

# Рублевые корпоративные облигации

5 сентября 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Промсвязьбанк – результаты за 1п2008 года по МСФО » стр. 2

### ЭКОНОМИКА

- Валютный рынок опять забирает рубли » стр. 4

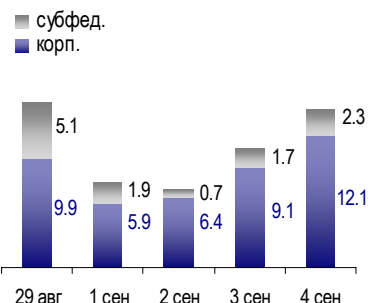
## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.4488	- 0.2 %
Рублей за доллар США	24.9555	+ 0.8 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 106.63	- 0.8 %
Москва-39, дох. % год.	10.23%	+ 23 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.78%	+ 4 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	712.6	- 14.0
Остатки на д/с, млрд руб.	81.8	+ 6.8
Сальдо операций с ЦБ	- 175.2	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

## Объем торгов на ММВБ

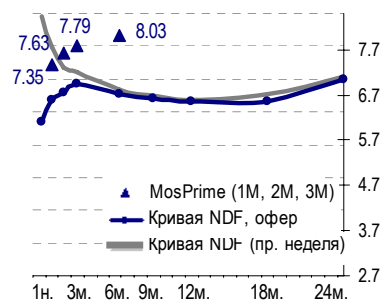


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

10 сен	Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (9 млрд руб., дюрация 4.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 11.2 года)
15 сен	Аукцион ОБР-7 (250 млрд руб., погашение 16 марта 2009 года) Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Уплата ½ суммы акцизов
16 сен	Заседание ФРС США по ставкам
25 сен	Уплата НДС, ½ суммы акцизов

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВТБ-6	99.50	+ 22	0.8	*9.53%
ВТБ-5	99.87	+ 17	0.6	*9.10%
ОГК-5	98.85	+ 15	1.0	*8.82%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	98.35	+ 10	0.7	*12.13%
Мечел-2	94.20	+ 15	1.7	*12.46%
ВолгаТел-3	100.00	+ 10	1.2	8.66%

## Лидеры падения

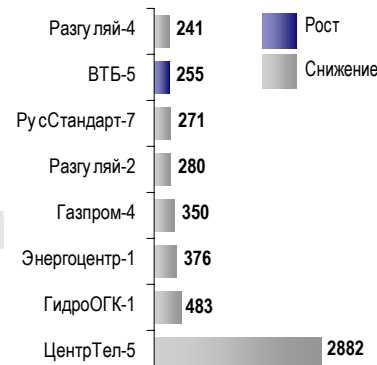
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	79.00	- 300	4.7	13.25%
АИЖК-6	82.00	- 280	3.9	13.04%
АИЖК-9	80.70	- 180	4.7	12.55%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	77.00	- 178	4.9	14.34%
ЧТПЗ-1	98.00	- 70	1.6	11.03%
ВБД-3	99.60	- 65	0.5	*10.40%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Промсвязьбанк – результаты за 1п2008 года по МСФО

*Промсвязьбанк отчитался по МСФО за 1п2008 года – результаты банка по большей части позитивны*

Вчера Промсвязьбанк (BB-/Ba2/B+) опубликовал отчетность по МСФО за 1п2008 г. По нашему мнению, банк показал хорошие результаты, и мы позитивно оцениваем его кредитный профиль. Основным положительным моментом является достаточный запас ликвидности, а к негативным сторонам мы относим резкий рост проблемной задолженности, который пока в адекватно покрывается провизиями.

#### Основные показатели Промсвязьбанка по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала первого уровня (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, %
1п2008	15501	9.42	131	4.64	1.07	3.28	1.52	1.60	2.91
2007	11947	9.41	127	4.97	1.00	3.38	1.56	0.79	2.41
2006	6856	11.1	123	4.98	1.05	3.74	1.78	0.22	2.09

*Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка*

*Зависимость от «оптовых» ресурсов практически не изменилась, но их стоимость возросла*

Промсвязьбанк показал уверенный рост активов в 1п2008 года (+30%) благодаря пропорциональному росту как депозитной базы, так и рыночного фондирования. В этой связи зависимость банка от «оптовых» ресурсов осталась практически неизменной (соотношение кредитного портфеля к депозитам лишь немного увеличилось до 131%). Банк успешно рефинансировал все международные обязательства, что сопровождалось умеренным ростом стоимости фондирования – соотношение процентных расходов к платным обязательствам составило 5.58% против 5.44% на конец 2007 года.

*С ликвидностью проблем не видим*

Запас ликвидных активов Промсвязьбанка продолжал сокращаться в 1п2008 года (18% против 23% на конец 2007 года), что, однако, не сказалось негативно на его общей ликвидности. Разрывы между активами и пассивами по срокам до погашения остались практически неизменными и не вызывают особых опасений. При условии того, что банк не будет сталкиваться с серьезными задержками в погашении выданных кредитов, структура баланса вполне адекватна для того, чтобы Промсвязьбанк смог расплатиться по всем крупным обязательствам, не прибегая к рефинансированию.

*Просрочка резко возросла...*

Объем проблемной задолженности Промсвязьбанка резко увеличился в 1п2008 года (в 2.7 раз в абсолютных цифрах), причем, порядка трети (1 млрд рублей) от этого прироста пришлось на сегмент крупных корпоративных заемщиков, а остальная часть - на потребительские и автокредиты. Динамика просрочки значительно опередила рост самого кредитного портфеля (+30% за 1п2008), что привело к заметному увеличению ее доли (1.6% против 0.8% на конец 2007). Также заметно снизился коэффициент покрытия проблемных кредитов провизиями (с 305% до 182%).

*...за счет разницы и корпоративных кредитов регионах*

Судя по всему, такая динамика отражает бурную региональную экспансию Промсвязьбанка. Доля проблемных кредитов пока не выглядит угрожающей, но мы несколько обеспокоены темпами их прироста. Вполне вероятно, что, несмотря на продолжающуюся калибровку кредитных стандартов в регионах, объем просрочки по ранее выданным кредитам может еще увеличиться и во второй половине года. С другой стороны, мы отмечаем заметную разницу в кредитных ставках между регионами и столицей, которая отчасти компенсирует повышенный уровень проблем в региональных портфелях.

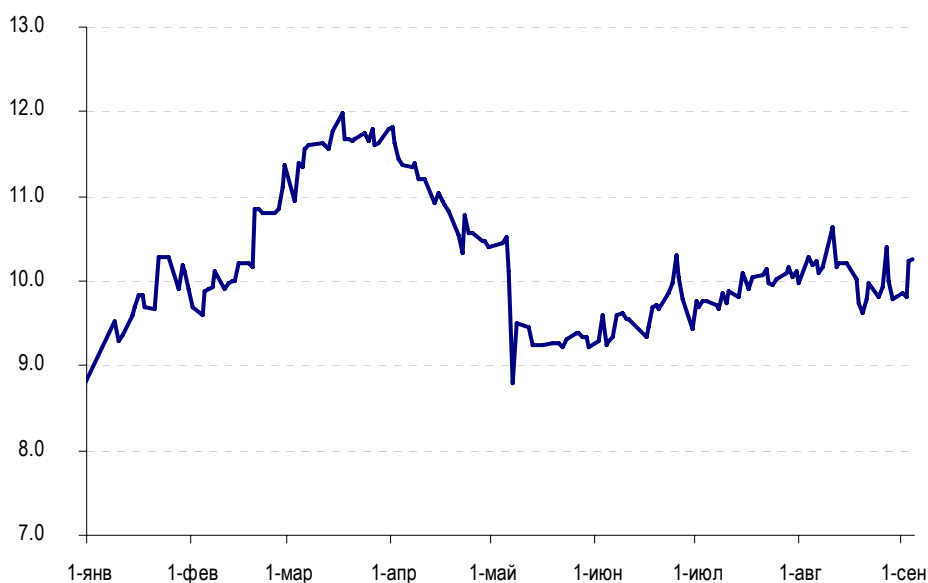
**Прибыльность  
стабильна за счет  
качественного контроля  
над расходами**

Банк показал неплохие финансовые результаты - приведенный к годовому значению RoAA практически не изменился. Некоторое сокращение чистой процентной маржи (с 4.97% до 4.64%) было компенсировано возросшим объемом комиссионных доходов, а также заметным снижением операционных издержек. Филиальная сеть Промсвязьбанка продолжала увеличиваться в 2008 году (в т.ч. за счет приобретения регионального Волгопромбанка), однако расходы были под контролем – cost-to-income снизился на 5.2 п.п. до 46.1%, а соотношение операционных расходов к усредненным активам с 3.38% до 3.28%. К потенциальным угрозам для прибыльности Промсвязьбанка мы относим ухудшающееся качество его активов, которое может потребовать повышенного объема резервирования.

**Мы позитивно оцениваем  
кредитный профиль  
банка, но потенциала в  
его облигациях не видим**

Единственный рублевый выпуск Промсвязьбанк-5 торговался вчера с доходностью 10.2% к офферте в мае 2009 года. Мы вполне позитивно оцениваем кредитный профиль Промсвязьбанка и считаем, что он вполне адекватно справляется с проблемами, возникающими в непростой рыночной ситуации. Тем не менее, учитывая негативную конъюнктуру сегодняшнего рынка облигаций, мы не видим потенциала к росту цен рублевого выпуска банка.

**Доходность облигаций Промсвязьбанк-5, % годовых**



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ЭКОНОМИКА

### Валютный рынок опять забирает рубли

По нашим оценкам, вчера банки купили у ЦБ около \$4 млрд. – это значит, что сегодня банковская система лишится примерно 100 млрд. руб. Мы считаем, что наличие твердого верхнего уровня поддержки ЦБ должно успокоить участников рынка, однако, появление очередной порции негативных новостей может еще раз, правда в меньшем объеме, спровоцировать покупки валюты у Банка России.

Отток 100 млрд. руб. банки возместили сегодня с помощью операций РЕПО с ЦБ, объем которых пока не достиг критического уровня. Однако с 24 сентября, когда начнется уплата основных налогов, дефицит ликвидности станет нарастать. Мы считаем, что, даже если участники рынка не будут больше покупать валюту у Банка России, к концу месяца дефицит банковской ликвидности увеличится еще по крайней мере на 100 млрд. руб., достигнув 450 млрд. руб. С учетом размещения бюджетных средств на депозитах система рефинансирования должна справиться с таким объемом дефицита, но ее возможности постепенно исчерпываются.

По нашим оценкам, с учетом имеющихся лимитов на банки, Минфин без проблем может разместить 300-350 млрд. руб., из них 210 млрд. руб. уже находится на депозитах. Поэтому лимиты большинства банков в скором времени могут быть полностью исчерпаны, и занимать средства у Минфина сможет только Сбербанк и, в меньшей степени, ВТБ. Потенциальные возможности РЕПО с ЦБ – это еще как минимум 300 млрд. руб., что дает определенную страховку на случай дополнительного оттока ликвидности. Поэтому, даже если из системы уйдет еще 100 млрд. руб., ситуация с ликвидностью в конце сентября будет очень сложной, но не критической.

Однако в октябре, когда произойдет уплата квартального НДС, без значительных покупок валюты со стороны ЦБ необходимой ликвидности взяться будет просто неоткуда. В апреле и июле Банк России покупал более \$20 млрд. за каждый из этих месяцев, в октябре необходимо купить по крайней мере \$10 млрд. Если же ситуация на валютном рынке не изменится, то сделать это будет очень непросто. Тогда денежным властям нужно будет в спешном порядке предпринимать дополнительные меры по расширению системы рефинансирования. Мы считаем, что в этом случае Минфин скорее всего значительно расширит лимиты банков на бюджетные депозиты.

Текущая ситуация на денежном и на валютном рынке дает основание полагать, что средний уровень краткосрочных процентных ставок будет находиться в диапазоне 6%-7% до начала декабря, когда бюджет в спешном порядке начнет расходовать неосвоенные средства. При этом, в конце октября возможен краткосрочный взлет процентных ставок до 9% .

---

**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.