

Рублевые корпоративные облигации

29 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ЭКОНОМИКА

- Повышение ставок ЦБ: что дальше? » стр.2
- Пропустили дефицит» стр.3

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- Банк Национальная Факторинговая Компания » стр.4

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Промтрактор-3 (5 млрд руб., 5 лет)

ВЧЕРА

- Банк Союз-3 (2 млрд руб.) размещен под 10.36% годовых к оферте через 1 год

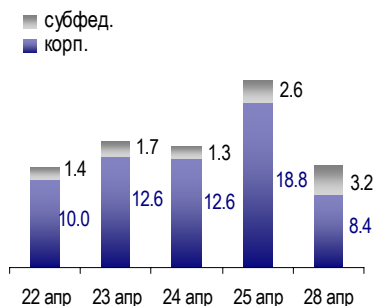
КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

29 апр	Размещение ЧТПЗ-3 (8 млрд руб., 7 лет)
	Размещение МБРР-3 (3 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Банк Национальная Факторинговая Компания-2 (2 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Газэнергосеть-2 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение Группа Разгуляй БО-3 (500 млн руб., 1 год)
	Размещение Москва-45 (5 млрд руб., дюрация 3.5 года)
	Размещение Москва-46 (2.4 млрд руб., дюрация 1.2 года)

Индикаторы

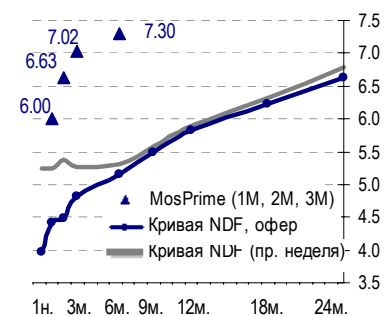
Долларов США за Евро	1.5659	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	23.6058	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 116.51	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.63%	- 8 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.33%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	155	+ 3 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	425.1	- 40.6
Остатки на д/с, млрд руб.	89.4	- 6.2
Сальдо операций с ЦБ	+ 92.3	

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	98.69	+ 57	3.3	*8.21%
АИЖК-8	95.00	+ 39	4.2	*9.15%
ЛУКОЙЛ-4	100.20	+ 20	4.6	7.49%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	97.00	+ 50	1.3	*11.62%
Кокс-1	99.30	+ 30	1.2	9.78%
ЦентрТел-4	106.55	+ 15	1.2	8.58%

Лидеры падения

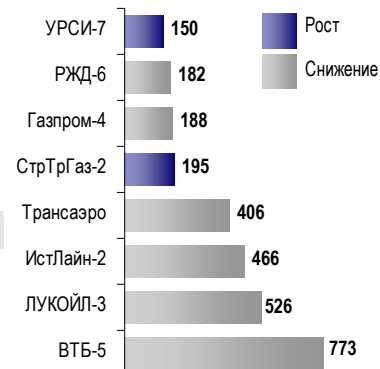
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-6	100.05	- 36	2.3	7.46%
АИЖК-10	94.60	- 35	5.7	9.32%
ГидроОГК-1	99.50	- 33	2.8	8.45%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русфинанс-4	95.90	- 63	1.7	10.55%
Зенит-2	99.30	- 30	0.8	9.50%
ХКФБ-2	97.20	- 30	1.0	*12.56%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ЭКОНОМИКА

Повышение ставок ЦБ: что дальше?

В отличие от западных ЦБ Банк России реагирует на инфляцию постфактум

После вчерашнего повышения ставок ЦБ возникает закономерный вопрос: что будет дальше. По нашему мнению, в сегодняшних условиях у Банка России пока нет четко определенной стратегии поведения. Он еще не решил, до какого уровня необходимо поднимать процентные ставки, нужно ли при этом укреплять еще и рубль. Что несомненно, так это продолжающийся рост инфляции, который заставляет Банк России что-то делать. При этом, в отличие от центральных банков развитых стран, ЦБ реагирует на инфляцию постфактум, не пытаясь действовать упреждающе.

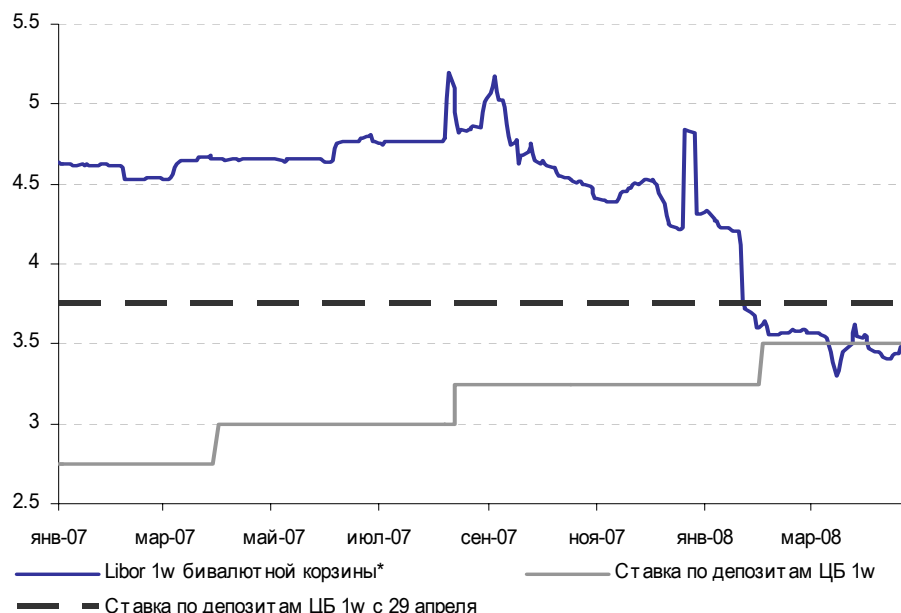
Антиинфляционные действия ЦБ нужно ожидать летом, до того, как начнет работать эффект базы

По нашему мнению, агрессивные действия ЦБ могут закончиться, как только годовые темпы инфляцию начнут падать. Мы считаем, что это произойдет уже скоро, когда начнет работать эффект высокой базы прошлого года. Уже в июне можно ожидать значительного падения темпов инфляции, а с сентября, когда цены в прошлом году особенно бурно росли, снижение инфляции будет исчисляться в процентных пунктах. Поэтому, по нашему мнению, если и стоит ожидать дальнейшего повышения ставок ЦБ или укрепления рубля в этом году, то только летом.

Сдерживающий фактор для повышения ставок ЦБ: опасения по поводу "carry trade"

Но мы видим еще один сдерживающий фактор для повышения ставок Банком России, который он сам не раз упоминал в своих программных документах. Это опасность спекулятивного притока капитала. Фактически фиксированный курс рубля к бивалютной корзине создает условия для сделок «carry trade». Схема выглядит следующим образом: фондирование в валюте, конвертация в рубли и размещение их на денежном рынке, или на худой конец, на депозитах в ЦБ. После вчерашних действий Банка России впервые за несколько лет ставки по его депозитам стали значительно превышать ставки внешнего фондирования для первоклассных заемщиков. Этот спред может еще более расширяться, учитывая, что краткосрочные ставки Libor по доллару падают вслед за ставкой ФРС и могут еще более снизиться, когда денежный рынок на западе несколько успокоится.

Соотношение ставки по депозитам ЦБ с условиями внешнего фондирования



*Ставка бивалютной корзины рассчитывалась по формуле $55\% \cdot Libor_{USD} + 45\% \cdot Libor_{EUR}$

Источник: Банк России, Reuters

Вне зависимости от того, привлечет ли описанная выше схема «carry trade» большой объем спекулятивных денег или нет, Банк России, по нашему мнению, теперь будет очень нервно воспринимать любой приток капитала. И это может явиться основанием для прекращения дальнейшего повышения ставок, по крайней мере, по депозитам. Кроме того, вполне возможно, что опасения по поводу подобных арбитражных операций могут дать толчок для изменения курсовой политики, повышения ее гибкости – о чем не раз уже заявлялось представителями ЦБ. Правда, как это сделать без значительного укрепления рубля – пока неясно.

Размещение облигаций Москвы будет хорошим индикатором того, как долговой рынок отреагировал на повышение ставок ЦБ

Что же касается влияния уже произошедшего повышения ставок ЦБ на рынок рублевых облигаций, то мы пока в полной мере его не увидели. По нашему мнению, вторичный рынок потерял ликвидность и не может быстро реагировать на подобные события. Поэтому мы ожидаем, что эффект от повышения ставок в первую очередь проявится на первичном рынке. Сегодняшнее размещение 45-ого и 46-ого выпуска облигаций Москвы будет хорошим индикатором. Ранее мы заявляли, что доходность в 7% для годового 46 выпуска вполне приемлема. Теперь, как нам кажется инвесторы заходят дополнительную премию к этой доходности в 10-15 б.п., так как вряд ли столь быстрое повышение ставки РЕПО ЦБ было полностью заложено в цену на прошлом размещении.

Пропустили дефицит

Вчера из банковской системы неожиданно ушло около 240 млрд. рублей

Вчера, совершенно неожиданно во второй половине дня, денежный рынок ощутил резкий недостаток рублевой ликвидности: ставки с 4-5% повысились до 10-12%. Уровень корсчетов опустился до минимального уровня за последние полгода. Ожидалось, что уплачиваемый в понедельник налог на прибыль составит 120-150 млрд. руб., так как в апреле его объем традиционно ниже среднего.

Взять вовремя деньги у ЦБ успели не все, в результате ставки подскочили до 12%

Однако в этом месяце сезонный фактор почему-то не сработал: за вчерашний день из банковской системы ушло около 240 млрд. рублей – почти столько же, сколько и в марте. В результате банкам пришлось спешно брать деньги в РЕПО у ЦБ: те, кто успел, взял по 6.5% на втором аукционе, кто нет – по 8.25%. Общий объем РЕПО с Банком России составил 110 млрд. руб.

Сегодняшний день также будет очень сложным с точки зрения ликвидности

Сегодня больших изъятий бюджета не ожидается, кроме того, придут деньги от вчерашних покупок валюты ЦБ, которые составили по нашим оценкам \$2-3 млрд. В то же время банкам надо восстанавливать очень низкий уровень корсчетов, кроме того, начнутся изъятия наличной валюты населением, готовящегося к праздникам. Поэтому мы ожидаем, что сегодняшний день на денежном рынке будет также очень сложным.

Ожидаются новые поступления в Ломбардный список

По сообщению ММВБ, с 30 апреля в секторе госбумаг начнется обращение 7 выпусков облигаций: Москва-46, Вимм-Билль-Данн-3, АФК Система-1, ВТБ 24-2, Номос-банк-8, Банк Союз-4. Теперь можно ожидать, что в самое ближайшее время эти бумаги будут допущены к сделкам РЕПО с ЦБ. Для этого Банк России должен включить их в Ломбардный список и установить по ним дисконты. Учитывая майские праздники, это может произойти в ближайшие две-три недели.

КОММЕНТАРИЙ К РАЗМЕЩЕНИЮ

Банк Национальная Факторинговая Компания

Кредитный профиль НФК выглядит приемлемо, однако доходность выпуска не привлекательна

Сегодня состоится размещение 2-го выпуска рублевых облигаций Банка Национальная Факторинговая Компания (НФК - Moody's B2 / S&P B-, объем 2 млрд. руб, оферта через 1 год). Основными положительными моментами кредитного профиля банка, на наш взгляд, являются высокий уровень капитализации, широкая процентная маржа и адекватное качество портфеля, а также наличие банковской лицензии. Из негативных моментов мы отмечаем высокую зависимость от «оптовых» источников фондирования и недостаточно консервативный подход к управлению ликвидностью.

На наш взгляд, кредитный профиль компании в целом выглядит достаточно сильно, однако ориентир по доходности (ставка купона 13%) не выглядит привлекательным, т.к. на рынке существуют альтернативы с сопоставимой доходностью, однако более высокими рейтингами и возможностью рефинансирования через операции РЕПО с ЦБ.

НФК – пионер на рынке факторинговых услуг с долей рынка 10%

Банк НФК, пионер на российском рынке факторинговых услуг, был выделен в 2004 году из банка Никойл. НФК контролируется бенефициарным акционером группы Уралсиб, однако развивается как отдельный бизнес и обладает собственной банковской лицензией. На конец 2007 года активы НФК достигли 10.3 млрд. рублей, а факторинговый портфель 7.4 млрд. рублей, показав прирост в 48% и 18% соответственно. Несмотря на достаточно скромный размер компании в абсолютном значении, НФК является третьим по размеру игроком на рынке факторинговых услуг с долей рынка порядка 10% (уступая позиции ФК Еврокоммерц и Промсвязьбанку).

Основная специализация – перспективный сегмент сложных факторинговых услуг,..

Конкурентным преимуществом НФК являются сильные рыночные позиции на пока достаточно узком, но весьма перспективном сегменте сложных факторинговых услуг (таких например как факторинговые услуги без прямого финансирования, международный факторинг, синдицированный факторинг и т.п.). Позитивными характеристиками НФК также является сильная управленческая команда (что отмечено двумя рейтинговыми агентствами), высокие стандарты риск менеджмента, а также современная система ИТ, позволяющая совершать до 70% документооборота по факторинговым операциям в электронном режиме.

.., однако НФК постепенно теряет рыночные позиции, так как основной спрос сейчас создается в других сегментах

Тем не менее, такая специализация компании, хотя и выглядит достаточно перспективной в будущем, в настоящее время проявляется в весьма скромных темпах роста компании по сравнению с ее основными конкурентами, которые специализируются в основном на дисконтировании счетов-фактур (т.е. кредитовании под уступку дебиторской задолженности - самом простом, однако быстро растущем сегменте рынка). Мы отмечаем, что инвесторы могут недооценить качественные характеристики компании на фоне сокращающейся доли рынка НФК, а также отсутствия разницы в рейтингах с основным конкурентом – ФК Еврокоммерц. Тем не менее, мы считаем, что позитивным моментом для держателей бумаг НФК является наличие у нее банковской лицензии (которой нет у Еврокоммерца), что говорит о более пристальном надзоре и потенциальной возможности привлекать депозиты.

Основные показатели НФК по МСФО

Год	Факторинговый портфель, \$ млн	Достаточность капитала (Базель), %	Ликвидные активы / Совокупные активы, %	Чистая процентная маржа, %	Операционные расходы / Усредненные активы, %	Операционные расходы / Операционные доходы, %	RoAA, %	NPL / Факторинговый портфель, %	Провизии / Кредитный портфель, %
2007	300	29.1	29.8	12.6	5.44	48.8	3.49	4.42	4.27
2006	236	32.8	13.0	13.3	5.22	40.8	4.81	3.56	3.85
2005	158	н/д	21.2	15.4	4.25	29.6	6.54	н/д	3.65

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Качество портфеля адекватно выбранной бизнес модели, а высокая капитализация - дополнительный фактор комфорта в случае роста проблемной задолженности

Качество портфеля компании выглядит вполне адекватно выбранной бизнес модели – рост проблемной задолженности до уровня 4.4% от портфеля компенсируется высокой доходностью операций. Мы не склонны считать, что показатели просрочки занижены, т.к. рост портфеля в 2007 году был достаточно скромным, а дюрация факторинговых сделок как правило очень короткая.

Объем провизий на первый взгляд выглядит недостаточным (соотношение проблемной задолженности к резервам составило 103.6% на конец 2007 года). Однако большая часть просрочки приходится на промежуток до 30 дней, который, как правило, характеризуется высокой долей «технических» неплатежей – т.е. уровень реальных проблем в портфеле гораздо ниже. Дополнительный фактор комфорта для инвесторов на случай существенного роста проблемной задолженности – высокий уровень капитализации НФК.

Доходность остается на очень высоком уровне

Доходность факторингового бизнеса в России остается на достаточно высоком уровне, т.к. несмотря на усиливающуюся конкуренцию, рынок далек от насыщения. Мы не считаем снижение чистой процентной маржи доходности активов компании в 2007 и 2006 году критичными, т.к. эти показатели все равно остаются на очень высоком уровне (12.6% и 3.5% соответственно на конец 2007 года).

Высокая зависимость от рыночных ресурсов и недостаточно консервативное управление ликвидностью...

Модель развития факторингового бизнеса в России весьма схожа с ранним этапом развития потребительского кредитования, когда основным источником фондирования были рыночные заимствования. На сегодняшний день НФК не обладает депозитной базой, и все ресурсы компании представлены рыночными заимствованиями и фондированием со стороны аффилированного банка. Качество управления ликвидностью НФК также нельзя назвать консервативным, поскольку компания допускает существенные разрывы между сроками погашения активов и пассивов на коротких горизонтах.

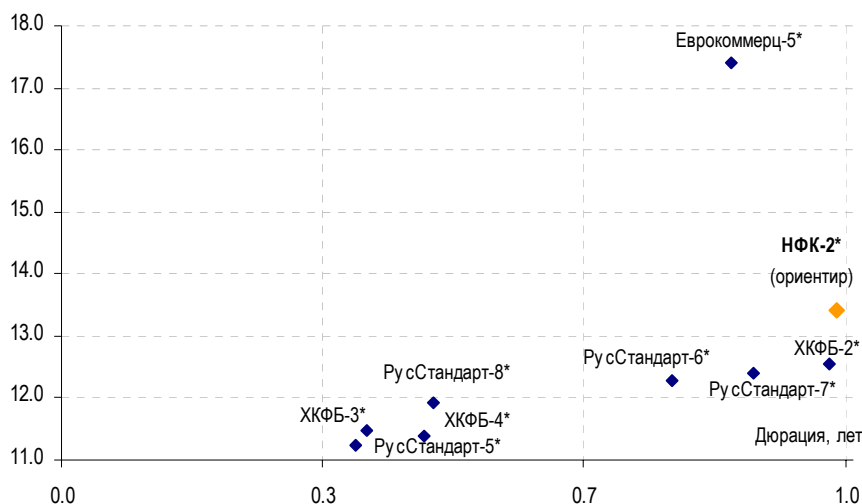
...отчасти компенсируются потенциальной поддержкой со стороны аффилированных структур

Мы считаем, что в текущей рыночной ситуации высокая зависимость от «оптовых» источников фондирования является самой слабой стороной компании, однако отмечаем, что НФК потенциально может рассчитывать на поддержку со стороны аффилированных структур – в первую очередь банка Уралсиб (В+/Ва3/В+). НФК также заявляет о наличии безотзывных кредитных линий со стороны банков, к которым она может прибегнуть в случае необходимости, однако имена этих контрагентов не раскрываются.

Мы видим лучшие альтернативы на рынке и не рекомендуем покупать бумаги НФК

В целом мы считаем, что кредитный профиль НФК выглядит достаточно сильно, однако, уровень доходности, озвученный организаторами (ставка купона 13%) не соответствует качеству предлагаемой бумаги. Мы видим более привлекательные альтернативы на рынке с сопоставимой доходностью, однако, с более высокими рейтингами и возможностью использования таких бумаг в операциях РЕПО с ЦБ. В качестве таких альтернатив могут выступать короткие выпуски ХКФ-Банка и Банка Русский Стандарт.

Доходность облигаций на 28 апреля



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 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	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.