

Рублевые корпоративные облигации

13 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ХКФБ: комментарий по МСФО за 1 квартал » *стр. 3*
- Treasuries помогут купить ОФЗ с премией» *стр. 4*

Индикаторы

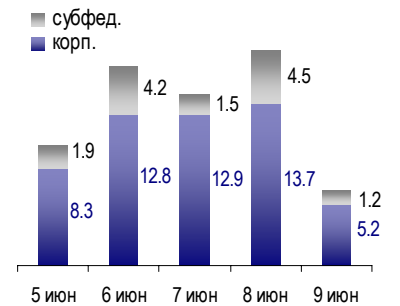
Долларов США за Евро	1.3301	- 0.4 %
Рублей за доллар США	25.9422	+ 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.77	- 2.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.42%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.18%	+ 8 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	87	- 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	459.0	- 17.9
Остатки на д/с, млрд руб.	1250.1	+ 8.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 140.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Размещение Москоммерцбанк-3 (5 млрд руб., oferta через 2 года) планируется 20 июня
- ТрансФин-М планирует второй выпуск облигаций (1.5 млрд руб., 5 лет)

Объем торгов на ММВБ

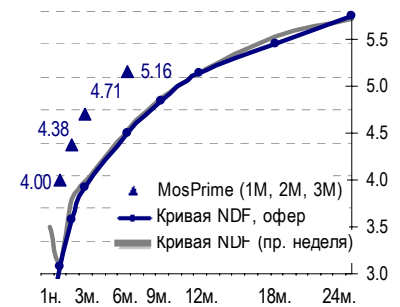


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 13 июн Аукцион ОФЗ-АД 46018 (12 млрд руб., дюрация 8.5 лет)
Аукцион ОФЗ-АД 46020 (12 млрд руб., дюрация 12.8 лет)
Аукцион ОФЗ-ПД 25061 в 2010 (8 млрд руб., дюрация 2.7 лет)
- 14 июн Размещение Еврокоммерц-2 (3 млрд руб., годовая oferta)
Размещение ИжАвто-2 (2 млрд руб., oferta через 1.5 года)
Размещение Курганмашзавод-1 (2 млрд руб., oferta через 1 года)
Размещение Уральский оптико-механический завод-1 (1 млрд руб., oferta через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	102.70	+ 20	3.2	7.20%
ОГК-5	100.11	+ 11	2.1	*7.58%
РЖД-6	101.80	+ 10	3.1	6.86%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	104.45	+ 30	2.9	7.31%
ЦентрТел-4	113.25	+ 25	1.9	7.30%
Дальсвязь-2	104.02	+ 12	2.6	*7.42%

Лидеры падения

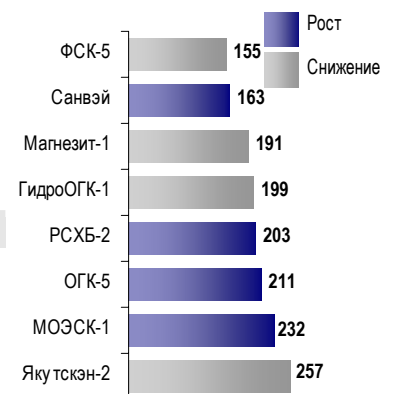
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.64	- 31	2.4	6.40%
АИЖК-9	101.80	- 10	5.7	7.37%
Газпромбанк-1	100.43	- 7	3.2	7.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	100.71	- 28	2.0	8.30%
ХКФБ-4	101.30	- 15	1.3	*9.22%
ХКФБ-3	100.86	- 4	1.2	*9.02%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к offerте

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.70	100.10	7.30	1.69	142	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.50	7.15	0.68	165	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.80	7.40	0.99	174	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.15	102.10	7.42	0.96	177	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	99.80	8.96	1.86	304	350	↑
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.50	100.75	7.77	3.62	158	180	↑
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.80-99.95	8.76	1.20	302	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.05	101.00	7.15	2.10	118	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.40	7.29	3.97	107	120	↑
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	7.98	1.65	212	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.70	100.95	7.51	2.23	152	140	↓
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.70	99.55	8.75	3.20	262	300	↑
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.75	100.30-100.45	9.71	0.99	405	540-560	↑ 135-155
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.67	1.86	275	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.83	3.62	265	-	↑
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.10-103.40	7.53	1.67	166	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	102.65-102.90	7.48	1.35	170	230-250	↑ 60-80
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.60	99.75-99.95	8.15	2.45	213	240-250	↑ 25-35

ХКФБ: комментарий по МСФО за 1 квартал

Финансовые результаты ХКФБ нейтральны для облигаций. Бумаги оценены адекватно.

В конце прошлой недели ХКФБ опубликовал отчетность по МСФО за 1кв2007. Мы в целом нейтрально оцениваем финансовые результаты банка – с одной стороны, продолжается постепенное изменение структуры портфеля в сторону более доходных кредитных карт, с другой стороны – темпы роста портфеля остаются низкими. Мы считаем, что основными факторами кредитного качества ХКФБ остаются поддержка со стороны акционеров и высокий уровень достаточности капитала. Бумаги ХКФБ в настоящий момент торгуются с доходностями около 9.00-9.10% и спредами к ОФЗ в 320-340 б.п., что в целом соответствует нашим представлениям о «справедливом» уровне.

Основные результаты ХКФБ за 1кв2007:

- рост кредитного портфеля (gross): +9.8% (40.3 млрд руб. на 30.03.2007);
- чистая прибыль: 204 млн руб. (125 млн руб. за 1кв2006);
- «доходность» кредитного портфеля: 41% (36% за 2006 г.);
- доля «просрочки» в портфеле: 14.2% (без изменений по сравнению с началом года);
- доля «карточных» кредитов в портфеле: 38% (32% на 01.01.2007).

Рост «карточных» кредитов компенсируется уменьшением POS-бизнеса, в результате портфель растет достаточно медленно

В целом развитие ХКФБ в течение последнего времени носит не очень динамичный характер и в основном укладывается в логику замещения «магазинных» POS-кредитов на кредитные карты. Такая стратегия имеет очевидную цель – увеличение доходности при одновременном снижении рисков: статистически уровень кредитных потерь по карточным кредитам ниже, т.к. банк открывает карточки клиентам, которые ранее брали POS-кредиты. Рост объемов карточных кредитов идет весьма динамично: на 30% за 1 кв. 2007 г., более чем в 4 раза за 2006 г. При этом портфель POS-кредитов продолжает уменьшаться (на 13% за 1 квартал), соответственно, общий объем портфеля растет относительно медленно.

Доходность портфеля растет, но ее «съедают» провизии и операционные расходы

Увеличение доли «карточных» кредитов в портфеле оказывает явное позитивное влияние на заработки банка: несмотря на рост конкуренции на рынке, доходность* портфеля в 1кв2007 выросла на 5 п.п. по сравнению с 1кв2006. Однако рост провизий и административных расходов продолжают «съедать» основную часть финансового результата банка. В итоге показатели прибыльности ХКФБ остаются крайне невысокими: рентабельность капитала – около 8%, рентабельность активов – менее 2%.

* Доходность – отношение процентных и комиссионных доходов к среднему размеру портфеля

Рост операционных расходов можно во многом рассматривать как продолжение инвестиций акционеров в развитие банка. Мы полагаем, что группа PPF рассматривает розничный банковский бизнес в России как один из самых перспективных проектов, поэтому акционеры соглашаются на рост расходов банка. Низкая рентабельность обычно рассматривается как кредитный недостаток для банка: она свидетельствует о неспособности самостоятельно «сгенерировать» капитал. В случае ХКФБ это, на наш взгляд, не является существенной проблемой: достаточность капитала остается высокой, а акционеры при необходимости увеличивают капитал банка.

Просрочка стабилизировалась

Еще один традиционный вопрос к ХКФБ – размер «просрочки». Судя по всему, банку удалось стабилизировать этот показатель на уровне около 14% от портфеля, что представляется нам вполне естественным уровнем кредитных потерь. При этом в 1 квартале рост провизий даже опережал рост портфеля. Ситуация с просрочкой на сегодняшний день уже не выглядит драматичной. Существенное превышение показателей просрочки ХКФБ над уровнем других ритейловых банков мы склонны связывать с относительно невысокими темпами роста портфеля ХКФБ.

Поддержка акционеров остается главным фактором кредитного качества ХКФБ

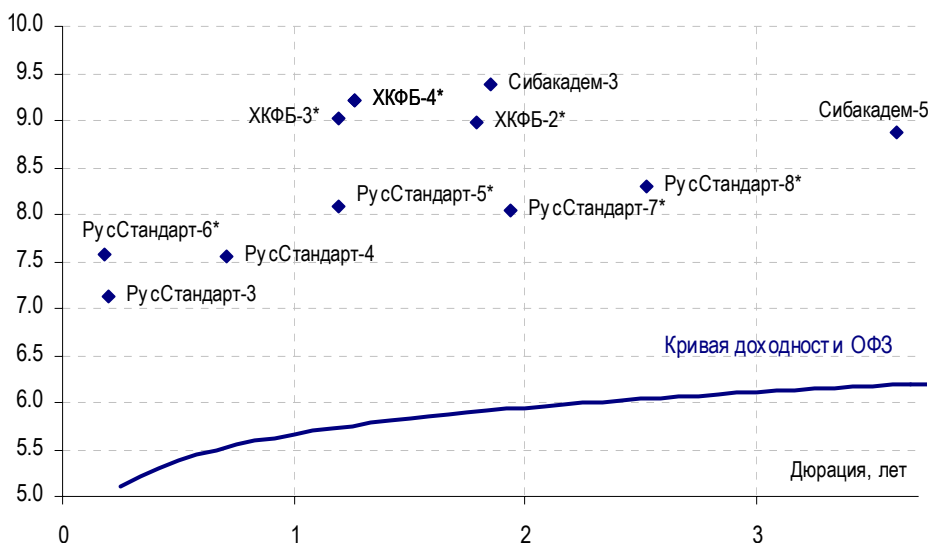
По нашему мнению, определяющим моментом кредитного качества ХКФБ остается фактор поддержки со стороны акционеров. В связи с этим незначительное изменение финансовых результатов пока неспособно привести к переоценке риска ХКФБ. На наш взгляд, при столь высоком уровне достаточности капитала ХКФБ остается «фундаментально» сильным с точки зрения кредитного качества банком. Однако низкая рентабельность продолжает сдерживать повышение рейтингов и переоценку кредитного риска.

Мы ожидаем, что в 2007 году банк сохранит умеренно-позитивную динамику роста. Основные финансовые результаты, по нашему мнению, будут связаны с дальнейшим ростом объемов «карточных» кредитов. Обнародованные недавно планы по созданию альянса с НОМОС-Банком, на наш взгляд, пока не оказывают влияния на кредитный профиль ХКФБ.

Бумаги ХКФБ выглядят привлекательно относительно Русского Стандарта и УРСА

На сегодняшний день бумаги ХКФБ предлагают самую высокую доходность среди ритейловых банков. Поэтому они выглядят привлекательными по сравнению с облигациями УРСА-Банка и Русского Стандарта. Однако мы не видим причин для фундаментального пересмотра отношения риску ХКФБ в настоящий момент, поэтому не ожидаем существенного сужения спредов облигаций банка.

Доходность облигаций на 9 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Treasuries помогут купить ОФЗ с премией

Минфин может дать небольшую премию на сегодняшнем аукционе

Сегодня Минфин размещает ОФЗ выпусков 46018, 46020 и 25061 на общую сумму 42 млрд руб. Размещение пройдет на фоне исключительно негативной конъюнктуры на мировых долговых рынках. Мы полагаем, что в такой ситуации Минфин может дать небольшую премию к ценам вторичного рынка. В данном случае мы считаем участие в размещении привлекательной возможностью сформировать портфель по относительно низким ценовым уровням. По нашему мнению, в настоящий момент нет фундаментальных причин для роста ставок на рублевом долговом рынке, поэтому мы ожидаем, что после прохождения «зоны турбулентности», рублевые ставки продолжат плавное снижение.

ОФЗ для денежных властей интересны как инструмент связывания ликвидности

В настоящий момент Минфин не заинтересован в наращивании внутренних заимствований: бюджет-2007 является бездефицитным, а поступление средств от продажи активов ЮКОСа приведет к дополнительному росту доходов бюджета. Соответственно, ОФЗ размещаются исходя из соображений денежной политики, как один из инструментов связывания высокой текущей ликвидности в банковской системе. При текущей конъюнктуре внутреннего рынка, ОФЗ остаются привлекательными по причине высокого денежного предложения и низких коротких ставок. Поэтому, если бы размещение проходило неделей раньше, спекулянтам вряд ли стоило бы надеяться даже на минимальную премию.

Однако обвальное падение цен американских Treasuries и опасения по поводу возможности повышения ставок ЕЦБ и ФРС продолжают формировать крайне негативный «стрессовый» внешний фон. В этой ситуации цены самых «длинных» рублевых инструментов – ОФЗ 46018 и 46020 на прошлой неделе существенно упали, а доходности на «длинном» конце суверенной кривой выросли на 6-7 б.п.

Даже в случае повышения ставок на 25 б.п. в США и Европе ничего страшного для рублевого рынка не произойдет.

Главный поддерживающий фактор для ОФЗ: высокое рублевое предложение и низкие ставки денежного рынка

На наш взгляд, падение цен рублевых облигаций «вслед за Treasuries» носит субъективный характер и не является фундаментально обоснованным: даже в случае повышения ставок ЕЦБ и ФРС на 25 б.п., доходности рублевого рынка будут сохранять премию к валютным инструментам. Кроме того, мы не ожидаем существенного «выхода» иностранных инвесторов из рублевых инструментов еще и в связи с сохраняющимися ожиданиями относительно укрепления рубля (подробнее см. наш обзор «Сезон рублевых дождей» от 8 июня 2007 г.).

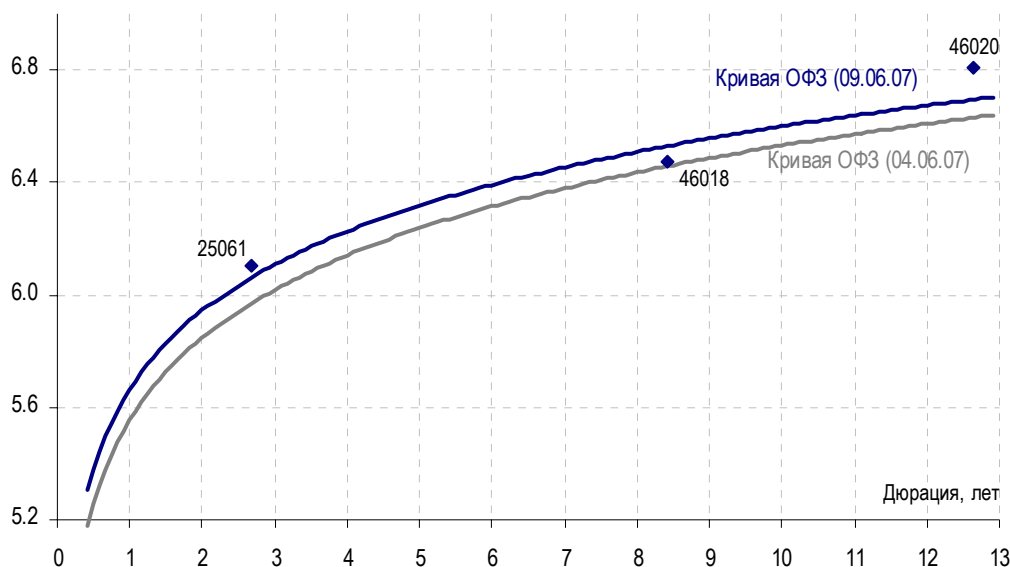
Таким образом, даже если худший сценарий на внешних рынках – скорое повышение базовых ставок в США и в Европе, — реализуется, мы не видим причин для существенного роста ставок для рублевого долга. По нашему мнению, денежное предложение до конца года будет оставаться очень высоким, а ставки рублевого рынка – низкими. При столь высоких ценах на нефть и рекордных объемах притока капитала денежные власти вряд ли смогут стерилизовать всю избыточную ликвидность. Поэтому мы считаем текущее падение цен временным психологическим явлением, и рекомендуем воспользоваться им для покупки рублевых облигаций. Сегодняшний аукцион по ОФЗ, на наш взгляд, может предложить неплохую возможность для покупки длинной дюрации.

ОФЗ 46020 выглядит наиболее интересно

На наш взгляд, с точки зрения доходности ОФЗ 46020 является самой привлекательной из размещаемых сегодня бумаг: она явно лежит над кривой ОФЗ.

Доходность ОФЗ 46018 выглядит несколько менее привлекательно: бумага лежит ниже кривой. Однако у этой бумаги есть и явный «плюс»: высокий купон, который также делает ее привлекательной с точки зрения текущей доходности.

Доходность облигаций на 9 июня



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

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekшева@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
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

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

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.