

Рублевые корпоративные облигации

18 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- МКБ: комментарий к размещению » стр.2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ТМК: ожидаемое наращивание долга » стр.4

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК: Банк Развития – стратегии поддержки рублевого рынка » стр.5

Индикаторы

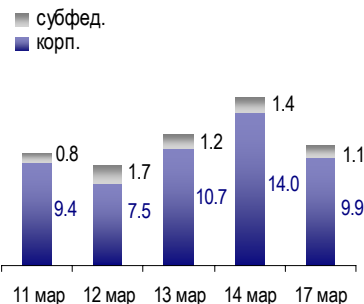
Долларов США за Евро	1.5728	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	23.5037	- 0.7 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 102.82	- 4.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.89%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.35%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	211	+ 13 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	512.0	- 59.7
Остатки на д/с, млрд руб.	183.3	+ 58.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 69.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- ЦБ разместил ОБР-5 на 5.21 млрд руб. из 400 млрд руб. под 5.38% годовых к погашению 15 сентября 2008 года

Объем торгов на ММВБ

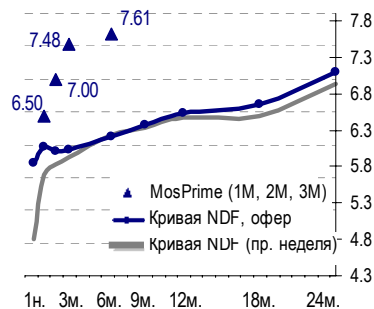


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 18 мар Размещение Еврокоммерц-5 (5 млрд руб., годовая оферта)
Размещение Московский Кредитный Банк-4 (2 млрд руб., годовая оферта)
Заседание ФРС США по ставкам
- 19 мар Размещение ОФЗ-АД 46022 (15 млрд руб., дюрация 9.3 года)
Размещение ОФЗ-ПД 25062 (10 млрд руб., дюрация 2.9 года)
- 25 мар Уплата НДСПИ, 1/2 суммы акцизов
- 28 мар Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	93.10	+ 20	5.2	9.18%
Газпром-6	99.95	+ 15	1.3	7.10%
ЛУКОЙЛ-3	97.89	+ 9	3.3	7.91%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОИА-3	98.00	+ 129	4.2	8.40%
СевстАвто-2	96.47	+ 7	2.2	*9.63%
ВБД-3	100.13	+ 6	0.9	*9.36%

Лидеры падения

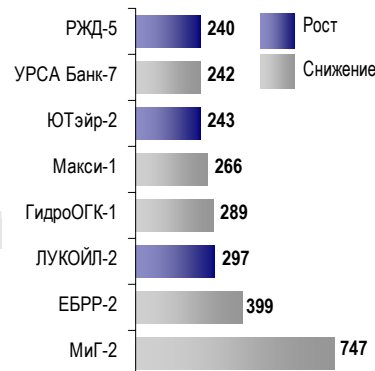
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-3	101.75	- 50	1.3	8.25%
РЖД-6	99.10	- 50	2.4	7.87%
АИЖК-7	93.60	- 45	5.1	9.27%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-6	96.01	- 64	0.9	*13.35%
ЦентрТел-4	105.93	- 57	1.3	9.48%
Мечел-2	99.25	- 48	2.1	*8.96%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

МКБ: комментарий к размещению

**«Справедливая»
доходность –
не ниже 13%.**

Сегодня состоится размещение четвертого выпуска облигаций Московского кредитного банка (МКБ, *Moody's* B1, *Fitch* B-, объем 2 млрд руб., оферта через 1 год). Мы полагаем, что заявленная ставка купона (11,2% - 11,5%) вряд ли может заинтересовать инвесторов на фоне грядущей оферты Банка Русский Стандарт (объявленная ставка купона 12,2%), а также текущих котировок схожих по кредитному качеству и более коротких по дюрации выпусков Центр-Инвест-1 и СКБ-Банк-1. По нашему мнению справедливая доходность выпуска МКБ-4 должна находиться на уровне не ниже 13%.

**Ужесточающаяся
конкурентная среда
сказывается на темпах
роста бизнеса**

МКБ входит в Топ-60 российских банков по размеру активов и занимается кредитованием корпоративных клиентов в Москве и Московской области. Конкурентные преимущества МКБ – это исторически сложившиеся отношения с рядом крупных розничных сетей (в основном столичные сети бытовой электроники), а также достаточно развитая служба инкассации. Банк также развивает кредитование физических лиц и предприятий малого бизнеса, однако до сих пор не смог занять существенной доли рынка ни в одном из сегментов столичного розничного рынка. Активы банка выросли за 2007 год на 40% (2006: 67%), а доля розничного портфеля сократилась (1п2007: 18,7%; 2006: 22,3%). Поскольку Москва является одним из самых высококонкурентных рынков России, малые и средние банки, не обладающие нишевой специализацией, находятся в наименее выгодном положении.

**На финансовую
поддержку банка со
стороны акционеров
вряд ли можно
рассчитывать**

В настоящее время единственным бенефициаром банка является председатель его Правления Роман Авдеев, которому также принадлежит многопрофильный Концерн Россиум. Однако мы считаем, что МКБ значительно превосходит по стоимости бизнеса все остальные компании холдинга и является ключевым активом г-на Авдеева, что не дает оснований рассчитывать на существенную поддержку со стороны группы в случае необходимости.

**Затраты на развитие
сети могут повысить
привлекательность
банка для продаж**

Активизация банка на новых для него направлениях (прежде всего, в ипотечном кредитовании, кредитовании малого бизнеса и факторинге), на наш взгляд, может отражать усилия менеджмента по повышению стоимости МКБ. Мы полагаем, что примеры Абсолют Банка, Оргрэсбанка и Экспобанка задали определенную модель предпродажной подготовки для средних банков, которой может последовать и МКБ. По нашему мнению, продолжающийся рост филиальной сети в Москве и области (всего у банка сейчас 40 точек продаж) также вполне соответствует стратегии создания привлекательной для потенциальных инвесторов сети продаж.

Основные показатели МКБ по US GAAP

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
1п.2007	1330	17.3	222.7	4.3	4.36	1.81	0.72
2006	1095	17.7	184.8	1.77	2.19	1.11	0.82
2005	6545	19.0	186.0	4.73	4.54	1.11	2.98

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

**Зависимость от
рыночного
фондирования высока,
однако не вызывает
больших опасений**

МКБ имеет достаточно продолжительную историю сотрудничества с международными финансовыми организациями (IFC, EBRD, BSTDB, DEG) и экспортными кредитными агентствами. Благодаря этим отношениям банк получает существенные средства в виде синдицированных займов, а также целевого фондирования. Поскольку такого рода ресурсы часто являются «самоликвидирующимися» – т.е. фондируют кредиты четко совпадающие по срокам, банку удается поддерживать ликвидность на приемлемом уровне.

Качество активов хорошее, однако уровень резервирования, по нашему мнению, недостаточен

Качество кредитного портфеля МКБ сравнительно высокое: после списания в 2006г. просроченного кредита на \$6 млн, совокупная доля просрочки уменьшилась в корпоративном сегменте почти до нуля. Общий объем просрочки (с учетом розницы) составил 0.77% от кредитного портфеля на середину 2007 года, в то время как резервы на возможные потери по ссудам составляли 0.72%. По нашему мнению, несмотря на хорошие показатели просрочки, уровень созданных резервов может оказаться недостаточным, что в будущем может серьезно сказаться на прибыльности банка.

Достаточно слабые финансовые результаты

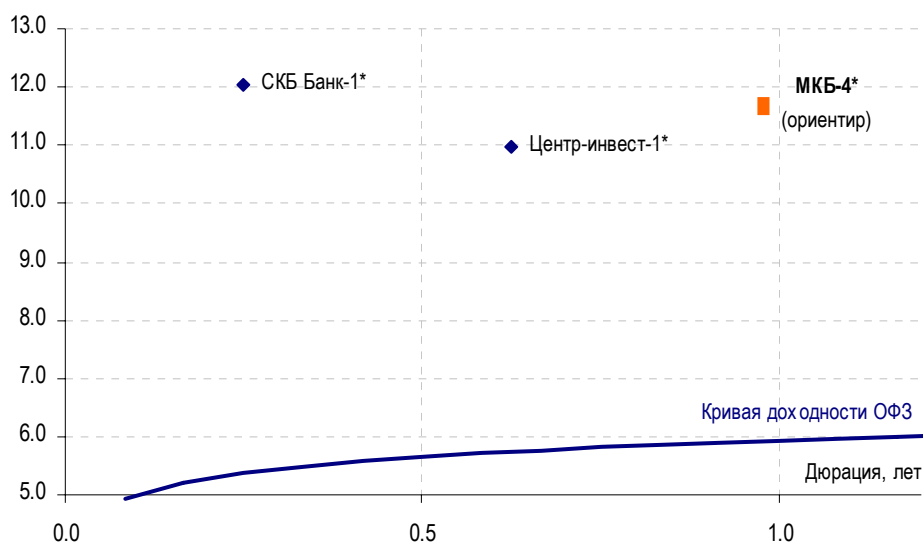
Финансовые результаты МКБ выглядят довольно слабо. Хотя доходность усредненных активов выросла (1п.2007: 1.81%; 2006: 1.11%) это, на наш взгляд, не слишком убедительный результат ввиду потенциально недостаточного уровня резервов. Отношение операционных расходов к доходам составляет 68%, а к усредненным активам 4.36%. По нашему мнению, основной причиной низкой рентабельности являлся опережающий рост операционных затрат, в т.ч. связанных с расширением сети.

Существенные комиссионные доходы поддерживают доходность

В основном благодаря сильной инкассаторской службе, комиссионные доходы МКБ находятся на достаточно высоком уровне – 1.92% от усредненных активов или 30% операционной прибыли на конец 1п/г2007. По нашему мнению, высокая доля комиссионных доходов является положительным фактором в условиях ужесточающейся конкуренции и сужающейся процентной маржи.

По нашему мнению, «справедливая» доходность облигаций МКБ должна составлять не менее 13% при наличии годовой оферты. Мы также не видим никаких оснований для того, чтобы ставка купона и доходность по облигациям МКБ была ниже, чем у Банка Русский Стандарт. По нашему мнению более привлекательными выглядят выпуски Центр-Инвест-1 и СКБ-Банк-1 схожие по кредитному качеству и более короткие по дюрации.

Доходность облигаций на 17 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

ТМК: ожидаемое наращивание долга

ТМК собирается привлечь бридж-кредит объемом до \$2 млрд для финансирования сделки с Евразом

Источник рефинансирования - будущее SPO, сроки будут определяться рыночной конъюнктурой

Рост долговой нагрузки и транзакционные риски ТМК могут негативно повлиять на оценки рейтинговых агентств

Мы считаем, что сделка не ослабляет кредитный профиль ТМК

Вчера Интерфакс сообщил, что Evraz Group и ТМК выдали мандаты на организацию синдицированных кредитов с целью финансирования покупки трубного и прокатного бизнеса американской компании Ipsco. ТМК намерена выкупить у Евраза права на приобретение 100% акций Ipsco Tubulars Inc. и контрольный пакет акций NS Group Inc. Стоимость сделки оценивается в \$1.7 млрд, из которых \$500 млн (стоимость 49% акций NS Group) будут оплачены в 2009 году. По информации агентства, сроки кредитов не превысят 1 года.

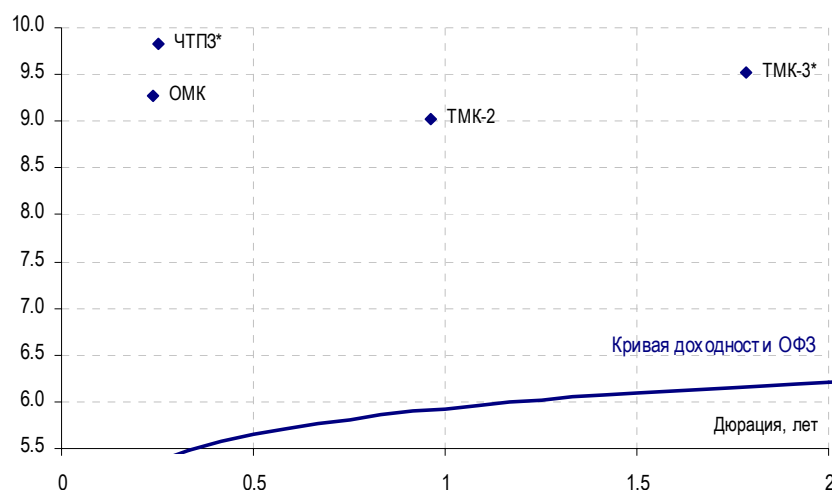
Таким образом, финансирование сделки будет осуществляться за счет заемных средств – краткосрочного бридж-финансирования. На прошлой неделе один из топ-менеджеров ТМК сообщил Reuters о возможной допэмиссии акций ТМК более чем на \$1 млрд для рефинансирования кредита, хотя уточнил, что компания пока не приняла окончательное решение на этот счет.

Привлечение крупного бридж-кредита в любом случае не является неожиданностью – еще в ноябре прошлого года ТМК заявляла, что рассматривает возможности в сфере M&A и не исключает крупных заимствований на долговом рынке для их финансирования. В феврале была озвучена и сумма возможного финансирования - \$1.5 млрд. Первоначально мы связывали эти планы с потенциальным приобретением украинской группы Интерпайп, однако ТМК воспользовалась возможностью купить у Евраза трубные активы Ipsco.

В текущей ситуации решение привлечь бридж-финансирование до проведения SPO в конце текущего или начале будущего года выглядит вполне логично. Однако, в связи с ожидаемым ростом долговой нагрузки, вполне возможны негативные действия рейтинговых агентств. Вчера Moody's уже поставило рейтинги ТМК (текущий долгосрочный рейтинг Ba3) на пересмотр с возможностью снижения. В пресс-релизе Moody's, в частности, говорится о необходимости оценки «стратегической логики и риска сделки, учитывая существующую значительную программу капвложений компании», а также о «рисках интеграции для компании, операции которой до сих пор были сосредоточены в России».

На этом фоне мы ожидаем спекулятивное снижение котировок облигаций ТМК, однако мы по-прежнему считаем кредитный профиль компании очень сильным. По нашему мнению, дополнительные \$1.5 млрд краткосрочного долга не приведут к существенной переоценке кредитного качества ТМК, поскольку и в этом случае долговая нагрузка компании останется на приемлемом уровне – около 2.5x Долг/ЕБИТДА. На наш взгляд, оба выпуска облигаций ТМК в настоящее время торгуются на уровне близком к «справедливому», в т.ч. ТМК-2, спреды которого расширились после установления более высокого купона по 3-му выпуску.

Доходность облигаций на 17 марта



ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

Банк Развития: стратегии поддержки рублевого рынка

Банк Развития может постепенно сократить размещение средств на банковских депозитах

Вчера председатель Банка Развития (ВЭБ) Владимир Дмитриев сделал ряд интересных заявлений по поводу дальнейших шагов банка в сфере управления ликвидностью. В качестве наиболее важного для денежного рынка в целом мы выделяем намерение Банка Развития постепенно сократить объемы размещения временно свободных средств на депозитах коммерческих банков в связи со скорым запуском реализации инвестпроектов, на финансирование которых правительство и выделило банку средства в ноябре 2007 года.

Речь идет о 115 млрд руб., предназначенных для финансирования инвестпрограмм

В настоящее время ВЭБ держит на депозитах в ряде крупных банков 115 млрд руб. Единовременное изъятие этих средств способно существенно осложнить ситуацию с банковской ликвидностью в ближайшие месяцы. По словам г-на Дмитриева, процесс сокращения объемов размещения средств на депозитах будет постепенным. В идеале, эти деньги должны в ближайшем будущем вернуться в банковскую систему после начала реализации инвестиционных проектов. Тем не менее, мы полагаем, что в подобных процессах могут возникать временные разрывы, когда денежные средства будут временно «зависать» на счетах ВЭБа, вызывая определенный дефицит банковской ликвидностью.

В качестве замены ВЭБ предлагает использовать часть накопительных пенсий «молчунов»...

В дальнейшем ВЭБ не намерен отказываться от помощи банковскому сектору в форме размещения депозитов, изменится лишь источник фондирования такого рода операций. Вместо собственного капитала (сформированного за счет прямых бюджетных вливаний), Банк развития предлагает направить на эти цели средства накопительной части пенсии «молчунов». Юридически вопрос может быть решен на уровне постановления правительства и внесения соответствующих изменений в инвестиционную декларацию государственной управляющей компании. Как показывает практика, процедура внесения подобных изменений может занять несколько месяцев.

...что потребует внесения изменений в инвестдекларацию, и может быть реализовано в случае серьезных проблем с ликвидностью

Очевидно, речь идет не о продаже уже имеющегося портфеля ценных бумаг, в которые вложены средства «молчунов», а о перераспределении вновь поступающих от Пенсионного фонда ресурсов. Поэтому озвученная г-ном Дмитриевым сумма возможного размещения в размере 90 млрд руб. фактически предполагает полное использование новых поступлений от «молчунов» для размещения на депозитах в коммерческих банках. На наш взгляд, размещение столь значительного объема, если и произойдет, то, скорее всего, будет носить временный характер и только в случае возникновения у российских банков экстренных проблем с ликвидностью.

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) 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
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

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	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 Михалевиц	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.