

Рублевые корпоративные облигации

26 августа 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Русь-Банк: стоит подумать об альтернативах » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Динамика денежной массы: никаких поводов для оптимизма » стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4752	- 0.3 %
Рублей за доллар США	24.4323	+ 0.6 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 113.18	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	9.33%	+ 11 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	- 1 б.п.

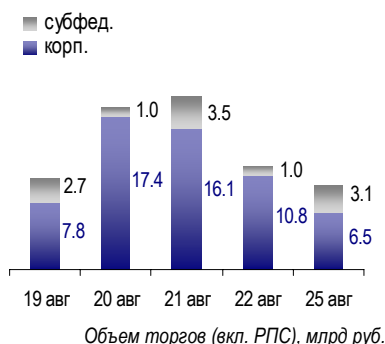
Остатки на к/с, млрд руб.	508.3	- 162.2
Остатки на д/с, млрд руб.	80.8	+ 0.3
Сальдо операций с ЦБ	- 5.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Судостроительный Банк-3 (1.5 млрд руб., 3 года)

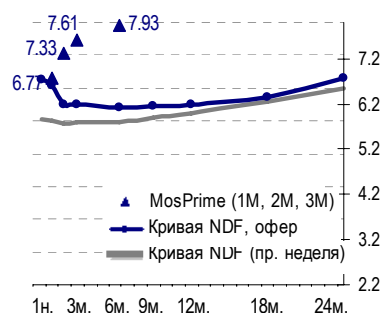
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

28 авг	Размещение Ашинский металлургический завод-1 (2 млрд руб., 2-летняя оферта) Аукцион ОБР-6 (10 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года) Уплата налога на прибыль
3 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года) Аукцион ОФЗ-АД 46022 (9 млрд руб., дюрация 9.1 года)
4 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
15 сен	Аукцион ОБР-7 (250 млрд руб., погашение 16 марта 2009 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	99.95	+ 45	3.6	7.70%
АИЖК-6	91.10	+ 15	4.0	10.09%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русфинанс-3	98.28	+ 21	0.7	10.32%
ГАЗ	99.70	+ 15	0.5	*10.21%
РусСтандарт-8	99.90	+ 10	0.1	*9.02%

Лидеры падения

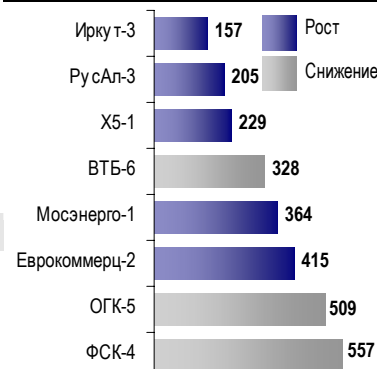
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	83.05	- 185	4.8	11.86%
АИЖК-10	83.50	- 150	5.5	11.81%
Газпром-8	96.00	- 49	2.8	8.64%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	104.10	- 85	1.0	9.58%
Мечел-2	93.51	- 69	1.7	*12.89%
ТМК-3	100.80	- 20	1.4	*9.21%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Русь-Банк: стоит подумать об альтернативах

**Мы рекомендуем
предъявлять к оферте
рублевые бонды Русь-
Банка**

Сегодня запланирована оферта по второму выпуску рублевых облигаций Русь-Банка (Moody's: B2) объемом 2 млрд. рублей. Мы ознакомились с результатами банка и считаем, что участие в аукционе по заявленной ставке купона 12.5% (YTM 12.9%) не представляет интереса. Мы считаем, что кредитный профиль Русь-банка весьма схож с Уральским Банком Реконструкции и Развития, чьи рублевые облигации предлагают большую доходность при сопоставимом уровне кредитного риска.

Основные показатели Русь-Банка по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала 1-го уровня, Базель %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Торговые доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	Проблемные кредиты / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
2007	2894	10.44	83	0.69	4.61	4.36	1.20	1.10	7.51
2006	1254	11.07	97	5.63	1.06	4.17	1.67	1.44	6.78

Источник: данные банка, оценки Райффайзенбанка

**Русь-Банк
контролируется
акционерами
Росгосстраха и тесно
сотрудничает с ними**

Русь-Банк является средним по размеру активов банком, который на уровне бенефициарных владельцев (Д.Хачатуров) тесно аффилирован со страховой группой Росгосстрах. Существенная доля операций Русь-Банка связана с финансированием строительного бизнеса акционеров, однако банк также пользуется поддержкой со стороны аффилированной страховой группы, которая размещает значительные ресурсы в банке. В последние годы Русь-Банк довольно активно развивает розницу - как привлечение депозитов, так и кредитование населения, однако доминирующим сегментом все еще остается корпоративный бизнес. Региональная сеть банка состоит из 35 филиалов. В конце 2007 года Русь-банк приобрел контрольный пакет акций екатеринбургского банка Драгоценности Урала.

**Уверенный рост бизнеса
в 2007 году
сопровождался таким же
ростом в кредитовании
связанных с банком
сторон**

Финансовые показатели банка выглядят, по нашему мнению, позитивно лишь на первый взгляд. Уверенный рост активов банка в 2007 году (+115%) был достигнут во многом за счет прироста депозитной базы, что помогло банку сохранить низкую зависимость от рыночных источников финансирования. Тем не менее, более половины приращенного объема кредитов за 2007 год пришлось на финансирование проектов связанных сторон, что увеличило долю такого кредитования в портфеле банка до 36% или 234% от капитала банка (32% и 218% годом ранее). При этом портфель демонстрирует достаточно высокую степень концентрации на ограниченном круге заемщиков.

**Позитивный момент –
рост доли розничного
бизнеса, отчасти за счет
приобретения банка
Драгоценности Урала**

Среди позитивных моментов мы отмечаем растущую долю розничного бизнеса, не связанного с акционерами, который, по нашему мнению, несмотря на повышенные риски, выглядит более предпочтительно с точки зрения кредитного профиля банка. Доля розничных кредитов в портфеле Русь-банка увеличилась за 2007 год с 15% до 20%, в основном благодаря росту объемов потребительского и автокредитования (50% и 23% портфеля кредитов физ. лиц). Покупка уральского банка положительно сказалась на доле розничного фондирования Русь-Банка. Депозиты населения выросли в 2007 году почти в пять раз и составили порядка трети всех клиентских ресурсов.

**Объем просрочки невелик,
однако размер провизий
несопоставимо высок**

Банк не раскрывает объем просрочки в кредитном портфеле, однако по информации из отчета Moody's доля просроченных кредитов составляет 1.1% портфеля на конец 2007 года. Несмотря на это, доля провизий по МСФО непропорционально велика и продолжает увеличиваться, что, по нашему мнению, может быть следствием большого объема необеспеченных кредитов связанным сторонам, а также консолидацией уральского банка. Мы полагаем также, что быстрый рост портфеля Русь-банка в 2007 году не дает возможности в полной мере оценить объем просрочки по розничным видам кредитов, и в целом согласны с консервативным подходом аудиторов в части резервирования.

**Рыночные риски
внушительны из-за
большой доли
инвестиций в ценные
бумаги, однако структура
портфеля меняется**

Мы обращаем внимание на весомую долю портфеля ценных бумаг в структуре активов Русь-банка (более 25%), что, по нашему мнению, подвергает его дополнительным рыночным рискам. Позитивным моментом является тот факт, что структура инвестиций в ценные бумаги претерпела некоторые изменения в 2007 году – а именно, мы отмечаем существенное снижение доли акций. Это снижение было восполнено ростом инвестиций в векселя банков. Тем не менее, мы полагаем, что в текущей конъюнктуре рынка инвестиции в инструменты с фиксированной доходностью выглядят все же более безопасными, чем игра на падающем рынке акций.

**Кредитные операции не
принесли банку прибыли в
2007 году, однако продажа
портфеля акций
поддержала финансовый
результат**

Доходность операций банка в 2007 году была обусловлена двумя основными факторами – высокий уровень убытков от резервирования по кредитному портфелю, который был компенсирован доходами от продажи портфеля акций. Без учета торговых доходов финансовый результат Русь-банка оказался бы в отрицательной зоне, на что также указывает снижение чистой процентной маржи до 0.69% и низкой доли комиссионных доходов на фоне довольно высокого уровня операционных затрат (4.4% от усредненных активов). По-видимому, будущая доходность операций Русь-Банка будет напрямую зависеть от качества обслуживания, обеспеченности залогами и погашения кредитов, по которым были сформированы повышенные резервы.

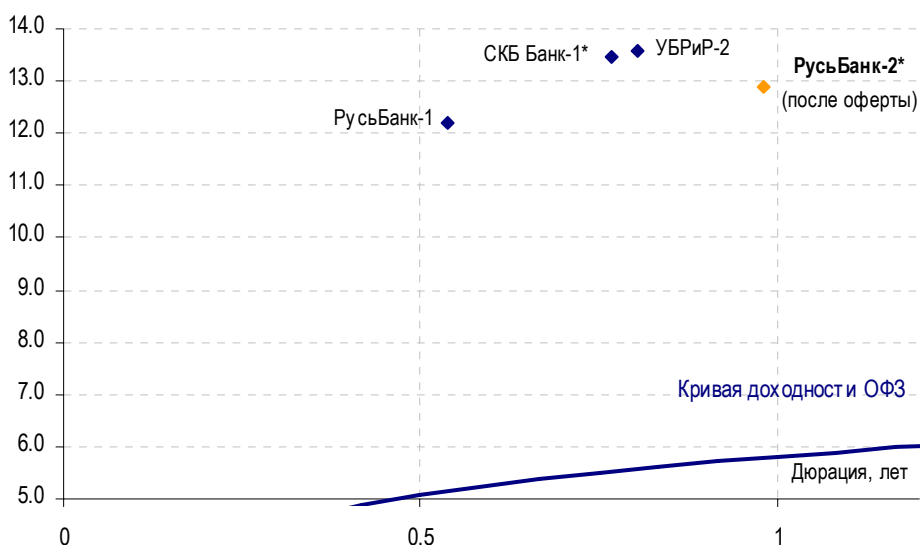
**Ликвидность не
вызывает сомнений во
многом благодаря
поддержке акционеров**

Как мы уже отмечали выше, Русь-Банк фондируется в основном клиентскими средствами – соотношение кредитного портфеля к депозитам банка не превышает 100%, что говорит о невысокой зависимости банка от рыночных ресурсов. Накопленный разрыв в ликвидности на горизонте до одного года не существенен и составляет 1.3% активов банка. Ликвидность Русь-Банка в значительной степени выигрывает от поддержки со стороны аффилированной страховой группы, которая размещает в банке крупные депозиты. В общей сложности, акционеры банка и связанные с ними структуры обеспечили порядка трети клиентского фондирования банка на конец 2007 года.

**Мы не рекомендуем
держат бумаги Русь-
банка, т.к. видим более
привлекательные
доходности при
сопоставимом или
лучшем кредитном
качестве эмитентов**

В целом, мы полагаем, что кредитный профиль Русь-Банка схож с Уральским банком реконструкции и развития (см. наши ежедневные обзоры от 18.06.2008 и 14.02.2008). Новая ставка купона по выпуску Русь-Банк-2 заявлена на уровне 12.5%, что соответствует доходности к годовой оферте 12.9%. Мы отмечаем, что инвесторам с соответствующим аппетитом к риску не стоит удерживать бумаги Русь-Банка и обратить внимание на рублевые выпуски УБРиР-2, которые при более короткой дюрации предлагают более высокую доходность. Также в качестве интересных альтернатив мы видим выпуски более сильного с кредитной точки зрения СКБ-Банка (см. наш ежедневный обзор от 25.06.2008).

Доходность облигаций на 25 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

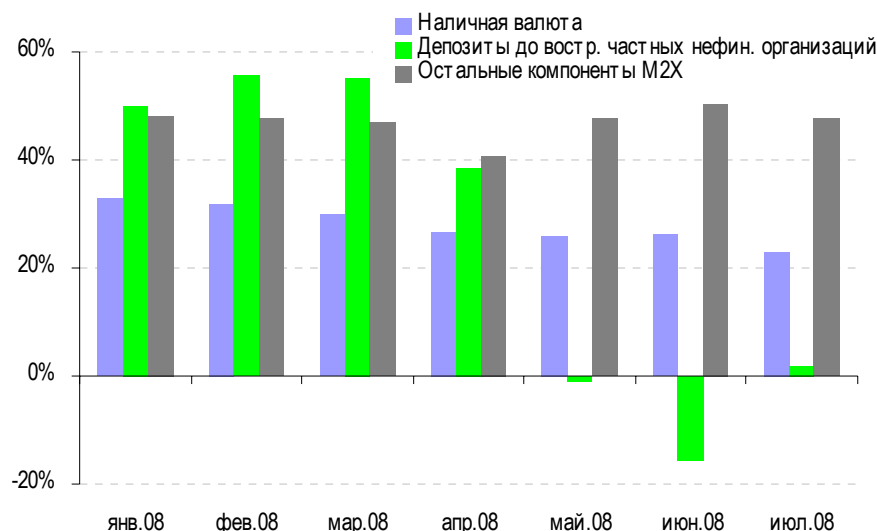
ЭКОНОМИКА

Динамика денежной массы: никаких поводов для оптимизма

На прошлой неделе первый зампред ЦБ Геннадий Меликьян заявил, что ужесточение денежно-кредитной политики привело к снижению темпов роста банковской системы до желаемого уровня, и, по его мнению, Банку России необходимо подождать с дальнейшими мерами по борьбе с инфляцией. Однако, по нашим оценкам, охлаждения денежной сферы пока так и не произошло: темпы роста денежной массы, очищенной от несвязанных с инфляцией эффектов, не снижаются.

Проанализировав динамику денежной массы, разложенную на компоненты, мы пришли к выводу, что произошедшее в 2008 году резкое снижение темпов роста этого денежного агрегата целиком и полностью связано с двумя ее составляющими. В первую очередь, это депозиты до востребования нефинансовых организаций, годовые темпы роста которых в мае-июне стали отрицательными. Также существенно замедлился рост наличной валюты в обращении. Остальные показатели денежной массы в 2008 году продолжают расти темпами чуть менее 50% в год.

Динамика широкой денежной массы по компонентам (у-о-у)

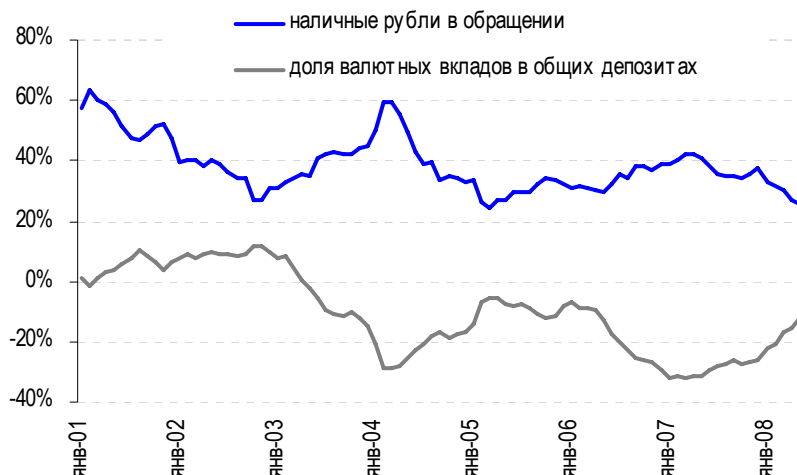


Источник: Банк России

Мы уже писали, что снижение объема депозитов до востребования по сравнению с весной-летом 2007 года, по нашему мнению, связано с продажей активов ЮКОСа. На счета Газпромбанка поступило больше 700 млрд. руб., часть из которых в июле получила Роснефть и сразу же использовала для выплаты своих долгов; около 450 млрд. руб. в октябре изъял бюджет. Снижение темпа роста активов банков в первой половине 2008 года (по сравнению с аналогичным периодом прошлого года), о чем в частности упоминал г-н Меликьян, как раз и связано с огромным объемом средств, которые были временно размещены на депозитах в Газпромбанке, а затем выведены. По нашему мнению, подобные движения денежных средств имеют очень опосредованное отношение к инфляции и денежно-кредитной политике ЦБ.

Наблюдающееся в 2008 году замедление роста наличной валюты в обращении, по нашим оценкам, также повлияет на инфляцию в минимальной степени. Мы связываем такое замедление с изменением поведения населения, которое начало перекладывать рублевые накопления, хранящиеся в наличности, в валютные. На это указывает повысившиеся чистые объемы продаж иностранной валюты населению. Еще одним косвенным подтверждением является увеличение доли валютных депозитов в общей структуре вкладов физических лиц. Таким образом, «лежащие под подушками» рубли частично заменили на доллары и евро, что привело к снижению темпов роста наличной валюты в обращении.

Динамика наличной валюты в обращении и изменение валютной структуры депозитов населения (у-о-у)



Источник: Банк России

Если не учитывать описанные выше искажения, становится очевидно, что значимого ослабления монетарного давления в 2008 году не произошло. Складывается удивительная ситуация: условия внешних заимствований значительно ухудшились, процентные ставки повысились, а объемы банковского кредитования по-прежнему растут темпами 50% в год. Мы видим два главных объяснения подобной ситуации. Во-первых, с осени 2007 года в банковскую систему стали поступать средства государственных институтов развития: сначала от ВЭБа, потом от Олимпстроя и Роснотех, теперь от Фонда ЖКХ – в общей сложности это более 600 млрд. руб. Другое объяснение связано с тем, что спрос на кредиты в России пока не очень сильно отреагировал на произошедшее повышение процентных ставок: либо из-за недостаточного насыщения рынка банковских услуг, либо из-за того, что российский бизнес до сих пор воспринимает ужесточение условий заимствования как временное явление.

Таким образом, по нашему мнению, у Центрального банка сейчас нет никаких реальных оснований для успокоения и ему необходимо продолжить ужесточение денежно-кредитной политики: расширять валютный коридор и повышать процентные ставки. Мы не склонны недооценивать заявление г-на Меликьяна, но все же считаем, что Банк России просто вынужден будет как-то реагировать на негативную инфляционную динамику. Уже практически ясно, что никакой дефляции в августе не будет, и по нашим прогнозам, цены не снизятся и в сентябре. А значит, становится все более прозрачной цель удержания годовой инфляции в рамках 12%.

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.