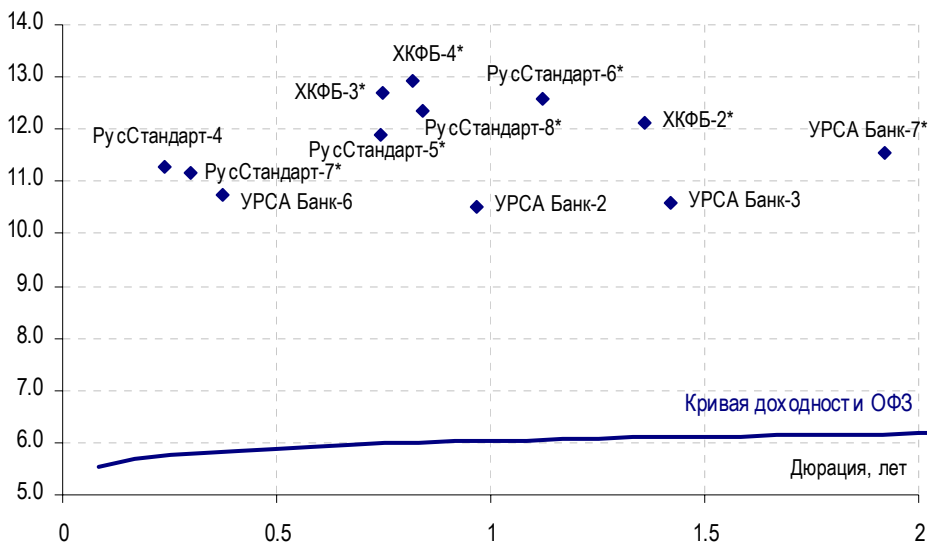
**В 2008 году трудности с рефинансированием маловероятны, однако по мере роста бизнеса дисбаланс по ликвидности может увеличиться**

Таким образом, основным негативным фактором кредитного профиля УРСА Банка является зависимость от «оптовых» ресурсов, за счет которых фондируется не только относительно короткий розничный портфель, но и более длинные корпоративные кредиты. График погашений для банка на 2008 год весьма благоприятен, поэтому мы не считаем, что банк может столкнуться с серьезными трудностями, связанными с рефинансированием долга. Однако данный риск может стать ключевым в случае, если дальнейший рост будет сопровождаться расширением дисбаланса по срочности между активами и обязательствами (особенно в корпоративном сегменте, который практически невозможно рефинансировать с помощью инструментов секьюритизации).

**Облигации УРСА Банка не интересны на фоне розничных банков**

Рублевые облигации УРСА Банка торгуются сейчас с доходностью в диапазоне 10.50-11.00%, за исключением самого длинного 7-го выпуска. По нашему мнению, спреды в 200-250 б.п. между сравнимыми по дюрации выпусками УРСА-2 и ХКФБ-4 (а также УРСА-2 и РуСтанд-6) не оправданны с кредитной точки зрения. Учитывая, что по степени риска рефинансирования УРСА не выглядит существенно сильнее специализированных розничных банков, а по рентабельности и капитализации – уступает им, мы не считаем его облигации привлекательными на текущих ценовых уровнях.

**Доходность облигаций на 7 декабря**



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
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 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.