

Рублевые корпоративные облигации

2 июля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Банк Петрокоммерц – комментарий к размещению » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Небольшое ослабление рубля » стр. 4

Индикаторы

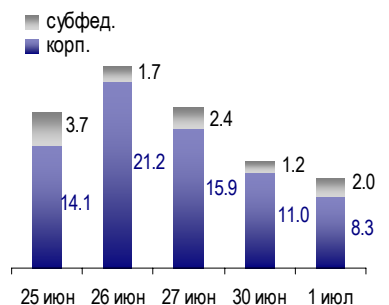
Долларов США за Евро	1.5789	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	23.4726	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	139.95	+ 0.5 %
Москва-39, дох. % год.	7.24%	+ 20 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	174	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	626.5	+ 34.2
Остатки на д/с, млрд руб.	381.1	+ 11.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 104.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 8 июля состоится размещение Банк МИА-5 (2 млрд руб., 5 лет)
- 15 июля планируется размещение ВТБ-Лизинг-2 (10 млрд руб., годовая оферта)
- Размещение выпуска МОЭК-1 (6 млрд руб.) планируется в июле

Объем торгов на ММВБ

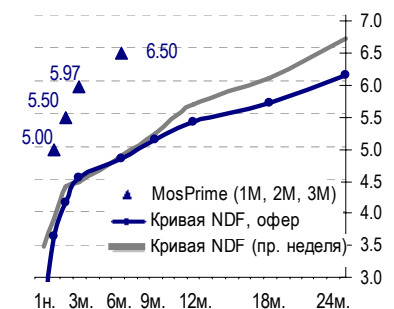


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 июл	Аукцион Москва-50 (5 млрд руб., дюрация 3.1 года)
3 июл	Размещение Банк Петрокоммерц-4 (3 млрд руб., годовая оферта)
9 июл	Аукцион ОФЗ-ПД 25063 (6 млрд руб.) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (5 млрд руб., дюрация 7.3 года)
10 июл	Размещение ПСК Стройиндустрия (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
15 июл	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Уплата ½ суммы акцизов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк-1	97.20	+ 120	2.3	8.50%
Газпром-9	99.00	+ 90	4.6	7.59%
АИЖК-8	91.35	+ 20	4.1	*10.22%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-4	99.88	+ 136	1.1	*8.34%
ЦентрТел-4	105.85	+ 35	1.0	8.46%
УЭМ-1	98.00	+ 31	1.5	*9.79%

Лидеры падения

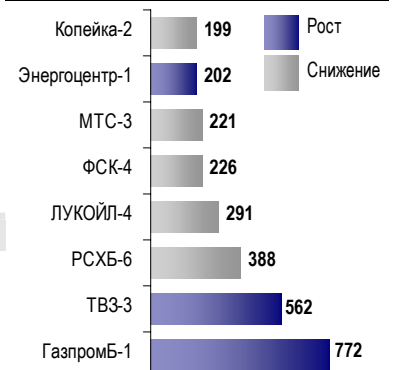
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-3	101.00	- 101	1.4	7.71%
АИЖК-6	92.50	- 95	4.1	9.63%
ФСК-4	99.00	- 80	2.9	7.79%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-1	99.32	- 168	1.0	9.88%
Ленэнерго-3	92.50	- 58	3.3	10.73%
МОЭСК-1	97.30	- 49	2.8	9.24%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Банк Петрокоммерц – комментарий к размещению

Мы ознакомились с результатами ПКБ за 2007 год по МСФО и рекомендуем участвовать в размещении по верхней границе ценового диапазона

Завтра Банк Петрокоммерц (Moody's: Ba3; S&P: B+) планирует размещение рублевых облигаций четвертой серии объемом 3 млрд. рублей с офертой через один год (ориентир по ставке купона 9.75-10.35%, что эквивалентно YTP 9.99-10.62%). Мы ознакомились с аудированной отчетностью по МСФО за 2007 год и считаем, что участие в выпуске может быть интересно инвесторам по верхней границе диапазона. В связи с существующим навесом предложения рублевого долга банка (зарегистрированный выпуск третьей серии объемом 5 млрд. рублей) мы считаем адекватной премию порядка 100 б.п. к торгующемуся выпуску Банк Петрокоммерц 2.

Основные показатели Банка Петрокоммерц по МСФО

Год	Совокупные активы, \$ млн	Достаточность капитала (Базель), %	Кредитный портфель / Депозиты, %	Чистая процентная маржа, %	Чистые комиссионные доходы / усредненные активы, %	Торговые доходы / усредненные активы, %	Операционные расходы / усредненные активы, %	RoAA, %	Просрочка 90+ / Кредитный портфель, %
2007	7730	13.7	118	5.25	1.03	-0.29	2.94	1.57	0.97
2006	5632	14.3	131	4.00	1.26	2.37	3.23	3.09	1.04

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

ПКБ контролируется крупными акционерами нефтяной компании ЛУКОЙЛ

Банк Петрокоммерц (ПКБ) - средний по размеру активов банк (17 место среди российских банков на конец 1 кв.2008 года). ПКБ контролируется инвестиционно-финансовой группой Капиталь, бенефициарами которой выступают крупные частные акционеры нефтяной компании ЛУКОЙЛ (Леонид Федун и Вагит Алекперов). Изначально банк выстраивался под обслуживание компаний группы ЛУКОЙЛ, однако со временем стратегия банка была изменена и сейчас ПКБ развивается в рамках бизнес-модели универсального банка. Приоритетным направлением ПКБ является кредитование крупных корпоративных клиентов, Основными направлениями бизнеса банка являются корпоративное кредитование, в то время как розничное направление развивается относительно вяло.

Фактор поддержки со стороны акционеров – один из важнейших для кредитного профиля ПКБ

Мы считаем, что фактор поддержки со стороны акционеров банка лежит в основе его кредитного профиля. Хотя ПКБ и не является «центром прибыли» акционеров и не представляет для них стратегической важности как актив, мы полагаем, что вероятность его поддержки в случае необходимости достаточно велика в связи с репутационным ущербом, который может нанести дефолт ПКБ.

Также мы отмечаем, что ИФД Капиталь не скрывает своего намерения снизить долю участия в ПКБ путем продажи контрольного пакета либо проведения IPO – так, в 2007 году уже были достигнуто соглашение о продаже банка казахским инвесторам, однако сделка сорвалась из-за сложностей, возникших у покупателей. Такие намерения говорят о необходимости поддержания банка в «хорошей форме» до совершения сделки, а, следовательно, также указывают на высокую вероятность поддержки.

Прибыль в 2007 году существенно сократилась из-за убытка по торговым операциям

Финансовый результат ПКБ за 2007 год вполне характерен для банков, которые имели существенные инвестиции в ценные бумаги (портфель акций составил порядка трети капитала ПКБ на конец 2006 года). По итогам года банк зафиксировал убыток по портфелю ценных бумаг в объеме 200 млн. руб., против прибыли в почти 3 млрд. за 2006 год, что сказалось на существенном снижении прибыли и ухудшении показателей доходности активов и эффективности. RoAA снизился до 1.57% с 3.09%, а cost-to-income возрос до 52.5% с 38.8% годом ранее.

- Тем не менее, показатели доходности выглядят весьма приемлемо для корпоративного банка** Тем не менее, мы отмечаем, что зависимость банка от потенциально нестабильных статей доходов должна существенно снизиться в 2008 году, т.к. большая часть инвестиций в корпоративные акции была закрыта и переведена в портфель ценных бумаг с фиксированной доходностью. Кроме того, показатели доходности, несмотря на значительное снижение, выглядят вполне приемлемо для корпоративного банка – чистая процентная маржа составила 5.25%, а доля комиссионных доходов возросла до 19% операционной прибыли.
- Проблем с ликвидностью не видим** Ликвидность ПКБ не вызывает у нас сомнений, поскольку степень зависимости банка от рыночных источников достаточно невелика. С учетом большого объема выпущенных долговых обязательств, которые находятся в руках связанных с банком сторон (т.е. та часть, которая вряд ли может быть предъявлена к погашению в ущерб платежеспособности банка) риски рефинансирования выглядят еще менее существенными. Структура активов и пассивов банка по срокам до погашения также выглядит весьма сбалансированно - лишь незначительные отрицательные разрывы (порядка 1% активов) существуют на горизонте от 6 до 12 месяцев.
- Фондирование со стороны акционеров – нейтральный момент с кредитной точки зрения в сложных рыночных условиях** Стоит отметить, что доля связанного фондирования в пассивах банка достаточно велика и продолжает увеличиваться. Так, на конец 2007 года средства связанных с банком сторон составили порядка 23% пассивов банка против 11% годом ранее. В целом, мы полагаем, что существенная доля связанных депозитов представляет собой определенный фактор стабильности в текущей рыночной ситуации, однако с фундаментальной точки зрения говорит о недостаточно развитой депозитной базе банка.
- Качество кредитного портфеля хорошее, однако сокращение доли провизий вряд ли оправданно** Кредитный портфель банка характеризуется достаточно высоким качеством, поскольку небольшой объем проблемной задолженности (1%) больше чем в 2 раза покрывается провизиями. Мы отмечаем негативный с нашей точки зрения тренд к сокращению доли резервов в кредитном портфеле, что выглядит не совсем оправданно на нынешней стадии экономического цикла, а также с учетом достаточно большой доли кредитования наиболее рискованных секторов строительства и сельского хозяйства (10% и 8% кредитного портфеля ПКБ соответственно).
- Кредитование связанных сторон сократилось, однако качество новых заемщиков может оказаться несколько хуже** Банк существенно сократил объемы кредитования связанных сторон в 2007 году с 21% от акционерного капитала до 2%. На наш взгляд такая динамика позитивна, однако нам не известно о качестве новых заемщиков банка, в то время как связанные стороны (как правило, компании, работающие в нефтяной отрасли) имели достаточно сильные кредитные характеристики. В целом, мы полагаем, что фактор поддержки акционеров нивелирует многие опасения касательно качества активов банка.
- Кредитный профиль ПКБ расцениваем как приемлемый и рекомендуем требовать премию в 100 б.п. к текущему уровню доходности при размещении нового выпуска** Мы полагаем, что деятельность ПКБ в 2007 показала ряд как отрицательных, так и позитивных моментов и результаты банка нельзя охарактеризовать однозначно. Таким образом, мы не считаем, что кредитное качество ПКБ претерпело существенные изменения и в целом оцениваем его как вполне приемлемое.
- В отношении предстоящего размещения четвертой серии рублевых облигаций ПКБ мы считаем, что основным риском является существенный навес нового предложения долга - зарегистрированный третий выпуск облигаций объемом 5 млрд. рублей. Мы полагаем, что премия в 100 б.п. к доходности торгующегося выпуска Банк Петрокоммерц 2 (дюрация 400 дней, доходность к погашению 9.5 – 9.7%) выглядит вполне адекватной компенсацией за подобного рода ценовой риск и рекомендуем инвесторам участвовать в размещении облигаций четвертой серии по верхней границе озвученного диапазона (купон 10.35%, УТР 10.62%).

ЭКОНОМИКА

Небольшое ослабление рубля

Вчера стоимость бивалютной корзины пошла вверх и с этого времени находится в диапазоне 29.53-29.56 руб., в то время как последние две недели она не отходила от уровня 29.51 руб. - предполагаемой новой нижней границы поддержки Банка России. Мы считаем, что общая ситуация на внутреннем валютном рынке способствует появлению некоторой курсовой нестабильности. Вчера к этому добавился внешний негатив, спровоцировавший продажи на российском рынке акций.

Как мы уже писали, в июне наблюдается сезонное снижение сальдо текущего счета и с учетом регулярных интервенций ЦБ в прошлом месяце были предпосылки для определенного ослабления рубля к бивалютной корзине относительно bid ЦБ. Однако этого не произошло, что по нашему мнению связано с притоком спекулятивного капитала, спровоцированным укреплением рубля Банком России, а также рядом заявлений представителей ЦБ. В результате рубль оказался перекуплен, и вчерашнее появление спроса на валюту сразу же привело к росту бивалютной корзины.

По нашему мнению наблюдаемая сейчас ситуация на валютном рынке, когда стоимость бивалютной корзины превышает bid ЦБ на 3-5 копеек может продлиться в течение одной-двух недель. Рублевой ликвидности в банковской системе более чем достаточно, налоговые выплаты будут еще не скоро, и экспортерам нет нужды продавать валюту. Если же негатив с внешнего рынка продолжит поступать, то отток капитала может вызвать еще большее ослабление.

При этом Банк России продолжит проводить регулярные валютные интервенции, по нашим оценкам их объем должен быть не ниже \$10 млрд., чтобы в будущем обеспечить необходимый объем валюты для государственных нефтяных фондов. Объем бюджетных средств, зарезервированных на покрытие нефтегазового трансферта, достиг уже 1,7 трлн. руб. из необходимых 2,1 трлн. руб. Таким образом, июль станет последним месяцем, когда Резервный Фонд и Фонд будущих поколений не будут пополняться. Уже в августе Минфину понадобится для этих фондов конвертировать в иностранную валюту около \$13 млрд., а в последующие месяцы текущего года объем конвертации может вырасти до \$15-16 млрд.

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
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

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
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.