

Рублевые корпоративные облигации

24 сентября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- АИЖК: комментарий к отчетности за 1-е полугодие » стр. 2

Индикаторы

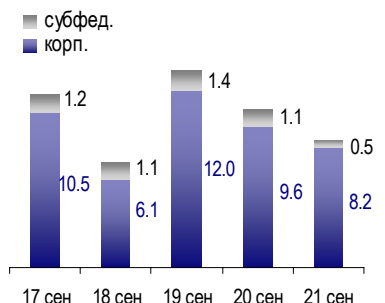
Долларов США за Евро	1.4089	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.0485	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 78.89	- 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.68%	+ 39 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.84%	+ 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	122	+ 8 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	450.6	+ 33.6
Остатки на д/с, млрд руб.	238.0	- 8.8
Сальдо операций с ЦБ	- 8.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск АКБ Союз-3 (2 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

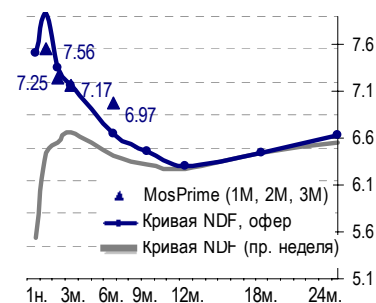


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

25 сен	Размещение Ситроникс-1 (3 млрд руб., 1.5-годовая оферта) Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
28 сен	Уплата налога на прибыль
4 окт	Заседание ЕЦБ по ставкам
15 окт	Уплата ½ суммы акцизов Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
17 окт	ОФЗ-ПД 26199 (3 млрд руб., дюрация 4.2 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	99.58	+ 123	5.5	7.78%
АИЖК-8	100.35	+ 120	4.7	*7.77%
АИЖК-7	100.00	+ 80	5.5	7.90%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ТГК-10	99.50	+ 178	1.6	*8.06%
МОЭСК-1	98.00	+ 95	3.4	8.84%
ВолгаТел-3	102.90	+ 90	2.0	7.16%

Лидеры падения

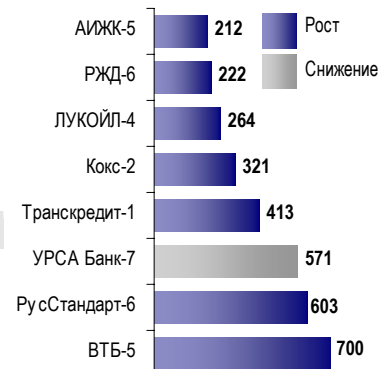
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	99.20	- 100	1.9	*8.14%
РСХБ-3	97.80	- 39	2.2	*8.54%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-1	97.05	- 295	0.7	14.37%
Иркут-3	101.70	- 280	2.7	8.25%
Транскредит-1	94.60	- 140	2.5	9.80%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

АИЖК: комментарий к отчетности за 1 полугодие 2007 г.

Полугодовые результаты умеренно-позитивны; господдержка остается ключевым фактором кредитного профиля

На прошлой неделе АИЖК впервые опубликовала полугодовую отчетность по МСФО. В 1-м полугодии портфель закладных на балансе Агентства увеличился на 63%. Однако мы полагаем, что из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры АИЖК будет сложно обеспечить финансирование для дальнейшего быстрого роста во 2-м полугодии. Доля просроченных закладных в 1-м полугодии выросла с 0.7% до 2.5%. На фоне замедления роста портфеля доля просрочки может еще несколько увеличиться, хотя в целом качество активов останется высоким.

Мы оцениваем кредитный профиль АИЖК как очень сильный, прежде всего, за счет практически гарантированной поддержки со стороны государства. По нашему мнению, текущие спрэды облигаций Агентства объясняются только негативной рыночной конъюнктурой и слабо соотносятся с кредитным качеством. Тем не менее, потенциал роста цен бумаг АИЖК ограничен из-за длинной дюрации наиболее ликвидных выпусков, а рост котировок, который наблюдался в конце прошлой недели, может оказаться краткосрочным.

Ипотечный портфель АИЖК ориентирован на регионы; по объемам лидирует Сибирский федеральный округ

Финансовая отчетность АИЖК отражает очень высокие темпы роста объемов выкупа закладных. Совокупный портфель (включая закладные, проданные SPV в рамках секьюритизации) превысил на конец 1-го полугодия 50 млрд руб. АИЖК фактически является лидером по рефинансированию ипотеки в регионах: на Москву и Московскую область приходится менее 1% от общего объема закладных, а «лидером» в текущем году является Алтайский край с 15%-й долей.

Основные показатели АИЖК по МСФО

Год	Совокупные активы, млрд руб.	Портфель закладных, млрд руб.	Капитал, млрд руб.	Выпущенные облигации, млрд руб.	ROAA, %	Опер.расходы / опер.доходы, %	Капитал / Активы, %
2005	13.1	10.8	1.5	10.6	-	61.0%	11.4%
2006	36.1	34.9	5.5	19.7	1.4%	37.0%	15.3%
1пол2007	54.7	52.1	5.9	27.8	1.7%	34.3%	10.8%

Источник: отчетность Агентства, оценки Райффайзенбанка

Стандарты выдачи и выкупа кредитов корректируются

В большинстве регионов АИЖК приходится конкурировать с коммерческими банками. Поэтому для поддержания темпов роста Агентство периодически корректирует стандарты выкупа кредитов и взаимодействия с региональными операторами. Так, в 2006 году требования к максимальному LTV по приобретаемым закладным был повышен с 70% до 90%, минимальный первоначальный взнос – снижен с 30% до 10%. К рефинансированию принимаются теперь не только ссуды, изначально выданные по стандартам АИЖК, но и приведенные в соответствие с требованиями Агентства к моменту выкупа.

Доля просроченных закладных постепенно увеличивается

Мы полагаем, в среднесрочной перспективе качество портфеля АИЖК будет во многом определяться «созреванием» кредитов на фоне возможного снижения темпов роста портфеля. В 1-м полугодии 2007 года доля просроченных закладных увеличилась с 0.7% до 2.5%, а резерв под обесценение покрывает только закладные, платежи по которым просрочены более чем на 180 дней. Ориентация на регионы с относительно небольшими доходами населения и зависимость от региональных операторов, на наш взгляд, могут привести к постепенному ухудшению качества портфеля.

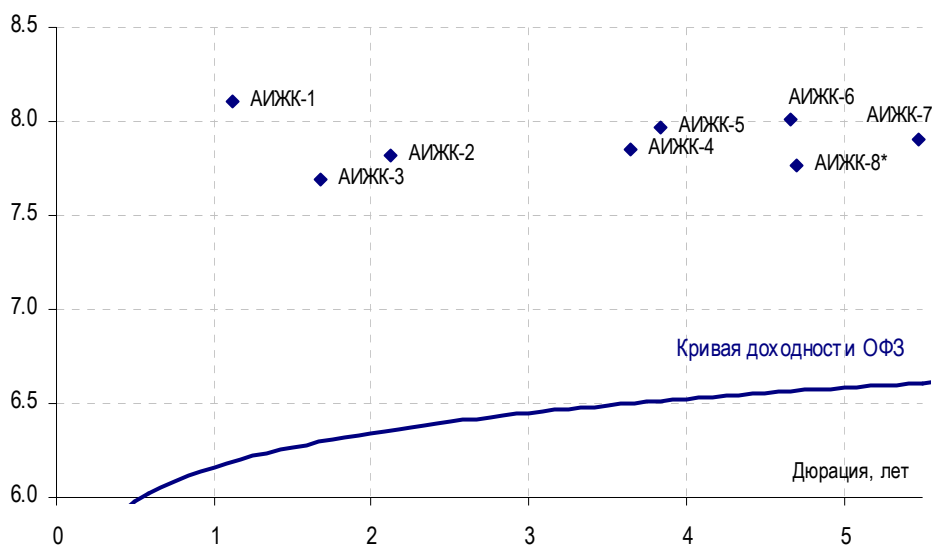
Характеристики портфеля АИЖК

Год	Портфель закладных, млн руб.	Просроченные закладные всего, млн руб.	Просроченные закладные >180 дней, млн руб.	Просроченные закладные / Портфель, %	Резерв под обесценение, млн руб.	Резерв / Просроченные закладные, %
2006	34 906.0	261.0	31.3	0.7%	92.1	35.3%
1пол2007	52 100.8	1 297.9	165.5	2.5%	189.4	14.6%

Источник: отчетность Агентства, оценки Райффайзенбанка

<p>Обеспеченность портфеля остается высокой</p>	<p>Среди позитивных факторов мы отмечаем по-прежнему вполне удовлетворительный показатель LTV (63.5% в среднем по закладным, выкупленным в январе-августе 2007 г.), отношение ежемесячного платежа к доходам заемщика составляет около 30%. Кроме того, мы полагаем, что низкая доля московского региона может также сыграть положительную роль с точки зрения обеспеченности портфеля: цены на недвижимость в регионах в меньшей степени подвержены спекулятивным колебаниям.</p>
<p>Финансирование роста во многом зависит от ситуации на долговом рынке</p>	<p>Бизнес-модель АИЖК подразумевает постоянное привлечение нового долга для финансирования роста портфеля, поэтому Агентство в значительной степени зависит от ситуации на долговом рынке. Изначально АИЖК планировало привлечь в 2007 году 16 млрд руб. на рублевом рынке облигаций. В 1-м полугодии этот план был выполнен наполовину, в результате собственный портфель закладных примерно на 60% профинансирован за счет облигаций. Недостающее финансирование привлечено в виде двусторонних банковских кредитов, объем которых увеличился с 7 до 17 млрд руб.</p>
<p>Альтернативные источники финансирования – кредиты банков и увеличение капитала</p>	<p>Учитывая рост доходностей бумаг АИЖК на волне продаж в августе-сентябре 2007 г., мы полагаем, что до конца текущего года Агентству будет очень сложно разместить бумаги на рублевом рынке. Несмотря на увеличение капитала АИЖК в августе 2007 г. на 4 млрд руб., Агентство может столкнуться с временным дефицитом фондирования, и вероятно, будет вынуждено ограничить рост портфеля в 4-м квартале. По нашему мнению, дефицит может быть покрыт только за счет роста привлечения двусторонних кредитов, в т.ч. предоставленных госбанками.</p>
<p>Кредитное качество – очень высокое за счет государственной поддержки</p>	<p>Возможное снижение темпов роста практически не влияет на кредитное качество АИЖК. На наш взгляд, определяющим фактором кредитного профиля останется государственная поддержка, которая практически гарантирована АИЖК как следствие статуса официального правительственного агента по поддержке ипотечного кредитования.</p>
<p>Длинные бумаги АИЖК очень уязвимы к рыночной конъюнктуре; возобновлять покупки пока преждевременно</p>	<p>По нашему мнению, спреды облигаций АИЖК вернуться на «докризисный» уровень (в пределах 100 б.п. к ОФЗ), как только рыночная ситуация стабилизируется. Вместе с тем, спекулятивный потенциал наиболее длинных выпусков существенно ограничен вследствие длинной дюрации. Рост котировок, который наблюдался в конце прошлой недели, скорее всего, окажется кратковременным. Поэтому мы не исключаем возможности новой коррекции длинных бумаг АИЖК.</p> <p>Мы можем рекомендовать бумаги к покупке только в рамках долгосрочных стратегий инвесторам, готовым возобновить формирование портфелей из недооцененных бумаг эмитентов квази-суверенного уровня риска.</p>

Доходность облигаций АИЖК на 21 сентября



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Александр Глебов	aglebov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

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

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.