

Рублевые корпоративные облигации

1 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Банк Возрождение - комментарий к годовой отчетности по МСФО » стр.2

РЫНОК ОФЗ

- Минута счастья » стр.4

ЭКОНОМИКА

- Поручительство на миллиард » стр.5

Индикаторы

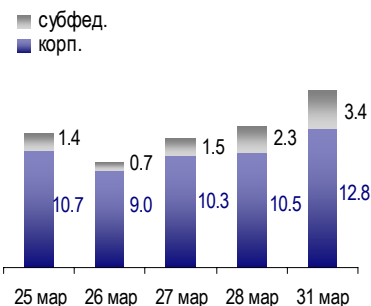
Долларов США за Евро	1.5771	- 0.2 %
Рублей за доллар США	23.4911	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 100.22	- 3.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.49%	- 19 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.30%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	194	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	596.1	+ 75.7
Остатки на д/с, млрд руб.	122.7	- 10.2
Сальдо операций с ЦБ	- 53.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируются следующие выпуски облигаций:
 - Евросеть-3 (5 млрд руб., 5 лет)
 - Номос-Лизинг-1 (3 млрд руб., 3 года)
 - СОК-Автокомпонент-2 (1.5 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

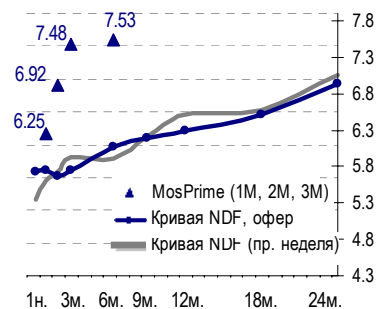


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

3 апр	Размещение МБРР-2 (3 млрд руб., годовая оферта) Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)
9 апр	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (9 млрд руб., дюрация 7.5 года)
10 апр	Заседание ЕЦБ по ставкам
15 апр	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Уплата ½ суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	96.75	+ 95	2.6	9.46%
Газпром-9	99.00	+ 50	4.8	7.58%
ЛУКОЙЛ-3	98.79	+ 44	3.2	7.62%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	100.00	+ 100	1.5	8.67%
Белон-1	99.45	+ 65	1.1	9.81%
Кокс-1	98.79	+ 49	1.2	10.20%

Лидеры падения

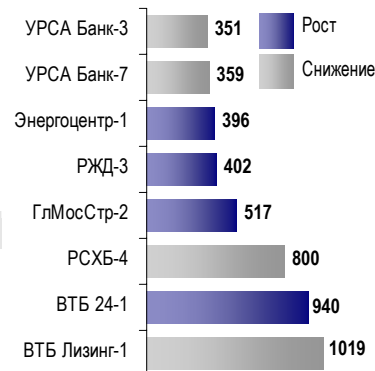
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	93.12	- 13	5.1	9.39%
ФСК-5	99.45	- 10	1.6	7.69%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Содружество-1	96.00	- 80	1.4	13.80%
ХКФБ-2	97.10	- 35	1.0	*12.45%
Миг-2	99.95	- 25	1.4	*12.39%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Банк Возрождение - комментарий к годовой отчетности по МСФО

**Выпуск Возрождение-1
ряд ли интересен из-за
длинной дюрации и
дороговизны**

В понедельник Банк Возрождение опубликовал отчетность по МСФО за 2007 г. В целом, мы позитивно оцениваем кредитный профиль банка, а основные риски на данном этапе развития мы видим в вопросах качества управления ликвидностью и издержками. Мы считаем, что негативные факторы кредитного профиля БВ компенсируются его сильными рыночными позициями, а, следовательно, и большой вероятностью того, что в случае серьезных проблем банк будет весьма привлекателен как объект для покупки. Тем не менее, представленные на рублевом рынке облигации Возрождение-1 нам не кажутся привлекательными ни по цене, ни по дюрации.

**Банк Возрождение – один
из крупнейших игроков в
Московской области**

Банк Возрождение (БВ, Moody's Ba3) занимает уверенные рыночные позиции в Московской области и входит в тридцатку крупнейших банков страны. Банк сфокусирован на кредитовании малого и среднего бизнеса и физических лиц (в основном сотрудников зарплатных клиентов), предоставляя свои услуги в регионе через 170 точек продаж и 550 банкоматов. Рост активов банка составил 52% за 2007 год и 50% за 2006, а основным источником ресурсов банка являются депозиты населения. Банк выгодно отличается диверсифицированной структурой акционерного капитала - 64% акций банка находятся в свободном обращении.

Основные показатели Банка Возрождение по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	NPL / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
2007	4539	16.0*	91.8	5.86	3.26	6.21	2.06	2.50	3.46
2006	2789	12.5	80.9	4.80	2.82	5.78	1.09	1.71	3.59
2005	1706	10.6	69.6	4.93	2.92	6.18	1.11	1.36	5.00

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

* по состоянию на 01.10.2007

**Сильная капитализация
и приемлемое качество
активов...**

Благодаря большому спросу со стороны западных инвесторов на акции российского банковского сектора, БВ успешно провел SPO в 2007 году. Достаточность капитала банка представляет неплохой запас для дальнейшего роста (достаточность капитала первого уровня 12.7%; общая 16% по состоянию на конец 3-го квартала 2007 года - банк не раскрывает данные по состоянию на конец 2007). Мы считаем, что у банка есть неплохие шансы провести еще одно размещение акции на открытом рынке в будущем, поскольку предложение акций со стороны российских частных банков пока остается достаточно ограниченным.

Качество активов БВ остается на приемлемом уровне – кредиты, просроченные более чем на один день (включая сумму основного долга полностью) составили 2.5% от кредитного портфеля на конец 2007 (2006: 1.7%). Резервы на потери по ссудам превышают объем просрочки почти в полтора раза, однако этот уровень нам не кажется излишним. Мы отмечаем наметившуюся тенденцию к сокращению провизий по отношению к кредитному портфелю в последние годы – по нашему мнению, на этапе бурного роста бизнеса такой подход нельзя назвать консервативным. Однако, положительным моментом является тот факт, что формат раскрытия проблемной задолженности является наиболее консервативным, а большая часть просрочки обеспечена залогами.

**...концентрация
кредитов могла бы
быть и меньше**

Не стоит забывать, что качество активов банка в значительной степени зависит от «поведения» его крупнейших заемщиков. На 01.01.2008 17 крупнейших кредитов БВ составляли 132% от капитала банка (177% по 13 заемщикам на начало 2007). На наш взгляд, несмотря на тенденцию к сокращению, такая концентрация бизнеса все еще является весомой для банка, позиционирующего себя в сегменте малого и среднего бизнеса (особенно принимая во внимание высокую капитализацию).

Качество доходов поддерживается существенным потоком комиссионных...

За счет увеличения доли высокомаржинальных продуктов (прежде всего, розничных) чистый процентный доход банка показал уверенный рост за последние 2 года. При этом темпы роста комиссионных доходов банка практически не отстают - на конец 2007 года чистый процентный доход банка составил 61% от операционной прибыли, а доходы в виде комиссий – 33% (01/01/2007: 60% и 35% соответственно). На наш взгляд, значительная доля комиссионных доходов означает для БВ меньшую подверженность сужению процентной маржи и положительно влияет на качество доходов.

... однако операционные издержки остаются существенными

Активное наращивание регионального присутствия БВ неизбежно влечет за собой рост операционных издержек. Мы отмечаем, что стремительный рост издержек банка компенсируется еще более бурным ростом доходов, поэтому общая прибыльность в 2007 году увеличилась (ROAA за 2007г. – 2.06%; за 2006 год – 1.09%).

Однако, на наш взгляд, дальнейший рост операционных расходов может стать критичным для рентабельности БВ. На конец 2007 года издержки возросли до уровня 6,21% от усредненных активов с 5.8% на начало 2007 года, что является весьма высоким показателем, учитывая достаточно низкую эластичность банка в управлении расходами. Филиальная сеть банка требует большого объема постоянных затрат, которые вряд ли можно существенно сократить, не прибегая к кардинальным мерам. Таким образом, при замедлении роста доходности активов по любой причине (будь то возросшая конкуренция или рост проблемных кредитов), рентабельность банка может существенно пострадать.

Рост в ущерб ликвидности?

По нашему мнению, БВ ускорил темпы роста бизнеса в 2006 и 2007 году отчасти за счет более мягкого подхода к управлению ликвидностью. Объем ликвидных активов БВ сократился на протяжении последних трех лет с уровня 30% активов до 26% на 01/01/2008 и опускался до уровня 18% на конец 3-го квартала 2007. Анализ ликвидности по ожидаемым срокам погашения активов и пассивов показывает, что банк имеет достаточно сбалансированную структуру платежей и поступлений по срокам. Однако стоит обратить внимание на то, что это ожидаемые банком, а не контрактные сроки погашения. Из презентации менеджмента БВ мы поняли, что банк в большой степени полагается на стабильность клиентских остатков «до востребования», до 70% которых рассматривает как срочный пассив. На наш взгляд, такой подход может оказаться рискованным в стрессовой ситуации т.к., по нашим оценкам, разрыв краткосрочной ликвидности БВ согласно контрактным срокам может достигать 10% от совокупных активов (около 11 млрд. рублей).

Отчасти на некоторый недостаток срочных ресурсов в 2007 году указывает тот факт, что банк привлек рублевый депозит от ЦБ РФ под гарантию Транскредитбанка, в обмен на встречную гарантию в пользу того же контрагента. Тем не менее, мы считаем, что банк вполне адекватно справляется с удлинением срочности своей ресурсной базы – БВ пролонгировал синдицированный кредит объемом \$60 млн., а также привлек срочный депозит от Внешэкономбанка (объем, к сожалению, не раскрывается).

Единственный рублевый выпуск Возрождение-1 с дюрацией более 1.7 лет торговался вчера с доходностью к погашению в 9.66%. Как отмечалось в нашем специальном отчете «Все дело в банке» от 3 марта 2008 года, в текущей конъюнктуре рынка мы не рекомендуем инвесторам покупать бумаги российского банковского сектора с дюрацией более одного года. Тем не менее, согласно нашим оценкам, приведенным в специальном отчете, доходность бумаги банка со схожим кредитным качеством и дюрацией должна быть более 10.5%.

РЫНОК ОФЗ

Минута счастья

Цены некоторых ОФЗ за одну минуту выросли более чем на 50 б.п.

В этом году настоящая жизнь на рынке ОФЗ наблюдается только раз в месяц, а именно в последнюю минуту торгов последнего рабочего дня. 31 марта, как и 29 февраля, в конце дня котировки отдельных выпусков рублевых гос. бумаг резко подскочили на высоких оборотах. Такая активность приписывается неким крупным владельцам ОФЗ, которые пытаются на одно мгновение вернуть упавшие цены бумаг на прежний уровень и подобным образом «нарисовать» себе бухгалтерскую прибыль в конце отчетного периода. Вчера большой объем сделок проходил по выпускам 26198, 46014, 46017, 46018 и 46019.

Очевидно, что другие более мелкие игроки не прочь заработать на таком минутном движении цен и продать этим крупным участникам свои пакеты бумаг по завышенной стоимости. Однако нельзя сказать, что данная игра обязательно приносит стопроцентный выигрыш.

Угадать счастливым выпуск ОФЗ сложно

По сравнению с концом февраля список выпусков, по которым наблюдалась активная торговля, вчера был в три раза меньше. При этом даже цена ОФЗ 46018, повысившись за день на 0.56%, все равно закрылась с минусом в 100 базисных пунктов по сравнению с ценой 29 февраля. Не было замечено давления на цену ОФЗ 46020, хотя в этот день она была на 180 базисных пунктов ниже, чем 29 февраля, когда поддержка этой бумаги отчетливо ощущалась. Похоже, в связи с тем, что эта бумага продолжает размещаться Минфином, крупные участники решили, что легче отразить по ней убыток, чем продолжать ее поддерживать.

В конце концов, крупные участники отразят убыток по всем бумагам и игра закончится

В связи с этим мы считаем, что игра в последнюю минуту месяца сопряжена с серьезным риском, и может в скором времени закончиться, если целью крупных участников является не бесконечное оттягивание убытка, а лишь его сглаживание. В то же время, в случае повторного движения кривой доходности ОФЗ вверх, как это было после февральского повышения ставки по РЕПО Банка России, давление на цены в конце месяца может возобновиться с новой силой. Таким образом, владельцы небольших пакетов ОФЗ получают своеобразную страховку от падения цен – некоторую компенсацию за фактически полную потерю ликвидности рынка.

ЭКОНОМИКА

Поручительство на миллиард

Газета «Ведомости» обнаружила первую сделку между банками по обмену поручительствами для кредитования в Банке России. Банк Возрождение получил поручительство Транскредитбанка на 2 млрд. рублей, позволившего ему взять кредит ЦБ на аналогичную сумму, а взамен дал ему такую же гарантию.

Теоретически инструмент рефинансирования под залог поручительства дает банковской системе безграничные возможности по кредитованию у Банка России. Правда, для этого все банки, особенно крупные, должны договориться между собой. Единственное значимое формальное ограничение таких схем – это норматив Н6, ограничивающий риск на одного заемщика 25% от собственного капитала. Так Сбербанк, при желании и если акционеры посмотрят на это сквозь пальцы, может выдать таких поручительств 10 банкам более чем на 1,5 трлн. руб.

Однако мы считаем, что если не возникнет экстраординарных проблем с ликвидностью, подобные схемы не получат большого распространения, так как они могут серьезно повысить риски банков и исказить их балансы. Кроме того, Банк России должен будет в этом случае согласиться де-факто на беззалоговое кредитование банковской системы в больших масштабах.

ЗАО «Райффайзенбанк»

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

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	npatrahin@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 Михалевиц	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	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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.