


ГАЗПРОМБАНК

Material Subsidiary – свежий взгляд на риски Райффайзенбанка

Райффайзенбанк БО-07: параметры выпуска

| | |
|-------------------------------------|---------------|
| Объем, млн руб. | 5 000 |
| Рейтинг эмитента, S&P/Moody's/Fitch | BBB/Baa3/BBB+ |
| Ориентир купона | 7,20–7,60% |
| Ориентир доходности | 7,33–7,74% |
| Срок погашения | 3 года |
| Дата аукциона по ставке 1-го купона | 01.12.2010 г. |

Приятный сюрприз для бондхолдеров. Вчера в обзоре долговых рынков мы писали о том, что российский Райффайзенбанк имеет ощутимый вес в доходах и активах австрийской группы Raiffeisen.

После этого мы изучили проспект программы заимствований Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG¹ (RZB) объемом до 15,0 млрд евро от 22 декабря 2006 г. (мы также нашли не менее пяти выпусков MTN совокупным объемом свыше 2,0 млрд евро, выпущенных в рамках данной программы и до сих пор находящиеся в обращении²). Из текста документа следует, что одним из «событий дефолта» (*Event of Default*) по бумагам, выпущенным в рамках программы, является неспособность эмитента или его «ключевой дочки» (*Material Subsidiary*) осуществить платеж по своим долговым обязательствам. При этом «ключевой» статус присваивается дочерним структурам, дающим вклад более 5% в совокупные активы/выручку группы.

По нашим оценкам, по итогам 2009 года (согласно проспекту, в расчетах следует использовать последнюю годовую отчетность) доля российского Райффайзенбанка в активах группы RZB составила 8,0%, в выручке (сумма процентных и комиссионных доходов) – 13,3%.

Получается, что Райффайзенбанк с достаточно существенным запасом прочности обладает статусом Material Subsidiary группы RZB, следовательно, в случае дефолта по его долгам произойдет кросс-дефолт как минимум по части обязательств материнской структуры³. Факт наличия у российской дочки данного статуса нам вчера подтвердили сотрудники IR австрийской организации.

Мы и раньше не сомневались в том, что российский банк сможет получить поддержку со стороны группы в случае необходимости. Тем не менее, теперь данная поддержка приобретает еще более «ощутимую» форму – RZB вряд ли позволит состояться дефолту по обязательствам своей дочки, если при этом ему придется гасить значительно более существенный объем собственных долгов.

Таким образом, инвестирование в облигации Райффайзенбанка представляет собой не просто вложение в инструменты качественной дочки западного финансового института, но долг, защищенный условием кросс-дефолта по обязательствам группы RZB с рейтингами категории Single-A.

Остальные дочки западных банков – ситуация не так очевидна. Мы попытались определить, существует ли условие о кросс-дефолте по обязательствам российских дочек в случае других крупных международных групп – в частности, ЮниКредит Банка (входит в UniCredit Group), Росбанка и Русфинанс Банка (оба – Societe Generale).

Нам не удалось найти аналогичных условий в ряде просмотренных проспектов долговых обязательств головных структур групп: UniCredit SpA (A/Aa3/A) и Societe Generale (A+/Aa2/A+). В случае с первой организацией наиболее часто «событием дефолта» называлась неспособность эмитента или гаранта (но не дочерних организаций) исполнить свои обязательства, в

¹ Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG (A/A2/-) – холдинговая материнская компания группы, контролирующая 78,5% акций Raiffeisen Bank International AG (A/A1/A); последняя организация в свою очередь контролирует 100,0% капитала российского Райффайзенбанка (BBB/Baa3/BBB+). В ходе недавней реорганизации ряд основных бизнесов Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG были переданы Raiffeisen Bank International AG.

² В частности, XS0289338609 (500,0 млн евро), XS0301111257 (17,5 млрд иен, или около 150 млн евро), XS0305473361 (500,0 млн евро), XS0307006436 (350,0 млн евро), XS0326967832 (600,0 млн евро).

³ Само решение о том, что «событие дефолта» наступило, будет приниматься трасти по каждому отдельно взятому выпуску еврооблигаций RZB в зависимости от того, насколько объем неисполненного обязательства существен по сравнению с конкретным выпуском еврооблигаций материнской группы. По нашему мнению, к примеру, объем облигаций Райффайзенбанк БО-07 – 5,0 млрд руб., или порядка 120 млн евро – вполне существен на фоне некоторых выпусков еврооблигаций RZB, упомянутых выше.



случае второй организации – только самого эмитента. При этом мы отмечаем, что доля российских дочек в активах и выручке групп существенно не дотягивает до весьма стандартного в подобных ситуациях 5–10%-ного порога материальности (см. таблицу ниже), что делает шансы на защиту их обязательств условием о кросс-дефолте еще меньше.

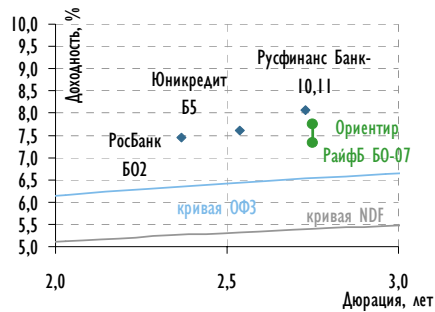
При этом мы отмечаем, что российский ЮниКредит Банк имеет достаточно весомый вклад в активы и доходы своего прямого владельца – UniCredit Bank Austria AG⁴ (по нашим подсчетам, в 2009 году – 5,7% и 9,4% соответственно). Однако найти в ряде доступных проспектов долговых инструментов данной организации условие о кросс-дефолте в случае неспособности дочек исполнить свои обязательства нам также не удалось.

Последствия для долговых рынков. Исходя из предложенных ориентиров доходности, облигации Райффайзенбанк БО-7 (УТМ 7,33–7,74%) – долг, защищенный условием о кросс-дефолте по обязательствам европейской финансовой группы с рейтингами (A/A2/-) – будет предлагать порядка 80–120 б. п. премии к кривой ОФЗ – долга Российской Федерации (BBB/Baa1/BBB).

Даже учитывая тот факт, что данные о качестве активов европейских банков еще могут преподнести не один неприятный сюрприз в ближайшие 3 года (в частности, по мере того, как будет раскручиваться ситуация с долгами стран PIIGS), на сегодняшний день мы не видим оснований для того, чтобы данная премия превышала 50–75 б. п. Следовательно, благодаря данному техническому моменту инвесторы вполне могут найти облигации Райффайзенбанка привлекательными даже по нижней границе указанного интервала (сразу оговоримся, что в условиях нынешних волатильных рынков предугадать доходность, которая сложится по итогам аукциона (состоится почти через 2 недели) вряд ли возможно).

Добавим, что облигации Райффайзенбанк БО-07, явно подпадающие под действие условия о кросс-дефолте по обязательствам материнской группы RZB, на заявленных уровнях представляются нам на сегодняшний день более привлекательными, чем другие 3-летние выпуски, в частности – ЮниКредит Банк-05 (УТР 7,61% @ сентябрь 2013 г.), Росбанк БО-02 (УТМ 7,45% @ июль 2013 г.) или даже недавно размещенные и пока не вышедшие на вторичные торги Русфинанс Банк-10/11 (УТР 8,06% @ ноябрь 2013 г., исходя из доходности первичного размещения).

Доходности длинных облигаций крупных российских дочек международных финансовых групп



Источник: Bloomberg, Газпромбанк

Доля российских дочек в активах и выручке* международных финансовых групп по итогам 2009 года, МСФО

| Российская дочка | ЗАО «Райффайзенбанк» | ОАО «Росбанк» | ООО «Русфинанс Банк» | ЗАО «ЮниКредит Банк» |
|---------------------------|---------------------------------------|------------------|----------------------|----------------------|
| Международная организация | Raiffeisen Zentralbank Oesterreich AG | Societe Generale | Societe Generale | UniCredit SpA |
| Доля в активах, % | 8,0% | 1,0% | 0,2% | 1,2% |
| Доля в выручке*, % | 13,3% | 3,4% | 1,0% | 2,6% |

* сумма процентных и комиссионных доходов
Источник: данные банков, расчеты ГПБ

⁴ ЗАО «ЮниКредит Банк» на 100% принадлежит UniCredit Bank Austria AG, который в свою очередь полностью контролируется UniCredit SpA



Газпромбанк

117420, г. Москва, ул. Наметкина, 16, стр. 1
(Офис: ул. Новочеремушкинская, 63)

Департамент анализа рыночной конъюнктуры

Андрей Богданов
начальник департамента
+7 (495) 988 23 44
Andrei.Bogdanov@gazprombank.ru

Стратегия на фондовом рынке

Андрей Богданов
Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Долговой рынок

Алексей Дёмкин, CFA
+7 (495) 980 43 10
Яков Яковлев
+7 (495) 988 24 92
Юрий Тулинов
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 17
Павел Пикулев
+7 (495) 983 18 00 доб. 2 14 26

Банковский сектор

Андрей Клапко
+7 (495) 983 18 00 доб. 21401

Макроэкономика

Анна Богдюкевич
+7 (495) 983 18 00 доб. 54085

Телекоммуникации и медиа

Андрей Богданов
+7 (495) 988 23 44
Анна Курбатова
+7 (495) 913 78 85

Транспорт и машиностроение

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Нефть и газ

Иван Хромушин
+7 (495) 980 43 89

Металлургия

Сергей Канин
+7 (495) 988 24 06

Редакторская группа

Татьяна Курносенко
+7 (495) 983 18 00 доб. 54084
Юлия Мельникова
+7 (495) 980 43 81

Электроэнергетика

Дмитрий Котляров
+7 (495) 913 78 26

Химическая промышленность

Алексей Астапов
+7 (495) 428 49 33

Департамент инструментов долгового рынка

Павел Исаев
начальник департамента
+7 (495) 980 41 34
Pavel.Isaev@gazprombank.ru

Управление рынков заемного капитала

Игорь Ешков
начальник управления
+7 (495) 913 74 44

Управление торговли и продаж долговых инструментов

Андрей Миронов
начальник управления
+7 (495) 428 23 66

Продажи

Илья Ремизов
+7 (495) 983 18 80

Дмитрий Кузнецов
+7 (495) 428 49 80

Вера Ярышкина
+7 (495) 980 41 82

Себастьян де Принсак
+7 (495) 989 91 28

Роберто Пеццименти
+7 (495) 989 91 27

Трейдинг

Елена Капица
+7 (495) 988 23 73

Дмитрий Рябчук
+7 (495) 719 17 74

Департамент рынков фондового капитала

Константин Шапшаров
директор
+7 (495) 983 18 11
Konstantin.Shapsharov@gazprombank.ru

Управление торговли и продаж инструментов фондового рынка

Продажи

Мария Братчикова
+7 (495) 988 24 03

Артем Спасский
+7 (495) 989 91 20

Светаана Голодинкина
+7 (495) 988 23 75

Управление рынков фондового капитала

Виталий Зархин
директор
+7 (495) 988 24 48

Управление биржевых интернет-операций

Максим Малетин
начальник управления
+7 (495) 983 18 59

Трейдинг

Валерий Левит
директор
+7 (495) 988 24 11

Copyright © 2003 — 2010. «Газпромбанк» (Открытое акционерное общество). Все права защищены

Данный отчет подготовлен аналитиками «Газпромбанка» (Открытого акционерного общества) (далее — ГПБ (ОАО)) на основе публичных источников, заслуживающих, на наш взгляд, доверия, однако проверка представленных в этих источниках данных нами не проводилась. За исключением информации, касающейся непосредственно ГПБ (ОАО), последний не несет ответственности за точность и полноту информации, содержащейся в отчете. Представленные в отчете мнения и суждения отражают только личную точку зрения аналитиков относительно описываемых событий и анализируемых ситуаций. Они не обязательно отражают мнение ГПБ (ОАО) и могут изменяться без предупреждения, в том числе в связи с появлением новых корпоративных и рыночных данных. ГПБ (ОАО) не обязан обновлять, изменять или дополнять данный отчет или уведомлять кого-либо об этом. Финансовые инструменты, упоминаемые в данном отчете, могут быть не подходящими инструментами инвестирования для определенных инвесторов. Отчет не может являться единственным основанием для принятия инвестиционных решений. Инвесторы должны принимать инвестиционные решения самостоятельно, привлекая для этих целей собственных независимых консультантов, если сочтут это необходимым, и руководствоваться интересами и задачами. Авторы не берут на себя ответственность за действия, предпринятые на основе изложенной в этом отчете информации.

Информация, содержащаяся в данном отчете или приложениях к нему, не является предложением об оказании услуг, не может рассматриваться как оферта, приглашение делать коммерческие предложения или реклама, если иное прямо не указано в настоящем отчете или приложениях к нему.