

Рублевые корпоративные облигации

4 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Банк АкБарс – комментарий к отчетности по МСФО» стр. 2
- ВТБ-24: новый выпуск - ожидаем переподписку » стр. 4

Индикаторы

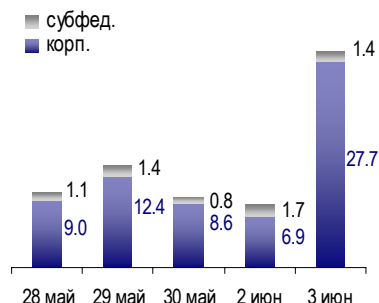
Долларов США за Евро	1.5439	- 0.7 %
Рублей за доллар США	23.6790	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 124.45	- 2.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.61%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.45%	- 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	160	+ 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	598.8	+ 2.9
Остатки на д/с, млрд руб.	336.4	+ 51.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 32.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СЕГОДНЯ

- Размещение ВТБ-24-3 (6 млрд руб., годовая оферта)
- Размещение Татфондбанк-4 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
- Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.7 года)
- Аукцион ОФЗ-АД 46022 (11 млрд руб., дюрация 9.1 года)

Объем торгов на ММВБ

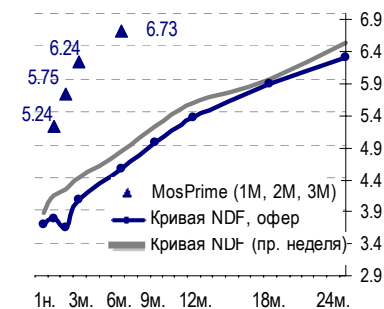


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

5 июн	Размещение АвтоВАЗ, БО-4 (1 млрд руб., 1 год)
	Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)
	Заседание ЕЦБ по ставкам
6 июн	Размещение ОМЗ-6 (1.6 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
10 июн	Размещение Банк Зенит-5 (5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
11 июн	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (8 млрд руб., дюрация 4.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (7 млрд руб., дюрация 12.2 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	100.40	+ 10	4.5	7.44%
Мосэнерго-2	99.00	+ 10	3.2	*8.12%
ФСК-2	102.10	+ 10	1.9	7.25%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	101.80	+ 39	1.4	8.82%
ТМК-3	102.00	+ 25	1.6	*8.48%
СибирьТел-6	100.40	+ 23	0.3	*6.50%

Лидеры падения

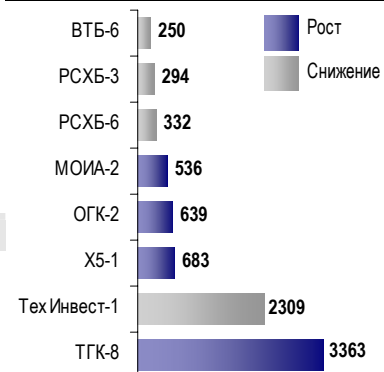
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВТБ-5	100.55	- 15	0.9	*8.19%
АИЖК-8	94.65	- 10	4.1	*9.26%
ОГК-5	99.15	- 10	1.3	*8.34%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русфинанс-4	96.00	- 23	1.6	10.63%
Мечел-2	99.90	- 20	1.8	*8.63%
НК Альянс-1	98.60	- 10	1.2	*10.34%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Банк АкБарс – комментарий к отчетности по МСФО

Банк АкБарс отчитался по МСФО за 2007 год – с кредитной точки зрения результаты банка нейтральны, но мы видим лучшие альтернативы на рублевом рынке

Банк Ак Барс (АБ) опубликовал отчетность по МСФО за 2007 г – мы отмечаем ряд негативных тенденций в финансовых показателях банка, но не ожидаем, что это существенно скажется на ценах рублевых облигаций банка. Основным критерием оценки кредитного качества по-прежнему остаются его тесные связи с правительством республики Татарстан. Мы не считаем рублевый облигационный выпуск АкБарс-2 привлекательным для покупки и рекомендуем инвесторам обратить внимание на выпуски Транскредитбанка, который, по нашему мнению, обладает несколько лучшими кредитными характеристиками и предлагает более высокую доходность.

Основные показатели Банка Ак Барс по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Ликвидные Активы / Активы, %	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	6587	12.6	155	4.76	0.49	3.06	1.98	1.79	4.60
2006	3865	23.2	140	3.57	0.66	2.58	1.83	1.69	5.43

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Ак Барс – крупнейший частный банк в Татарстане, контролируется правительством республики

Банк Ак Барс (Moody's: Ba2; Fitch BB) является крупнейшим частным банком в республике Татарстан (доля на региональном рынке приближается к 40%) и является уполномоченным банком правительства республики. Банк развивается по модели универсального института и активен как в корпоративном, так и розничном бизнесе. Правительство Татарстана напрямую и косвенно контролирует 96% капитала банка, однако только 39.2% акций принадлежат республике напрямую, в то время как остальная часть контролируется через близкие региональному руководству структуры (в том числе находятся в «номинальном» держании у физических лиц – родственников и т.п.).

Тесная связь с республиканскими властями несет в себе ряд плюсов и минусов с кредитной точки зрения

Исторически, негативными факторами кредитного профиля АБ являлись его высокая зависимость от ресурсов, предоставляемых администрацией (в первую очередь министерством финансов Татарстана), а также большой объем кредитования связанных сторон (41% от капитала банка на конец 2007 года). К положительным моментам можно отнести административный рычаг, который позволяет банку удерживать серьезные рыночные позиции в Татарстане, высокую капитализацию АБ и достаточно низкую стоимость фондирования.

Рост банка в 2007 году произошел в ущерб ликвидности...

АБ показал впечатляющую динамику роста активов в 2007 году (+59%), что, однако, произошло отчасти в ущерб ликвидности банка. Так, рост кредитного портфеля осуществлялся в значительной степени за счет снижения доли ликвидных активов на балансе банка, что привело к существенному сокращению последних (до 12.6% от совокупных активов на конец 2007 года, по сравнению с 23.2% годом ранее). Соотношение кредитного портфеля к клиентским средствам так же показало негативную динамику, увеличившись со 140% до 155% в течение 2007 года. Отрицательный разрыв между краткосрочными пассивами и активами АБ существенно возрос и на конец 2007 года был отрицательным на горизонте до 1 года.

... однако фактор поддержки со стороны правительства Республики является основополагающим для кредитного профиля банка.

В целом, такая динамика не дает оснований говорить об улучшении фундаментального кредитного качества АБ, однако, определяющим фактором в кредитоспособности банка по-прежнему остаются его тесные связи с правительством Татарстана. Стоит отметить, что порядка трети всех обязательств АБ представлено средствами региональных органов власти и связанных компаний. Мы считаем, что несмотря на формально короткие контрактные сроки, эти средства по сути не могут быть выведены из банка в ущерб его платежеспособности.

Рост кредитного портфеля нельзя охарактеризовать однозначно.

Результаты АБ за 2007 год также выявляют ряд положительных тенденций в развитии банка. Доля кредитов физическим лицам, а так же малому и среднему бизнесу возросла, что, в определенной степени, оказало поддержку доходности кредитных операций. При этом качество кредитов осталось на вполне приемлемом уровне (доля проблемных кредитов в портфеле 1.8%), а уровень провизий достаточно консервативен. К положительным моментам мы также относим сокращающуюся долю беззалогового кредитования (20% портфеля против 26% годом ранее).

В то же время, мы отмечаем все еще значительную долю (13%) кредитов в сегменте строительства, который, по нашему мнению, может характеризоваться повышенными рисками в текущей конъюнктуре рынка. Также мы отмечаем существенную долю (19% от кредитного портфеля) кредитов в сфере финансовых услуг, что потенциально может указывать на повышенную зависимость кредитного качества заемщиков АБ от ситуации на финансовых рынках.

Доходность бизнеса улучшается, а расходы растут умеренными темпами

АБ улучшил показатели доходности в 2007 году – RoAA увеличился до 2%-го уровня во многом благодаря росту чистой процентной маржи с 3.57% на конец 2006 года до 4.76%, что является весьма сильными показателями для универсального банка. Рост операционных затрат происходил на фоне увеличивающегося регионального присутствия АБ, однако их уровень удерживался в весьма консервативных пределах (cost-to-income 45%, операционные затраты к средним активам 3.1%).

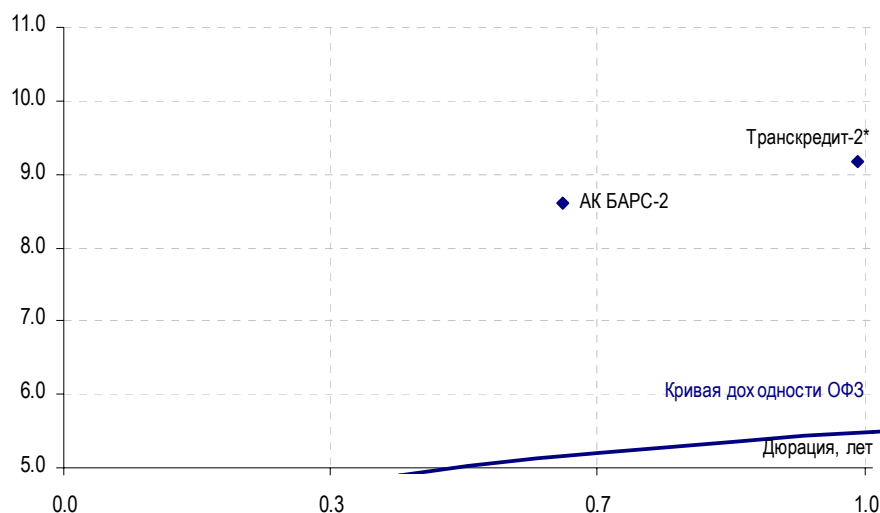
На рынке представлены рублевые выпуски Транскредитбанка, чьи кредитные характеристики, на наш взгляд, выглядят сильнее...

Как мы уже ранее отмечали в наших отчетах, «квази-субфедеральный» статус банка с точки зрения инвесторов «прощает» ему многие фундаментальные недостатки. Тем не менее, мы хотели бы обратить внимание на ряд не совсем очевидных диспропорций в ценообразовании рублевых облигаций Ак Барса. На рынке представлены рублевые выпуски Транскредитбанка, чьи рейтинги (S&P: BB positive; Moody's: Ba1) выше, чем у Ак Барса. Отношения Транскредитбанка с основным акционером оформлены гораздо более четко – РЖД владеет напрямую 75% акций банка. Кстати рейтинги РЖД также выше, чем у республики Татарстан – BBB+/A3/BBB+ против BB- positive/Ba1/BBB-.

..., что не находит отражения в доходности облигаций обоих банков.

На сегодняшний день, единственный рублевый выпуск АкБарс-2 (дюрация 0.6 года) предлагает доходность к погашению в январе 2009 года на уровне 8.6-8.7%, что эквивалентно спреду к кривой ОФЗ в 345-355 б.п. Наиболее короткий рублевый выпуск Транскредитбанка второй серии с дюрацией 358 дней сегодня можно купить с доходностью 9.10-9.15% к оферте в июне 2009 года, что эквивалентно спреду к кривой ОФЗ в 365-370 б.п. Мы не видим логичных оснований для такой диспропорции, а также отмечаем, что Транскредитбанк планирует два рублевых выпуска третьей и четвертой серий общим объемом 15 млрд. рублей, и вполне вероятно, что обновленный «прайсинг» будет еще более привлекателен по сравнению с выпуском АкБарс-2.

Доходность облигаций на 3 июня



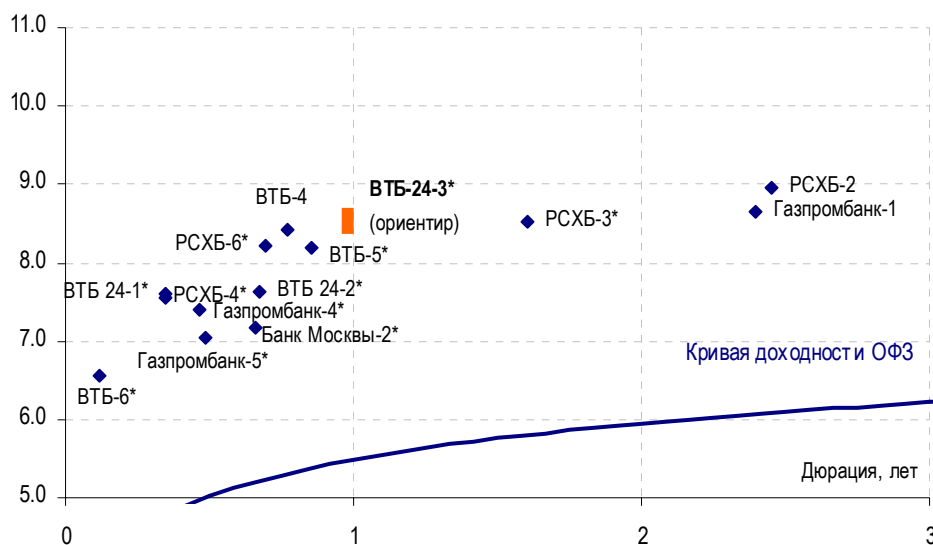
ВТБ-24: новый выпуск - ожидаем переподписку

Сегодня состоится размещение 3-го выпуска облигаций ВТБ-24 (Baa2/BBB+, объем 6 млрд. руб., oferta через 1 год). Ориентир по ставке купона – 8.2-8.5%. Мы полагаем, что премия к 2-му выпуску (доходность около 7.80%, дюрация 0,7 года) вполне адекватна, поэтому новый выпуск привлечет более чем достаточное число заинтересованных инвесторов.

Доходность нового выпуска ВТБ-24 скорее всего окажется несколько ниже нашей оценки «справедливой» доходности рублевых облигаций банков первого эшелона, изложенной в специальном отчете от 03.03.2008г. (9% для годовой дюрации). Однако здесь есть объективные причины. Во-первых, спреды коротких CDS по крупнейшим российским банкам сузились по сравнению с мартом примерно на 50-70 б.п. В свою очередь, снизились и ставки NDF, которые мы используем для пересчета рублевой доходности. Наконец, ВТБ-24 выходит на рынок в относительно благоприятный по нынешним временам период для банковских размещений.

Рассчитывать на позитивное движение котировок ВТБ-24,3 в среднесрочной перспективе достаточно сложно – это во многом будет зависеть от внешней рыночной конъюнктуры. Мы полагаем, что многие инвесторы больше рассчитывают на спекулятивный рост цен после размещения. Что более важно – предполагаемая доходность подразумевает не только премию к вторичному рынку по бумагам банков с рейтингами инвестиционного уровня, но и к ставке Репо Банка России. Мы ожидаем, что сегодняшний аукцион пройдет успешно, и выпуск будет размещен со ставкой купона ближе к нижней границе ориентира.

Доходность облигаций на 3 июня



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

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	abaiкова@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9114
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@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.