

Рублевые корпоративные облигации

10 июля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ЭКОНОМИКА

- Укрепление с сюрпризом» стр. 2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ХКФ Банк – рынок слышит ФАС» стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5741	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	23.4214	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 135.78	- 4.1 %
Москва-39, дох. % год.	7.42%	+ 40 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.58%	- 7 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	719.1	+ 12.4
Остатки на д/с, млрд руб.	377.5	- 24.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 85.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

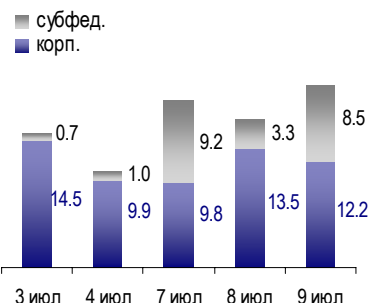
СКОРО

- Планируется 2-ой выпуск ОМК объемом 5 млрд руб.

ВЧЕРА

- ОФЗ-ПД 25063 (дюрация 3.0 года) размещен на 4.62 млрд руб. из 6 млрд руб. под 6.53% годовых
- ОФЗ-АД 46021 (дюрация 7.3 года) размещен на 1.34 млрд руб. из 5 млрд руб. под 6.82% годовых

Объем торгов на ММВБ

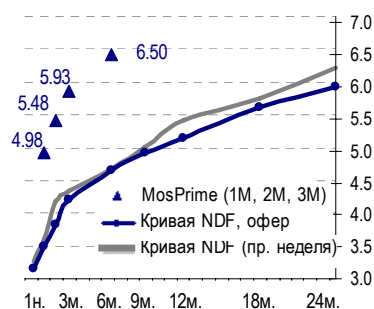


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

10 июл	Размещение ПСК Стройиндустрия (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение Транскредитбанк-3 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение РБК ИС, БО-5 (1.5 млрд руб., 1 год)
	Аукцион ОБР-6 (20 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
11 июл	Размещение Номос-Лизинг-1 (3 млрд руб.)
15 июл	Размещение ВТБ-Лизинг-2 (10 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Ханты-Манский СтройРесурс-2 (2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	91.70	+ 30	4.1	*10.13%
ФСК-2	101.00	+ 20	1.8	7.83%
Мосэнерго-1	99.30	+ 14	1.1	*8.32%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-5	100.07	+ 51	0.7	*12.98%
Мечел-2	99.65	+ 24	1.8	*8.78%
ЦентрТел-4	105.34	+ 22	1.0	8.85%

Лидеры падения

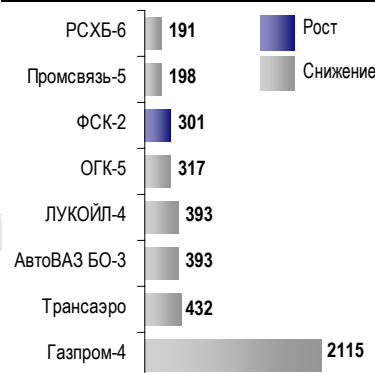
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.05	- 25	1.0	7.01%
Газпром-4	101.15	- 19	1.5	7.57%
ОГК-2	96.25	- 10	1.9	10.06%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	98.20	- 35	0.8	*11.85%
Петроком-2	99.03	- 6	1.1	9.62%
СаНОС-2	101.05	- 5	1.3	9.34%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ЭКОНОМИКА

Укрепление с сюрпризом

ЦБ значительно увеличил объемы регулярных интервенций, что привело к резкому росту стоимости бивалютной корзины

Вчера на валютном рынке происходили интересные события: ЦБ расширил валютный коридор и одновременно резко увеличил объемы регулярных интервенций (по нашим оценкам 9 июля они превысили \$1 млрд.). Ко второму шагу участники рынка были явно не готовы. В результате, после того, как в начале торгов бивалютная корзина опустилась до уровня 29,41-29,42 руб., ее стоимость резко подскочила на покупках Банка России, достигнув 29,52 руб. Закончился же день уровнем 29,48 руб., не так далеко от прошлого предполагаемого бида ЦБ в 29,51 руб. Мы считаем, что возросшая волатильность курса рубля может развязать руки ЦБ при повышении процентных ставок.

Стоимость бивалютной корзины 9 июля



Источник: ММВБ, Reuters, оценки Райффайзенбанка

Первый зампред ЦБ Алексей Улюкаев объяснил повышение объема регулярных интервенций увеличением нефтегазовых доходов бюджета (в связи с ростом цен на нефть), а также предстоящей уплатой квартального НДС. Рост нефтегазовых доходов означает увеличение поступлений в государственные фонды (Резервный фонд и ФБП) и, соответственно, необходимого объема конвертации в иностранную валюту. Однако наши расчеты показывают, что рост нефтяных цен до \$130 за баррель должен был привести к увеличению регулярных интервенций ЦБ максимум на 30%, а никак не в 2-3 раза.

Отсылка же на квартальную уплату НДС выглядит еще более странной, так как именно для снижения напряженности в налоговые дни и создавали механизм размещения бюджетных средств на депозиты. Кроме того, сейчас в банковской системе около 500 млрд. руб. свободных средств и вбрасывать в нее дополнительные деньги по крайней мере нелогично.

По нашему мнению, главной целью при повышении регулярных интервенций ЦБ было отпугнуть спекулянтов

По нашему мнению, главной целью при увеличении объема регулярных интервенций ЦБ было отпугнуть спекулянтов, о чем в частности недавно говорил Константин Корищенко. Банк России надеется, что если спекулянты уйдут с рынка, курс не будет все время находиться у нижней границы поддержки и начнет колебаться внутри постоянно расширяющегося коридора. И тогда ЦБ сможет повышать ставки для борьбы с инфляцией, не опасаясь carry-trade.

Мы считаем, что если Банк России в действительности намерен покупать по \$1 млрд. в день, то стоимость бивалютной корзины еще долго не опустится до нижней границы ЦБ даже во время налоговых выплат. В сегодняшних условиях у спекулянтов может просто не хватить возможностей, чтобы ежемесячно продавать ЦБ по \$10 млрд. Однако мы не уверены, что столь большие объемы регулярных интервенций сохраняться надолго, так как данная мера во многом является проинфляционной. Нам кажется, что ЦБ надеется напугать спекулянтов большими объемами, а потом их все же снизить.

Если ЦБ удастся удержать курс выше границы поддержки в течение двух-трех недель, то он начнет агрессивно поднимать ставки

Мы не беремся предсказывать, кто победит в борьбе спекулянтов и Центрального банка. История показывает, что ЦБ в таких случаях выигрывает крайне редко, однако негативный внешний фон сейчас явно играют на руку Банку России. В то же время мы считаем, что если ЦБ все же удастся удержать курс выше границы поддержки в течение двух-трех недель, то он начнет агрессивно поднимать ставки, надеясь, что повысившаяся волатильность рубля предотвратит carry-trade.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ХКФ Банк – рынок слышит ФАС

Результаты ХКФБ по МСФО за 1 кв. 2008 нейтральны, но негативный новостной фон определяет котировки

ХКФ Банк опубликовал отчетность по МСФО за первый квартал 2008 года. По нашему мнению, результаты банка за первые три месяца 2008 года нейтральны для его кредитного профиля. В тоже время мы считаем, что информация о претензиях, предъявленных ХКФБ со стороны ФАС, и их исход являются определяющими факторами движения котировок рублевых облигаций ХКФБ в ближайшем будущем.

Основные показатели ХКФБ по МСФО

Год	Активы, млрд руб.	Достаточность капитала (Базель), %	Просрочка (90+) / кредитный портфель, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	Чистая процентная маржа, %	Комиссионный доход / усредненные активы, %	RoAA, %
1 кв 2008	82.4	19.8%	11.9%	13.3%	10.61%	7.74%	3.50%
2007	81.4	19.8%	12.1%	12.2%	9.42%	7.25%	3.12%
1 кв 2007	47.4	23.7%	14.2%	12.5%	11.29%	4.58%	1.76%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Кредитный портфель рос в первом квартале за счет сокращения доли ликвидных активов

В первом квартале 2008 года активы ХКФБ практически не увеличились, однако кредитный портфель показал 7%-й рост, что в основном произошло за счет сокращения доли ликвидных активов в структуре баланса (с 11.9% на конец 2007 года до 8.4%). Основным фактором роста послужили кредиты наличными (наиболее доходный и рискованный продукт), доля которых в кредитном портфеле возросла с 12.1% до 13.7%.

Качество активов и уровень резервирования улучшаются

Качество кредитного портфеля несколько улучшилось в течение первого квартала (доля NPL сократилась с 12.3% на 31.12.2007 до 11.9%). В основном такая динамика была обусловлена списанием порядка 0.8 млрд. рублей безнадежных кредитов на фоне растущего объема кредитования. В то же время, в первом квартале 2008 года наметилась положительная, на наш взгляд, динамика роста объема провизий по отношению к проблемной задолженности, которое возросло со 106% на конец 2007 года до 112%.

Доходность растет за счет штрафных комиссий, однако издержки тоже не отстают

Банк улучшил показатели доходности активов в 2008 году в первую очередь за счет роста комиссионных доходов (в большей степени штрафных комиссий, свое отношение к учету которых мы уже выражали в ежедневном отчете от 14.03.2008). В то же время, чистая процентная маржа и показатели эффективности показали умеренно негативную динамику по сравнению с результатами первого квартала 2007 года.

Давление со стороны ФАС может существенно снизить доходность кредитных операций банка,

Вчера, по сообщениям прессы, Федеральная Антимонопольная Служба (ФАС) предъявила ХКФБ претензии касательно неполного раскрытия стоимости кредитов (в частности «скрытых» комиссий). Скорее всего, инициация подобного разбирательства будет означать для ХКФБ полную отмену «скрытых» комиссий и существенное снижение доходности по вновь выдаваемым кредитам. Как мы уже отмечали в нашем ежедневном отчете от 14.03.2008, более всего мы обеспокоены растущим объемом издержек банка. При текущем уровне операционных затрат, по нашим подсчетам, уже 20%-го сокращения эффективной доходности кредитного портфеля будет достаточно для того, чтобы сделать выдачу новых кредитов экономически неоправданной.

, и ХКФБ придется серьезно пересмотреть свою бизнес модель.

В целом, мы расцениваем результаты ХКФБ за первый квартал 2008 года как нейтральные для оценки его кредитного профиля. Однако, по нашему мнению, определяющим фактором в настоящий момент является исход инициированного ФАС разбирательства в отношении банка. При значительном сокращении эффективной ставки по кредитному портфелю, ХКФБ придется проводить существенное сокращение издержек, и, вполне вероятно, изменять риск-профиль кредитных операций с целью повышения их доходности.

Русский Стандарт уже прошел через подобное испытание и его облигации нам кажутся привлекательнее

Мы придерживаемся мнения, что в рамках стратегии «buy and hold» предпочтительнее выглядят сопоставимые по дюрации выпуски Банка Русский Стандарт (БРС), который уже доказал свою устойчивость, полностью отменив дополнительные комиссии еще в августе 2007 года и уже достаточно давно ведет оптимизацию своей бизнес модели. Из наиболее ликвидных выпусков мы рекомендуем обратить внимание на рублевые облигации БРС-6.

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
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

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.