

Рублевые корпоративные облигации

25 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Банк Зенит – новая ставка купона 9.9% вряд ли интересна » стр.2

ЭКОНОМИКА

- Банкам помогут нанорублями » стр. 4

Индикаторы

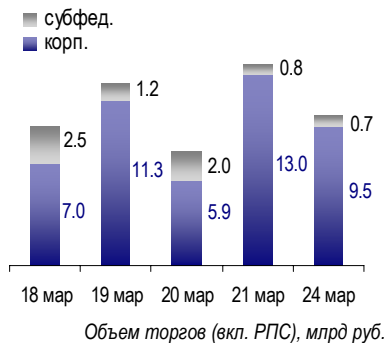
Долларов США за Евро	1.5424	- 0.0 %
Рублей за доллар США	23.8281	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 100.40	- 0.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.78%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.31%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	186	- 17 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	596.8	- 9.4
Остатки на д/с, млрд руб.	184.9	+ 10.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 64.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск ЭСТАР-1 (3 млрд руб., 3 года)
- Планируется выпуск Желдорипотека-2 (2.5 млрд руб., годовая оферта)
- Русская лизинговая компания планирует дебютный выпуск (1 млрд руб., 3 года)

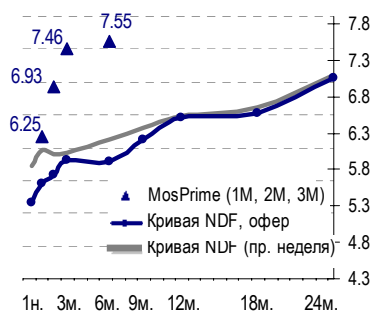
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 25 мар Размещение РБК Информационные системы, БО-4 (1.5 млрд руб., 1 год)
Размещение ТД Спартак-Казань-2 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
Уплата НДС, ½ суммы акцизов
- 26 мар Размещение АвтоВАЗ, БО-1 (1 млрд руб., 1 год, call-опцион через 0.5 года)
Размещение АвтоВАЗ, БО-2 (1 млрд руб., 1 год)
Размещение Радионет-2 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
- 27 мар Размещение Русфинанс Банк-5 (4 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	99.00	+ 40	3.1	7.77%
ЛУКОЙЛ-2	99.69	+ 29	1.5	7.58%
Газпром-8	97.80	+ 28	3.1	7.86%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	96.22	+ 71	1.4	*12.12%
МОЭСК-1	98.15	+ 45	3.1	8.87%
ХКФБ-2	97.05	+ 33	1.1	*12.45%

Лидеры падения

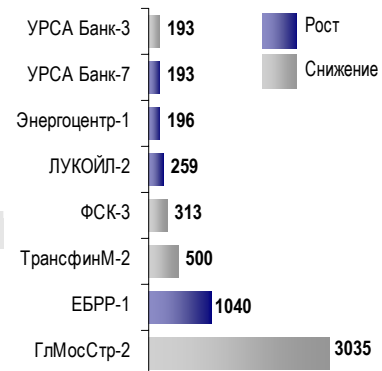
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	95.75	- 50	5.5	9.28%
ЛУКОЙЛ-4	97.69	- 32	4.6	8.06%
Газпром-6	99.95	- 30	1.3	7.10%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Петроком-2	97.22	- 88	1.4	10.91%
Мечел-2	98.53	- 72	2.0	*9.34%
ЦентрТел-4	106.16	- 19	1.3	9.24%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Банк Зенит – новая ставка купона 9.9% вряд ли интересна

Новая ставка купона нам не кажется привлекательной

Вчера Банк Зенит (Moody's: Ba3; Fitch: B positive) объявил ставку третьего купона перед офертой по четвертому выпуску рублевых облигаций объемом 1 млрд. руб. (дата оферты - 7 апреля 2008). По нашему мнению, новый ориентир по доходности, заявленный банком (9.9% YTP, следующая оферта через полгода) вряд ли вызовет большой интерес инвесторов. Мы считаем, что в текущей рыночной конъюнктуре доходность выпуска Зенит-4 должна составлять не менее 11%.

Поддержка со стороны компании Татнефть – сильная сторона кредитного профиля банка

Банк Зенит с консолидированными активами в \$5.5 млрд на конец I полугодия 2007 входит в ТОП-30 российских банков. Основными акционерами банка являются Татнефть и физические лица, входящие в состав руководства банка. По нашему мнению, основным фактором кредитного качества Зенита является достаточно высокая вероятность финансовой поддержки со стороны Татнефти (Fitch: B+ positive), которая является ключевым клиентом банка.

Большая доля средств связанных сторон является негативным фактором, однако может помочь банку пережить сложные времена

Высокая зависимость Зенита от средств акционеров и связанных компаний в настоящий момент может помочь банку пережить сложные времена, хотя и остается одной из слабых сторон кредитного качества банка. По состоянию на 30 июня 2007 доля связанных сторон превышала 20% от совокупных обязательств банка. Достаточно большой объем дешевых ресурсов от связанных компаний может способствовать удержанию стоимости фондирования на приемлемом уровне. Однако с фундаментальной точки зрения эта зависимость является проблемой и может рассматриваться как умеренно позитивный фактор кредитного качества банка только в краткосрочной перспективе.

Мы относим Зенит к группе банков наиболее уязвимых в текущей рыночной ситуации

Как мы отмечали в специальном обзоре «Все дело в банке» от 3 марта 2008, Зенит относится к группе банков, наиболее уязвимых в текущих рыночных условиях. Слабой стороной Зенита, по нашему мнению, является самая узкая в сегменте чистая процентная маржа (2% на 01.07.2007) вкпе с относительно низкой, на наш взгляд, способностью банка перекладывать возросшую стоимость фондирования на заемщиков. Доля высокомаржинальных направлений кредитования в балансе банка до сих пор невелика (кредиты физлицам составили 6% от кредитного портфеля на конец первого полугодия 2007), а объем кредитования проектов в сфере недвижимости достиг 20% портфеля на ту же дату. В то же время, степень зависимости банка от рыночных источников фондирования не является критической, и объем выплат в 2008 году не представляет угрозы для платежеспособности банка. Подробнее ознакомиться с описанием проблем этого сегмента российских банков мы предлагаем в нашем специальном отчете.

Мы считаем справедливой ставку купона не менее 11%

По нашему мнению, перспективы развития кредитного качества банка Зенит в текущих рыночных условиях выглядят не слишком радужно, что должно найти отражение в доходности его рублевого долга. Согласно нашим оценкам «справедливой» доходности рублевых облигаций российских банков в 2008 году, облигации Зенита должны предлагать премию к среднему уровню доходности банков второго эшелона. Мы считаем непривлекательной доходность выпуска Зенит-4 при купоне ниже 11%.

ЭКОНОМИКА

Банкам помогут нанорублями

Вчера государственные власти фактически перечеркнули все то, что говорилось ими ранее по поводу размещения временно-свободных средств Фонда ЖКХ и корпорации нанотехнологий. Из слов Алексея Кудрина на совещании у президента следует, что эти средства почти в полном объеме будут тем или иным способом предоставлены банковскому сектору - посредством размещения депозитов либо инвестирования в корпоративные облигации. Скорее всего, это означает, что Фонд ЖКХ откажется от заявленных ранее планов по размещению всех своих средств на трехмесячные депозиты в ЦБ. Опасения по поводу кризиса ликвидности похоже все-таки возобладали над доводами, связанными с угрозой повышения зависимости банковской системы от государства и снижения бюджетной дисциплины.

Основная часть средств Фонда ЖКХ и Роснанотеха будет размещаться через депозитные аукционы, тем же механизмом что и бюджетные средства

Теперь остается вопрос, каким образом денежные средства государственных корпораций попадут в банковскую систему. Самый простой способ – это воспользоваться той же схемой, что и при размещении средств федерального бюджета, т.е. путем проведения периодических депозитных аукционов. Правда, для этого необходимо внести поправки в Положение Правительства РФ касательно размещения средств Фонда ЖКХ, т. к. в отличие от аналогичного документа действующего для Роснанотехнологий, в нем среди разрешенных инструментов инвестирования отсутствуют депозиты коммерческих банков.

По нашему мнению государственные корпорации не будут покупать длинные облигации в больших объемах.

Более сложной альтернативой является покупка госфондами корпоративных облигаций. Мы считаем, что приобретение ими бумаг с дюрацией более 0.5 года не является разумным, так как это означает почти полную потерю возможности в случае необходимости быстро и без существенных издержек вывести средства для финансирования целевых проектов. Поэтому, по-нашему мнению, Фонды ЖКХ и нанотехнологий не будут осуществлять значительных покупок корпоративных бумаг либо такие покупки коснутся только коротких биржевых облигаций.

Размещение средств начнется не раньше середины мая

В сделанном нами прогнозе дефицита ликвидности на март-май (см. наш Специальный обзор «Гроза в начале мая» от 19.03.2008г.) мы учитывали заявления представителей Фонда ЖКХ и не рассматривали средства данного фонда в качестве возможного инструмента поддержки банковского сектора. Исходя из новых условий, мы предполагаем, что средства Фонда ЖКХ и Роснанотеха в размере 340-370 млрд. руб. могут поступить на денежный рынок к середине мая. При реализации базового сценария такое вливание позволит удержать ставки денежного рынка в мае на уровне 6-7%. В негативном сценарии – на уровне 7.5-8.5%.

Сегодня проходят первые крупные налоговые выплаты (НДПИ и акцизы) в марте. Исходя из текущей ситуации с ликвидностью, мы ожидаем, что они не вызовут серьезную напряженность на денежном рынке. Однако по нашим оценкам, объем операций прямого РЕПО Банка России сегодня все же значительно повысится и составит 30-60 млрд. руб.

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 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.