

# Рублевые корпоративные облигации

6 ноября 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Банк Зенит: двусторонняя поддержка » стр. 2

### ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- Свопы давят на МБК » стр. 3

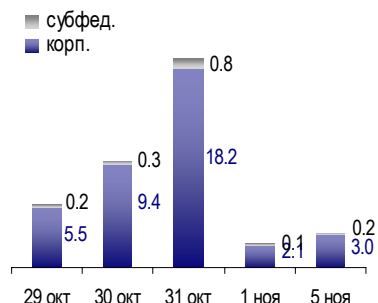
## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2960	- 0.6 %
Рублей за доллар США	26.911	- 0.003
Нефть Brent, USD/барр.	65.66	+ 4.1%
Москва-39, дох. % год.	15.55%	+5516.п
Россия-30, дох. % год.	12.02%	+ 4 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	586.9	+ 39.0
Остатки на д/с, млрд руб.	232.7	- 28.4
Сальдо операций с ЦБ	- 141.2	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

## Объем торгов на ММВБ

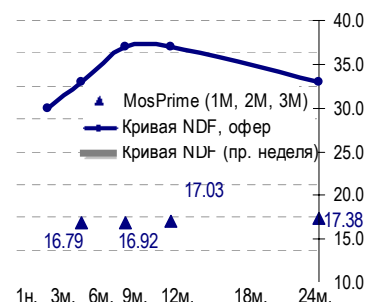


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

7 ноя	Оферта СорусКапитал-1 (1.2 млрд руб.) Оферта Пивдом-1 (1 млрд руб.)
10 ноя	Оферта Дымовское колбасное производство-1 (0.8 млрд руб.)
13 ноя	Погашение Атлант-М-1 (1 млрд руб.)
14 ноя	Оферта Технониколь-финанс-1 (1.5 млрд руб.) Оферта Мособлгаз-1 (2.5 млрд руб.)
17 ноя	Уплата акцизов, ЕСН

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-1076.00	+ 975	5.2	13.86%
Газпромбанк-189.99	+ 679	2.0	12.75%
АИЖК-768.25	+ 302	4.5	17.04%

### 2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русфинанс-390.75	+ 1 275	0.5	29.89%
ЮТК-491.50	+ 1 150	0.8	23.10%
НК Альянс-182.95	+ 795	0.8	*35.87%

## Лидеры падения

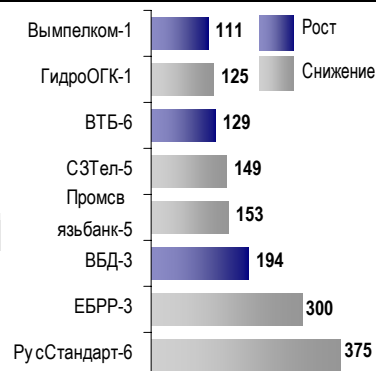
### 1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-889.99	- 943	2.7	11.34%
ОГК-681.20	- 880	1.4	*24.86%
Газпром-992.50	- 735	4.4	9.25%

### 2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-268.23	- 1 576	1.5	*39.27%
МОЭСК-181.00	- 900	2.5	17.42%
ТМК-387.52	- 747	1.2	*22.28%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Банк Зенит: двусторонняя поддержка

**Банк Зенит отчитался по МСФО за первое полугодие – ключевыми кредитными характеристиками мы считаем поддержку со стороны Татнефти, а также государства**

Мы ознакомились с полугодовой отчетностью Банка Зенит (Moody's: Ba3; Fitch: B+) по МСФО и попытались оценить влияние последних рыночных событий на его кредитный профиль. Поскольку отчетность не дает полного представления о качестве активов и ликвидности банка по состоянию на конец 1п2008 года, наш главный вывод заключается в том, что убытки банка в сентябре-октябре 2008 года вполне могли перекрыть всю прибыль банка за предыдущие месяцы, а также привести к некоторому сокращению показателей адекватности капитала. Ключевым фактором кредитного качества Зенита является финансовая поддержка со стороны акционера и основного клиента - Татнефти (Fitch: BB), а также относительно крупные размеры банка, практически гарантирующие вмешательство властей в случае возникновения серьезных проблем.

#### Основные показатели Банка Зенит 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, %	Проблемные кредиты / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
1п2008	7777	10.8	109	5.32	1.85	2.99	2.47	н.д.	2.96
2007	6645	11.1	109	4.46	1.89	3.83	1.77	н.д.	2.87
2006	3892	13.8	119	4.82	1.95	4.21	2.13	н.д.	3.14

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Достаточно позитивные результаты Зенита за 1п2008 года могут содержать «неприятные сюрпризы»**

Мы полагаем, что весьма впечатляющие результаты банка за 1п2008 года омрачает недостаточно полное раскрытие информации в отношении качества активов. Как мы уже отмечали ранее, сформированные банком резервы на возможные потери могут оказаться не вполне адекватными реальному качеству кредитного портфеля в новых условиях, особенно если принять во внимание 20%-ю долю девелопмента и строительства, наряду с другими секторами экономики, в которых начинают наблюдаться достаточно серьезные проблемы (к примеру, автомобильный ритейл, металлотрейдинг или сельское хозяйство).

**По нашей приблизительной оценке, банк мог понести до \$120 млн убытков в сентябре-октябре 2008 года...**

Отталкиваясь от структуры инвестиций Банка Зенит в ценные бумаги на конец 1п2008 года, мы полагаем, что убытки от переоценки ценных бумаг в течение сентября-октября могли составить до \$120 млн. Наши очень грубые подсчеты основывались на 10%-ном падении стоимости пакета облигаций и 30% сокращении цены акций, в которые инвестировал банк. Здесь стоит отметить, что структура портфеля ценных бумаг банка могла претерпеть некоторые изменения в течение летних месяцев, однако наш расчет не учитывает потенциальные убытки от продажи заложенных пакетов ценных бумаг в сделках обратного РЕПО, объем которых составлял более \$210 млн на 30.06.2008.

**...однако поддержка со стороны Татнефти и связанных сторон продолжает оказываться...**

В том случае, если наши предположения относительно переоценки портфеля ценных бумаг банка соответствуют действительности, Зенит мог потерять фактически всю прибыль, заработанную им в 1п2008 года, что также могло нанести некоторый урон показателям адекватности капитала. Тем не менее, капитализация Зенита была поддержана основными акционерами, которые внесли порядка \$58 млн в 1-м полугодии и 1.5 млрд рублей уже в июле 2008 года в форме субординированных кредитов. Стоит отметить, что от объемов бизнеса со связанными сторонами также зависят и база фондирования, и показатели прибыльности Зенита. Так, доля связанных сторон в комиссионных доходах банка возросла с 20% на конец 2007 года до 33% на 30.06.2008, а доля фондирования предоставляемого акционерами исторически составляет более трети от суммарных обязательств.

**...что в сочетании с потенциальной господдержкой является ключевым позитивным фактором для Зенита**

В целом, мы полагаем, что осенью 2008 года Банк Зенит мог столкнуться с достаточно серьезными негативными последствиями нестабильности на финансовых рынках. Тем не менее, крупный размер банка говорит о высокой вероятности вмешательства властей в случае возникновения у него серьезных затруднений, что вкупе с поддержкой со стороны Татнефти дает нам основания расценивать кредитный профиль Зенита как вполне приемлемый в текущих рыночных условиях.

## ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

### Свопы давят на МБК

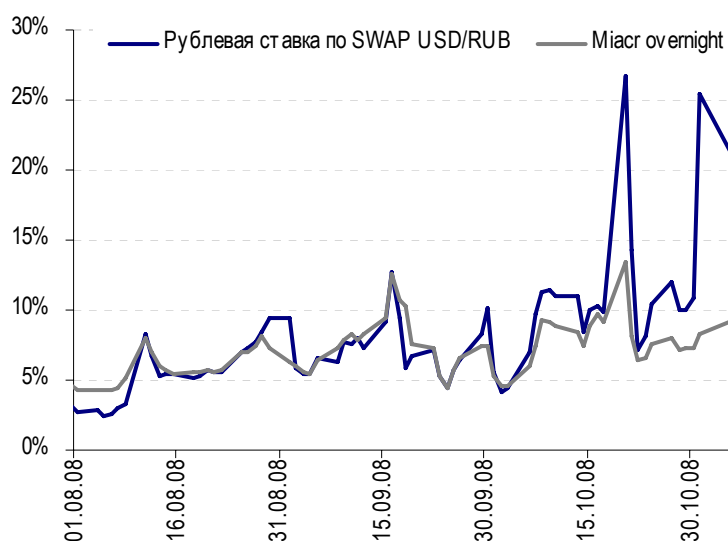
Вчера, в отличие от прошлой пятницы, ситуация на рынке валютных свопов оказала определенное давление на ставки межбанковского кредитования: рублевая ставка SWAP USD/RUB колебалась у 20%, а ставки МБК повысились почти до 10%. Участники рынка пытаются по мере возможности фондировать длинные позиции по валюте, привлекая рубли на МБК – это альтернатива подорожавшему свопу.

Однако сохраняющаяся заметная разница между ставками МБК и свопами говорит о том, что валютные игроки не могут пока полностью удовлетворить свои потребности в рублях с помощью межбанковского кредитования. По нашему мнению, это связано с тем, что банки, обладающие доступом к рублевым ресурсам (прежде всего, государственные), полностью использовали лимиты на определенный круг контрагентов и не могут или не желают увеличивать объемы кредитования в этом сегменте. А свободная ликвидность в банковской системе есть: на это указывает и значительное падение объема операций РЕПО с Банком России, и более 200 млрд. руб. на депозитах в ЦБ.

По нашему мнению, сложная ситуация на денежном рынке может несколько смягчиться после сегодняшнего беззалогового кредитного аукциона (объем 150 млрд. руб., срок 5 недель). Банки, открывшие длинные валютные позиции, смогут компенсировать нехватку рублевой ликвидности, либо напрямую получив деньги у ЦБ, либо заняв средства на МБК у тех контрагентов, которые еще не заполнили лимиты на них. При подобном развитии событий на денежном рынке произойдет краткосрочная стабилизация: в банковской системе будет достаточно рублей, которые в связи с ограничениями и «рекомендациями» Банка России уже не будут так быстро перетекать в валюту.

Однако мы считаем, что отток капитала хотя и замедлится, но полностью не прекратится: скорее всего он найдет какие-либо обходные каналы. К примеру, клиенты, желающие перевести свои рублевые средства в валюту, будут использовать для этого не валютные счета в российских банках, которые теперь неохотно увеличивают иностранные активы, а в банках-нерезидентах.

### Динамика рублевых ставок МБК и по валютным свопам.



Источник: ЦБ РФ, ММВБ, оценки Райффайзенбанка

---

**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
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	npatrakhin@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.