

Рублевые корпоративные облигации

16 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Промсвязьбанк – комментарий к годовой отчетности по МСФО » стр.2

ЭКОНОМИКА

- Депозиты бюджета: уже скоро » стр.4

Индикаторы

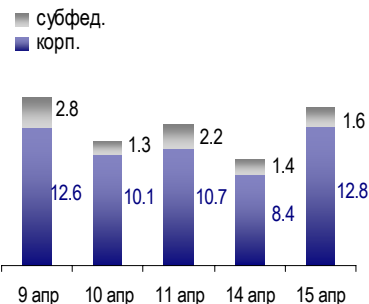
Долларов США за Евро	1.5791	- 0.3 %
Рублей за доллар США	23.4438	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 111.45	+ 1.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.73%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.27%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	177	- 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	602.0	+ 46.7
Остатки на д/с, млрд руб.	113.3	- 37.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 64.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Коммунальные технологии и инвестиции-1 (2 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

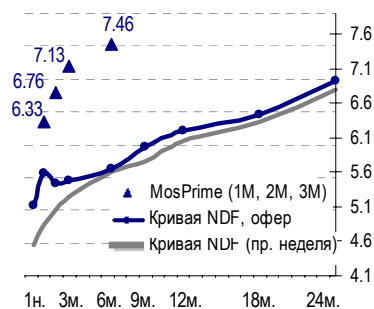


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

17 апр	Размещение УРСА Банк-8 (10 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Стройтрансгаз-3 (5 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Банк Ренессанс Капитал-2 (3 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008)
18 апр	Размещение Амурметалл-3 (3 млрд руб., годовая оферта)
23 апр	Размещение ХКФ Банк-5 (4 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение ГЛОБЭКС-1 (4 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	99.85	+ 65	4.6	7.57%
АИЖК-11	95.10	+ 35	5.5	9.42%
Мосэнерго-2	97.75	+ 35	3.4	*8.51%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
7Континент-2	99.50	+ 120	1.1	*8.41%
Транскредит-2	98.10	+ 45	1.1	*9.22%
РусСтандарт-6	96.80	+ 20	0.8	*12.68%

Лидеры падения

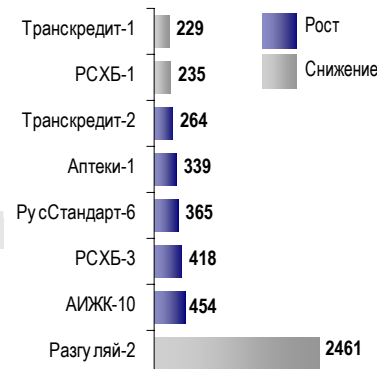
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-6	98.00	- 45	1.8	*8.84%
ОГК-5	98.69	- 11	1.4	*8.65%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
X5-1	95.00	- 100	2.0	*10.41%
СЗТел-4	98.90	- 40	2.6	8.81%
Мечел-2	99.70	- 30	2.0	*8.73%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Промсвязьбанк - комментарий к годовой отчетности по МСФО

**Промсвязьбанк
отчитался по МСФО за
2007 год – с кредитной
точки зрения
результаты банка
позитивные**

Вчера Промсвязьбанк (ПСБ) опубликовал отчетность по МСФО за 2007 г. По нашему мнению, отчетность банка выглядит весьма позитивно для держателей рублевых облигаций банка. Основными положительными моментами являются достаточный запас ликвидности для погашения рыночных заимствований в 2008 году и продолжающаяся поддержка достаточности капитала банка со стороны акционеров. Мы также отмечаем, что, несмотря на бурный рост региональной сети банка, показатели рентабельности остаются на приемлемом уровне.

Мы придерживаемся нашего мнения, изложенного в специальном отчете «Все дело в банке» от 03.03.2008, и считаем, что рублевые облигации Промсвязьбанк-5 могут быть привлекательными для инвесторов в рамках стратегии «buy and hold».

Основные показатели Промсвязьбанка 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	11947	13.51	127.4	4.97	1.00	3.38	1.56	0.79	2.41
2006	6856	16.38	122.5	4.98	1.05	3.74	1.78	0.22	2.09
2005	3854	16.54	111.0	3.27	0.63	2.77	1.54	0.35	2.50

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Запас ликвидности
достаточен для
погашения всех
обязательств в 2008
году**

Несмотря на достаточно высокую зависимость ПСБ от рыночных источников фондирования, структура активов и пассивов банка адекватно сбалансирована по срокам до погашения, что позволит ПСБ расплатиться по всем обязательствам, возникающим в 2008 году. В 2007 году ПСБ сократил долю ликвидных активов до 23% (с 31% на конец 2006 года) в основном за счет сокращения торгового портфеля ценных бумаг.

Такой подход вполне оправдан, учитывая возросшую волатильность на фондовых рынках. Однако теперь, планируя запас ликвидности, ПСБ в большей степени полагается на грядущие погашения в кредитном портфеле, что более характерно для банков с высокодиверсифицированными портфелями. Учитывая достаточно концентрированный бизнес ПСБ, мы отмечаем, что такой подход ведет к увеличению зависимости платежеспособности банка от качества его крупнейших заемщиков.

**Акционеры
демонстрируют
готовность поддержать
достаточность
капитала ПСБ**

Бурный рост кредитного портфеля ПСБ в 2007 году привел к сокращению достаточности капитала до уровня 13.51%, однако это вряд ли ограничит темпы роста банка, поскольку в июле 2008 года планируется увеличение капитала ПСБ на 4.3 млрд. рублей. Акционеры банка также заявили о планах по проведению допэмиссии во второй половине года, однако сумма еще не определена.

**ПСБ - все еще
корпоративный банк, но
новые бизнес
направления быстро
растут**

Бизнес ПСБ пока остается сконцентрированным в корпоративном сегменте, но доля розницы быстро росла в 2007 году и составила на конец года 13.7% от кредитного портфеля банка (2006: 9.9%). Мы отмечаем, что в состав корпоративного портфеля также включаются высокомаржинальные сегменты кредитования малых предприятий и факторинга. Таким образом, доля высокодоходных сегментов бизнеса в кредитном портфеле составляет 26% (2006: 17%). Мы считаем, что контролируемый рост ПСБ в высокомаржинальных сегментах бизнеса говорит о постепенной адаптации банка к текущим рыночным условиям и положительно сказывается на его кредитном профиле.

**Качество активов
хорошее...**

Уровень проблемной задолженности (кредитов, просроченных более чем на 90 дней) на конец года составлял лишь 0.8% от кредитного портфеля ПСБ (2006: 0.22%): объем проблемных кредитов в корпоративном портфеле составил 0.3%, а в розничном 4%. Резервы на возможные потери созданы в достаточном объеме, перекрывая уровень проблемной задолженности в 3 раза на конец 2007 года.

Мы считаем, что высокое качество активов ПСБ отчасти поддерживалось за счет бурного роста кредитного портфеля банка в 2007 году (в абсолютном выражении проблемные кредиты выросли за 2007 год в 5 раз). По мере замедления темпов роста, мы не исключаем возможности некоторого ухудшения качества активов ПСБ в 2008 году, однако считаем, что оно будет в достаточной мере компенсировано растущей доходностью за счет новых бизнес направлений.

...однако степень концентрации корпоративного портфеля оставляет желать лучшего

На конец 2007 года доля кредитов 5 крупнейшим заемщикам составила порядка 90% от капитала банка, практически не изменившись с конца 2006 года. Как мы уже отмечали выше, от качества крупнейших заемщиков банка теперь зависит не только прибыльность и капитализация ПСБ, но и его ликвидность. Достаточно сконцентрированный кредитный портфель банка, по нашему мнению, остается слабой стороной кредитного профиля ПСБ.

Позитивный фактор – улучшение качества доходов банка

За счет увеличения высокодоходных направлений ПСБ показал неплохую прибыльность в 2007 году (RoAA 1.56%). Несмотря на существенное увеличение объемов резервирования, чистая процентная маржа практически не изменилась по сравнению с 2006 годом и осталась на достаточно высоком уровне в 5%. Мы также отмечаем улучшение качества доходов банка: доля комиссионных доходов оставалась на достаточно высоком уровне, а зависимость ПСБ от торговых операций с ценными бумагами существенно сократилась.

Операционные расходы остаются под контролем

Несмотря на продолжающееся развитие филиальной сети, операционные затраты банка находятся под жестким контролем, а показатели эффективности даже улучшились. Так, соотношение операционных затрат к усредненным активам сократилось до 3.38% с 3.74% годом ранее, что является достаточно сильным показателем для многофилиального банка. Соотношение операционных расходов к доходам банка также улучшилось и составило 51.3% на конец 2007 года (2006: 55.6%)

Рост депозитной базы не отставал от роста рыночных ресурсов

Несмотря на усилившуюся конкуренцию на рынке привлечения депозитов во второй половине 2007 года, ПСБ показал хорошую динамику роста как корпоративных, так и розничных вкладов. Доля клиентского фондирования банка несколько возросла и составила 56% от всех обязательств банка в 2007 году (2006: 53%). Мы считаем, что в текущей рыночной конъюнктуре способность активно наращивать долю клиентского фондирования является позитивным фактором для кредитного качества ПСБ.

Ожидаем ограниченного сужения спредов

Единственный рублевый выпуск Промсвязьбанк-5 торговался вчера с доходностью 11.03% к офферте в мае 2009 года. В текущей рыночной ситуации мы видим ограниченный потенциал роста цен поскольку считаем, что облигации банка со схожими кредитными характеристиками с дюрацией около 1 года должны предлагать доходность на 50 б.п. меньше (см. наш специальный отчет «Все дело в банке» от 03.03.2008). В рамках стратегии «buy and hold» мы рекомендуем инвесторам покупать рублевые облигации Промсвязьбанк-5 при доходности от 10.5%.

ЭКОНОМИКА

Депозиты бюджета: уже скоро

Мы считаем, что, предстоящий аукцион является пробным, и не ожидаем на нем высокой активности

В четверг пройдет первый аукцион по размещению средств федерального бюджета на депозиты коммерческих банков. Мы считаем, что, несмотря на большой объем предлагаемых средств (300 млрд. руб.), этот аукцион является пробным, и вряд ли на нем будет наблюдаться высокая активность участников. Во-первых, не все банки технически готовы к участию в аукционе. Во-вторых, многие банки захотят дождаться начала налоговых выплат, чтобы понять насколько в действительности напряженной будет ситуация с ликвидностью.

Срок депозита нестандартный – 26 дней, минимальная ставка - 7.25%: условия не слишком привлекательные. Банки, взявшие подобные средства, рискуют понести убытки, если вдруг средние ставки денежного рынка на данном отрезке времени будут ниже. Хотя аукцион пройдет в четверг, бюджетные деньги будут перечисляться кредитным организациям в пятницу, когда начнутся первые платежи по НДС. В связи с этим ряд банков, у которых нет большого объема бумаг из Ломбардного списка, вполне возможно, захотят воспользоваться новым инструментом уже на этой неделе, чтобы закрыть собственную потребность в ликвидности.

Прогноз объема размещения на аукционе: 5-10 млрд. руб.; общая потребность в бюджетных деньгах в апреле: 120-170 млрд. руб.

Учитывая вышесказанное, мы оцениваем возможный объем размещения на предстоящем аукционе в размере 5-10 млрд. руб. Что касается общей потребности в бюджетных деньгах в апреле, то по нашим прогнозам она может составить 120-170 млрд. руб. Все будет зависеть от объема валютных интервенций ЦБ на этой и следующей неделях.

После значительного перерыва, с понедельника Банк России начал опять активно покупать валюту на рынке. За два дня этой недели размер валютных интервенций по нашим оценкам составил около 3 млрд. долл. Мы прогнозируем, что в апреле Центральный Банк купит еще около 9 млрд. долл. В этом случае дефицит ликвидности банковской системы в этом месяце составит около 300 млрд. руб., половина из которого будет компенсирована размещением бюджетных средств на депозитах.

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.