

# Рублевые корпоративные облигации

25 июля 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- Банк Кедр: комментарий к размещению » стр. 2

### ЭКОНОМИКА

- Московской области нужны деньги » стр. 5

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5675	- 0.1 %
Рублей за доллар США	23.3778	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 125.21	+ 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	7.79%	+ 5 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.64%	- 3 б.п.

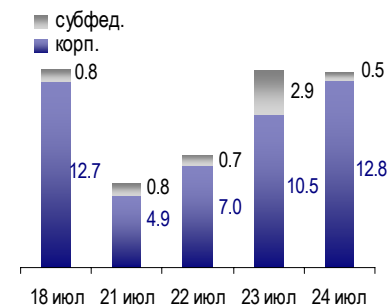
Остатки на к/с, млрд руб.	529.3	- 17.7
Остатки на д/с, млрд руб.	397.1	+ 23.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 131.4	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ВЧЕРА

- ЛК Уралсиб-2 (5 млрд руб.) размещен под 13.41% годовых к оферте через 1.5 года
- Выпуск ДВТГ-2 (4 млрд руб.) размещен под 15.03% годовых к оферте через 1 год
- Пеноплэкс-2 (2.5 млрд руб.) размещен под 14.38% к оферте через 1.5 года
- КБ МИА-5 (2 млрд руб.) размещен под 10.70% годовых к оферте через 1 год
- Росводоканал-1 (1.75 млрд руб.) размещен под 12.36% годовых к оферте через 1 год

## Объем торгов на ММВБ

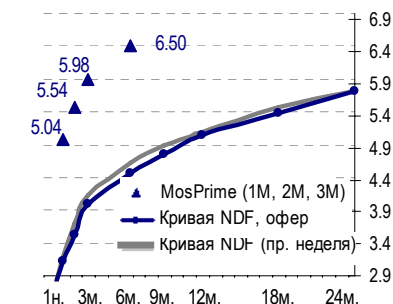


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

25 июля	Размещение Вымпелком-1 (10 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение ЛЭКстрой-2 (2.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение КБ Кедр-3 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
28 июля	Уплата налога на прибыль
29 июля	Размещение Жилсоципотек-3 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Размещение Северная казна-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение Банк Стройкредит-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-6	95.00	+ 190	4.1	8.94%
АИЖК-10	89.75	+ 75	5.6	10.35%
АИЖК-5	95.50	+ 59	3.3	9.08%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-2	98.00	+ 40	1.5	*10.28%
ЧТПЗ-1	100.59	+ 19	1.8	9.35%
ХКФБ-5	101.12	+ 12	0.7	*11.37%

## Лидеры падения

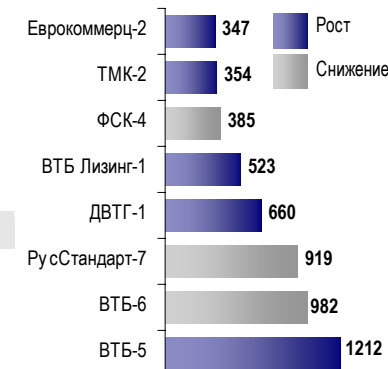
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	89.70	- 100	4.9	10.27%
АИЖК-9	88.50	- 50	4.8	10.37%
ЛУКОЙЛ-4	96.75	- 40	4.5	8.32%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВБД-2	99.40	- 43	2.2	9.49%
ВТБ 24-3	99.55	- 31	0.8	*8.90%
ТГК-10	98.55	- 30	0.9	*9.52%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### Банк Кедр: комментарий к размещению

**Сегодня размещается Банк Кедр – участие в выпуске представляет интерес только по верхней границе объявленного ориентира**

Сегодня состоится размещение рублевых облигаций Банка Кедр (Moody's: B2 positive) третьей серии объемом 1.5 млрд. рублей. Мы ознакомились с результатами деятельности банка по МСФО и считаем, что участие в аукционе может быть интересно только по верхнему ориентиру ставки купона (12.8%), что эквивалентно YTM 13.43%. На наш взгляд кредитные характеристики Банка Кедр вполне сопоставимы с Екатеринбургским СКБ-Банком (Moody's: B2 positive; Fitch: B-), однако бумаги последнего (YTM 13.19%) обладают большими шансами на попадание в ломбардный список ЦБ в 2008 году.

#### Основные показатели Банка Кедр 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, %
2007	735	15.56	96	6.60	3.64	5.70	2.26	2.0	3.17
2006	456	14.53	93	4.47	5.10	7.23	2.36	1.6	3.50

Источник: данные банка, оценки Райффайзенбанка

**Банк Кедр – крупнейший частный банк в Красноярском крае**

Банк Кедр (БК) является вторым по размеру активов частным банком в Сибирском Федеральном Округе и крупнейшим частным банком в Красноярском крае. Банк развивается в рамках универсальной бизнес модели, однако корпоративный бизнес пока что остается доминирующим источником его доходов. Региональная сеть банка состоит из 16 филиалов и 45 дополнительных офисов, порядка 80% бизнеса банка сконцентрировано в Красноярском крае.

**Структура акционеров пополнилась двумя сильными институциональными инвесторами**

Изначально контроль над БК осуществлялся менеджментом (председателем правления и его первым заместителем), доля которых на сегодняшний день снизилась до 48.74% капитала банка. Снижение доли произошло в ходе дополнительной эмиссии акций в середине 2006 года, которая была выкуплена двумя институциональными инвесторами – ЕБРР и East Capital. На сегодняшний день им принадлежит по 18.75% акций и по одному месту в Совете Директоров БК.

**Рост активов оказывает давление на достаточность капитала банка**

БК показал уверенный рост активов в 2007 году (+50%), что практически не сказалось на его общей капитализации, но привело к существенному сокращению достаточности капитала первого уровня (при расчете которой не используются такие неденежные составляющие как переоценка основных средств и т.п.). Так, показатель Tier I снизился в 2007 до 11.9% с 14.5% годом ранее.

**Уровень «свободного капитала» оставляет желать лучшего**

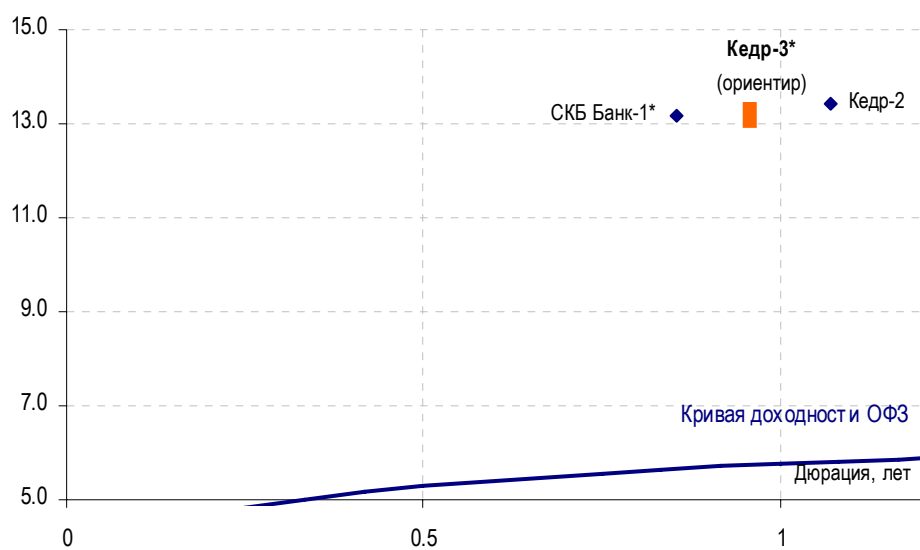
Стоит также отметить, что, как и в случае многих сопоставимых банков, уровень «свободного» капитала БК (за вычетом инвестиций в основные средства) остается на весьма низком уровне - 40% от общего капитала на конец 2007 года. Учитывая существенный потенциал роста активов банка и отсутствие планов по увеличению капитала до 2010 года, мы ожидаем дальнейшего сокращения достаточности капитала БК, и также считаем, что уровень «свободного» капитала не будет повышаться.

**В кредитном портфеле в основном корпоративные заемщики, в рознице Кедр консервативен**

Кредитный портфель БК на 76% представлен корпоративными заемщиками, а доля розничного кредитования остается достаточно стабильной (увеличившись в 2007 году с 23% до 24% портфеля). Отсутствие бурной динамики роста в рознице объясняется тем, что БК придерживается достаточно консервативного подхода и кредитует в основном только сотрудников своих корпоративных клиентов или физических лиц с длительной кредитной историей в банке.

<i>Качество активов и уровень резервирования вполне приемлемы</i>	Такой подход достаточно позитивно сказывается на качестве всего кредитного портфеля, доля просрочки в котором составила 2% на конец 2007 года. Уровень провизий также выглядит вполне адекватным риск профилю портфеля, однако мы отмечаем наметившуюся динамику сокращения доли резервирования, что выглядит не совсем оправданно в текущих рыночных условиях. В целом мы не ожидаем существенного ухудшения качества портфеля БК в ближайшем будущем и полагаем, что достаточно консервативный подход банка в кредитовании весьма позитивно сказывается на его собственном кредитном профиле.
<i>Доходность выглядит весьма неплохо, учитывая корпоративный профиль банка</i>	Учитывая, что большую часть прибыли БК зарабатывает в корпоративном сегменте, показатели RoAA и чистой процентной маржи (2.26% и 6.6% соответственно) выглядят весьма неплохо на фоне сопоставимых с банком Екатеринбургского СКБ-Банка (1.76% и 7.1%) и Ростовского Центринвеста (2.92% и 7.1%). Мы отмечаем, что качество прибыли КБ заметно улучшается за счет высокой доли комиссионных доходов (3.64% от усредненных активов или 39% от операционной прибыли на конец 2007 года), которые наименее подвержены снижению под давлением рыночных факторов в отличие от процентной маржи.
<i>Уровень издержек все еще высокий, но мы отмечаем позитивную динамику</i>	В то же время, операционная рентабельность БК не выглядит блестяще и отражает достаточно высокие расходы банка по поддержанию филиальной сети. Показатель cost-to-income находится на весьма слабом уровне (61% на конец 2007 года), также как и соотношение операционных расходов к усредненным активам (5.7%). Позитивным моментом является наметившаяся динамика к улучшению данных показателей, что, судя по всему, говорит о том, что банк уделяет достаточное внимание сокращению своих издержек.
<i>Зависимость от рыночных ресурсов невысока, а ликвидность не вызывает серьезных сомнений</i>	БК фондируется в основном клиентскими средствами - соотношение кредитного портфеля к депозитам банка не превышает 100%, что говорит о невысокой зависимости банка от рыночных ресурсов. Хотя накопленный разрыв в ликвидности на горизонте до одного года и достигает 9% активов банка, мы не выражаем особой обеспокоенности в отношении платежеспособности БК. Учитывая уверенные рыночные позиции банка в Красноярском крае, мы полагаем, что существенная часть клиентских средств до востребования является вполне стабильным и предсказуемым источником ресурсов, достаточным для покрытия разрыва в ликвидности.
<i>Положительный прогноз по рейтингам БК вряд ли обернется их повышением в 2008 году</i>	Рейтингу БК от Moody's был присвоен положительный прогноз в июле 2007 года, однако мы не ожидаем, что их повышение состоится в ближайшее время. Результаты банка за 2007 год выглядят вполне позитивно, но не демонстрируют выдающейся динамики в направлениях, отмеченных агентством, как необходимые для повышения рейтинга. В частности уровень «свободного» капитала остается на достаточно низком уровне, а операционные издержки все еще высоки. Вполне вероятно, что агентство предпочтет занять более консервативную позицию, пересмотреть рейтинги банка на основе его результатов за 2008 год.
<i>Верхний ориентир доходности вполне соответствует кредитному качеству банка</i>	Выпуск Кедр-2 с дюрацией 390 дней на сегодняшний день предлагает доходность к погашению в сентябре 2009 года на уровне 13.44%. Мы полагаем, что участие в размещении третьей серии рублевых облигаций БК имеет смысл только по верхнему ориентиру доходности в 13.43%. Верхняя граница диапазона доходности предлагает небольшую премию к выпуску СКБ-Банк 1 (чьи кредитные характеристики мы считаем практически идентичными – см. наш отчет от 25.06.2008), однако, в случае с БК мы считаем перспективу включения его бумаг в ломбардный список ЦБ как более отдаленную.

## Доходность облигаций на 24 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

## ЭКОНОМИКА

### Московской области нужны деньги

*Моск. область в ближайшее время попытается разместить облигации 8-ого выпуска на 9 млрд. руб.*

*Планы по сбору налога на прибыль сверхоптимистичны и вряд ли выполнимы*

На этой неделе появилась информация, что Московская область изучает возможность размещения на рынке оставшихся облигаций 8-ого выпуска на 9 млрд. руб. Мы считаем, что 9 млрд. руб. будет недостаточно, чтобы покрыть весь дефицит бюджета в 2008 году, и в четвертом квартале вероятно еще одно размещение облигаций Московской области.

Мы считаем, что в бюджете Московской области на 2008 год заявлены сверхоптимистичные планы по доходам. Предполагается очень высокий рост основного источника дохода бюджета - налога на прибыль (52% по сравнению с 2007 годом). Мы сомневаемся в выполнимости столь амбициозных планов по налогу на прибыль, на который приходится 45% в доходах области. В первом полугодии этого года объем налога на прибыль по всей стране вырос на 35% по сравнению с аналогичным периодом 2007 года.

В связи с этим мы прогнозируем, что Московская область в этом году соберет налогов существенно меньше, чем заявлено в законе о бюджете. Такое произойдет не в первый раз. На 2007 год планировался рост налога на прибыль в размере 69%, а вырос он всего на 40%. Таким образом, дефицит бюджета области может значительно превысить планируемые 17,6 млрд. руб., и региону необходимо будет искать дополнительные источники финансирования.

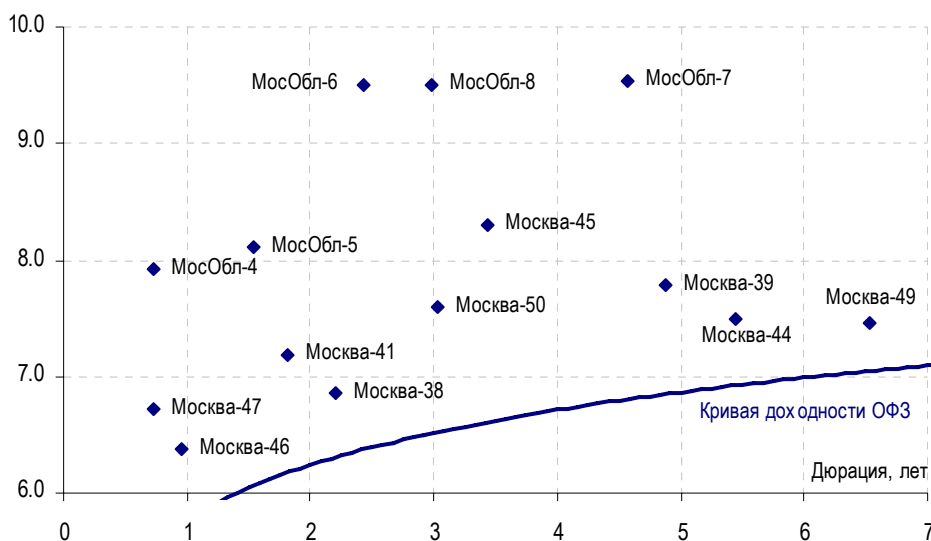
*Нам кажется реальным разместить 9 млрд. руб. 8-ого выпуска по 10%*

Поэтому Московская область попытается продать оставшиеся облигации 8-ого выпуска, даже если инвесторы потребуют большую премию. На вторичном рынке доходность этих бумаг находится на уровне 9.5-9.6% (Московская область уже разместила 10 млрд. руб. 8-ого выпуска). Нам кажется реальным разместить еще 9 млрд. руб. облигаций по доходности 10% - верхнего предела, прописанного в законе о бюджете области.

*Но этих денег может не хватить и, вероятно, в 4 квартале Моск. область выйдет на долговой рынок с новым коротким выпуском*

Однако очень вероятно, что этой суммы будет недостаточно для потребностей бюджета. В законе о бюджете на 2008 год предусмотрено размещение облигаций на 24 млрд. руб., поэтому без законодательных изменений Московская область может продать бумаг еще на 5 млрд. руб. По нашему мнению, если Московская область выйдет на долговой рынок в третий раз, то с новым более коротким выпуском (год или 1,5), чтобы уложиться в диапазон доходности, прописанный в законе о бюджете. Произойти это может в начале 4 квартала, когда станет более ясным, насколько большим будет разрыв между расходами и доходами бюджета.

### Доходность облигаций на 24 июля



Источник: 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
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.