

Рублевые корпоративные облигации

26 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- МДМ-банк: ликвидность прежде всего » стр.2
- АвтоВАЗ: экспериментальное размещение » стр.4

НОВОСТИ: Русфинансбанк, Магнит » стр.6

Индикаторы

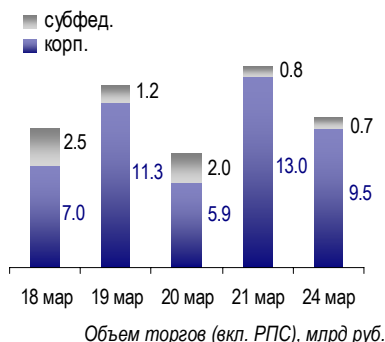
Долларов США за Евро	1.5627	+ 1.3 %
Рублей за доллар США	23.7017	- 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 100.72	+ 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.78%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.32%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	188	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	522.9	- 73.9
Остатки на д/с, млрд руб.	159.8	- 25.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 30.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск РБК Информационные системы, БО-4 (1.5 млрд руб.) размещен под 12.25% годовых к погашению через 1 год

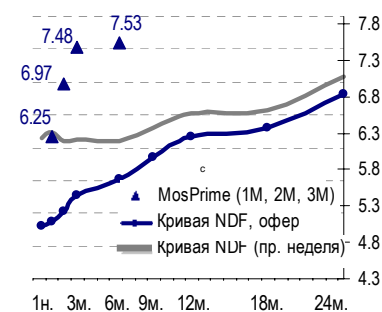
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

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 Радийнет-2 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
27 мар	Размещение Русфинанс Банк-5 (4 млрд руб., годовая оферта)
	Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)
28 мар	Уплата налога на прибыль
9 апр	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года)

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

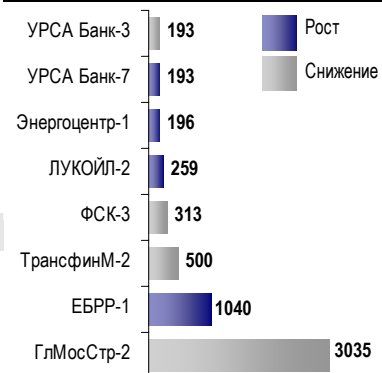
1 эшелон

	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

Информация по итогам торгов на ММВБ приведена за 24 марта

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

МДМ-банк - комментарий к годовой отчетности по МСФО

Ликвидность прежде всего

МДМ-банк отчитался по МСФО за 2007 год – с кредитной точки зрения результаты банка позитивные

В понедельник МДМ-банк опубликовал отчетность по МСФО за 2007 г. Мы отмечаем значительные изменения в структуре баланса банка: на наш взгляд, существенное увеличение доли ликвидных активов, сокращение кредитного и торгового портфелей банка – оправданная стратегия в текущих условиях, даже с учетом возможных негативных последствий для прибыльности. Мы позитивно оцениваем стратегию, выбранную менеджментом МДМ, и считаем кредитное качество банка достаточно высоким с учетом непростой ситуации на финансовых рынках.

Основные показатели МДМ Банка по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	NPL / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
2007	13097	17.2	134.7	4.60	0.83	3.05	1.95	2.03	3.32
2006	9233	13.7	163.4	5.03	0.73	3.52	1.74	1.33	2.63
2005	4822	н/д	124.8	6.56	0.39	3.39	2.33	2.75	3.43

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Основные позитивные моменты это прочный запас ликвидности и капитала...

Начиная со второй половины 2007 года, МДМ наращивал «подушку ликвидности», пожертвовав при этом ростом кредитного портфеля и существенно сократив объем торговых ценных бумаг. На конец 2007 года доля ликвидных активов достигла почти 41% (2006: 27%), а соотношение кредитного портфеля к депозитам сократилось до 135% (2006: 164%). Анализ пассивов и активов банка по срокам до погашения показывает, что созданная «подушка ликвидности» достаточна для того, чтобы банк смог расплатиться по всем обязательствам в течение 2008 года, не прибегая к рефинансированию за счет новых рыночных заимствований.

Капитал банка был увеличен за счет дополнительной эмиссии акций во второй половине 2007. На конец 2007 года достаточность капитала первого уровня составляла 14.5%, что, на наш взгляд, является весьма комфортным показателем, учитывая риски связанные с продолжающейся экспансией банка как в новых бизнес направлениях, так и в регионах страны.

... а также приемлемое качество активов

Несмотря на существенное замедление темпов роста кредитного портфеля в 2007 году – всего лишь 8,8% по сравнению с более чем двукратным увеличением в течение 2006 – уровень проблемных кредитов (просроченных более чем на 90 дней или не просроченных, но имеющих признаки существенного ухудшения) остался вполне приемлемым (2007: 2.03%; 2006: 1.33%). Резервы на возможные потери по кредитному портфелю перекрывали уровень проблемной задолженности в 1.6 раза на конец 2007 года. В нынешней ситуации качество активов уже не может быть «скрыто» за счет бурного роста, и мы считаем, что оно вполне соответствует новой бизнес-модели банка. Также отмечаем, что рост проблемной задолженности произошел в основном за счет розничного направления, и скорее всего будет компенсирован более высокой маржой данного сегмента.

**Негативный фактор –
снижение прибыльности**

Основным негативным последствием изменения структуры активов стало снижение прибыльности МДМ-банка - замедление роста кредитного портфеля и слабые результаты операций с ценными бумагами сказались на доходности активов в 2007 году. Рост показателя RoAA до уровня 1.95% был достигнут в основном за счет разового поступления от продажи недвижимости, скорректированный RoAA за 2007 составил бы 1.78% (2006: 1.74%). Чистая процентная маржа банка продолжала снижаться, однако это снижение было отчасти компенсировано возрастающей долей комиссионных доходов, что, по нашему мнению, улучшает качество прибыли банка (т.к. с ростом доли комиссионных, доходы банка менее подвержены рыночным колебаниям процентных ставок). Несмотря на относительно «тусклую» динамику прибыли банка, мы уверены, что для оценки кредитного профиля МДМ-банка в настоящее время приоритетны адекватность капитала и ликвидность.

**Однако операционные
расходы остаются под
контролем**

Несмотря на продолжающееся развитие филиальной сети, операционные затраты банка находятся под жестким контролем, а показатели эффективности даже улучшились. Так, соотношение операционных затрат к усредненным активам сократилось до 3.05% с 3.52% годом ранее, что является достаточно сильным показателем для многофилиального банка. Тем не менее мы не считаем, что показатели эффективности имеют большой потенциал к дальнейшему улучшению, поскольку планы развития на 2007 год могли быть пересмотрены банком в связи с нестабильностью на рынках, а следовательно, могут быть возобновлены по мере того как ситуация нормализуется.

**Корпоративный бизнес
все еще доминирует, но
розница растет
быстрее**

На конец 2007 года доля высокомаржинальных направлений в рознице и малом бизнесе составляла 20.5% и 4.4% от кредитного портфеля МДМ-Банка соответственно (2006: 16.4% и 2.6%). Несмотря на то, что доля корпоративного кредитования все еще остается доминирующей, мы отмечаем, что темпы роста новых направлений позволяют говорить о том, что уже в течение 2008 года они могут занять долю близкую к половине кредитного портфеля. Мы положительно оцениваем рост масштабов розничного бизнеса и кредитования малых предприятий, что на наш взгляд усилит конкурентные позиции МДМ-банка и позитивно скажется на его кредитном профиле.

**Депозитная база растет
не так быстро как
хотелось бы**

Мы считаем, что увеличение розничного фондирования может существенно усилить кредитное качество МДМ банка в текущей рыночной конъюнктуре. Банк активно развивается в этом направлении, однако многое еще предстоит сделать. Доля депозитов в пассивах банка практически не изменилась за 2007 год, а основная масса средств была привлечена от корпоративных клиентов. Тем не менее, розничные вклады показали 75%-ный рост в 2007 году, увеличив свою долю в депозитной базе МДМ-банка с 12% до 16%.

**Сужения спредов не
ожидаем, однако новые
размещения могут быть
интересны**

Единственный рублевый выпуск МДМ-Банк 3 торговался в марте с доходностью к оферте в 9-10%, и в текущей рыночной ситуации мы не видим существенного потенциала для роста цен. В рамках стратегии «buy and hold» мы рекомендуем инвесторам покупать рублевые облигации МДМ-Банк 3 при доходности от 10%.

АвтоВАЗ: экспериментальное размещение

Новые выпуски АвтоВАЗа интересны в первую очередь в рамках стратегии buy-and-hold

Сегодня состоится размещение двух выпусков биржевых облигаций АвтоВАЗ БО-1 (1 млрд руб., 0,5 года) и АвтоВАЗ БО-2 (1 млрд руб., 1 год). Ориентир организатора по годовому купону 2-го выпуска составляет 10.00-11.00% и несколько ниже для 1-го выпуска – 9.50-10.50% за счет более короткой дюрации. Новый уровень доходности не предполагает существенной премии к сопоставимым выпускам ГАЗа и КамАЗа, при этом ликвидность размещаемых выпусков может быть ограничена в связи с их относительно небольшим объемом. Мы считаем, что рост цены биржевых облигаций АвтоВАЗа маловероятен, однако бумаги могут быть интересны консервативным инвесторам в рамках стратегии купить и держать до погашения.

В связи предстоящей реорганизацией АвтоВАЗу придется рефинансировать значительный объем долга

Основной целью размещения облигаций АвтоВАЗа является рефинансирование значительного объема краткосрочных обязательств, возникших в связи с предстоящей реорганизацией общества. Для ликвидации закольцованной структуры собственности, в январе на внеочередном собрании акционеров было принято решение о присоединении дочерних компаний. Таким образом, кредиторы АвтоВАЗа, в том числе и держатели облигаций, получили право требовать досрочного погашения долга.

Эмитент обязуется досрочно выкупить облигации до конца июля

Недавно Совет директоров АвтоВАЗа утвердил порядок приобретения облигаций, в соответствии с которым держатели бумаг на дату проведения собрания акционеров имеют право потребовать досрочного погашения обязательств до 28 марта. Общество рассматривает требования кредиторов в течение 30 дней, затем в течение 3 месяцев обязуется выкупить бумаги. С учетом вышесказанного, консервативная оценка срока погашения облигаций АвтоВАЗа – конец июля 2008 года.

В ближайшие полгода АвтоВАЗу придется рефинансировать не менее 5 млрд руб.

В настоящий момент на вторичном рынке представлены выпуски АвтоВАЗ-3 и АвтоВАЗ-4 по 5 млрд руб. При предъявлении требования к досрочному выкупу облигаций, бумаги блокируются на счете в НДЦ. По этой причине держатели АвтоВАЗ-3, по всей видимости, предпочтут дождаться оферты в июне. Таким образом, мы оцениваем необходимый объем рефинансирования в ближайшие полгода не менее чем в 5 млрд руб.

Ожидаем новые размещения биржевых облигаций АвтоВАЗа

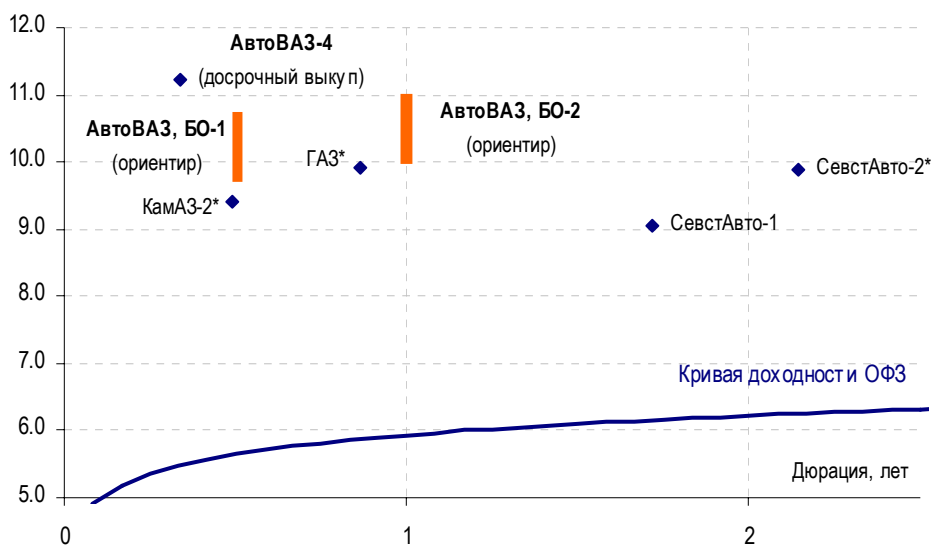
Принимая во внимание график погашения обязательств и тот факт, что АвтоВАЗ зарегистрировал 10 выпусков биржевых облигаций по 1 млрд руб., мы ожидаем новых размещений бумаг компании в краткосрочной перспективе. Увеличение предложения публичного долга АвтоВАЗа будет сдерживать потенциальный рост цен облигаций. Кроме того, ликвидность биржевых облигаций ограничивается относительно небольшим объемом выпусков. Поэтому мы считаем, что бумаги АвтоВАЗа могут представлять интерес главным образом в рамках стратегии buy-and-hold.

В ближайшей перспективе выпуски не будут включены в Ломбардный список

Мы также обращаем внимание, что в ближайшей перспективе облигации АвтоВАЗа не будут включены в Ломбардный список ЦБ, т.к. у компании отсутствуют кредитные рейтинги. Отсутствие перспектив включения облигаций АвтоВАЗа в Ломбардный список сдерживает аппетит значительной части инвесторов к бумагам компании. Возможно, значительный объем программы размещения биржевых облигаций станет для компании дополнительным стимулом к получению рейтинга.

Ориентир организаторов по доходности нового выпуска АвтоВАЗа не предполагает существенной премии к выпускам крупных автомобилестроителей с сопоставимым кредитным качеством. Поэтому результаты аукциона, на наш взгляд, будут отражать готовность участников рынка принять риски относительно невысокой ликвидности выпуска, а также невозможности использовать бумаги для рефинансирования в Банке России.

Доходность облигаций на 25 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НОВОСТИ

Русфинансбанк отказался от размещения

По сообщению Интерфакса, Русфинансбанк отказался от размещения 5-го выпуска облигаций, поскольку его не устроил уровень ставки, по которой закрывалась книга заявок. Напомним, организаторы маркетировали ставку купона в достаточно широком диапазоне 10-12% (доходность к годовой оферте 10.25-12.36%).

В сегодняшнем сообщении также говорится, что спрос на новый выпуск банка был «фрагментированным» и включал «агрессивные» заявки. С нашей точки зрения, доходность выпуска выглядела привлекательно для инвесторов даже по нижней границе, учитывая сильные кредитные характеристики Русфинансбанка как 100%-й дочки Societe Generale. Поэтому мы видим две возможные причины отмены размещения:

(1) инвесторы в принципе избегают бумаг финансового сектора, опасаясь дальнейшего расширения спрэдов вне зависимости от кредитного качества, и таким образом, организаторам не удалось привлечь достаточный спрос на выпуск объемом 4 млрд руб. по приемлемой доходности;

(2) эмитент изменил мнение о приемлемом уровне доходности уже в процессе формирования книги заявок, по всей видимости, снизив ориентир по доходности ниже 10%.

Мы полагаем, что банк может через некоторое время вернуться на рублевый рынок: в настоящее время зарегистрированы еще два выпуска Русфинансбанка - объемом 4 млрд руб. каждый. Вместе с тем, проблема рефинансирования не является для банка критической: в принципе, он может фондировать рост портфеля за счет ресурсов материнской группы, ожидая более благоприятных условий для размещения.

Магнит официально подтвердил планы SPO

Розничная сеть Магнит объявила о намерении провести SPO. Инвесторам будут предложены как акции допэмиссии (капитал увеличится примерно на 16%), так и существующие акции, которые в настоящее время принадлежат Lavreno Ltd. По официальному сообщению, группа планирует направить средства от SPO на развитие форматов «гипермаркет» и «магазин у дома», а также усиление собственной логистической базы.

Исходя из текущих котировок акций Магнита, совокупный объем средств от размещения может составить около \$800 млн. Это приблизительно соответствует стоимости инвестпрограммы Магнита на текущий год, которая существенно превысит уровень капзатрат 2007 года (около \$570 млн) и достигнет \$700 млн. Таким образом, успех SPO безусловно стал бы позитивным кредитным фактором, снизив ожидания по новым размещениям облигаций Магнита и дальнейшему росту долговой нагрузки (Чистый долг/EBITDA: 2.6x на конец 2007 года).

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.