

Рублевые корпоративные облигации

2 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- НОМОС Банк: комментарий к годовой отчетности по МСФО» *стр. 2*
- Мечел: комментарий к годовой отчетности » *стр. 4*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5515	- 0.8 %
Рублей за доллар США	23.6687	+ 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 126.10	- 2.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.63%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.50%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	144	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	543.7	- 4.8
Остатки на д/с, млрд руб.	235.7	+ 87.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 68.1	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- 6 июня состоится размещение ОМЗ-6 (1.6 млрд руб., 1.5-годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

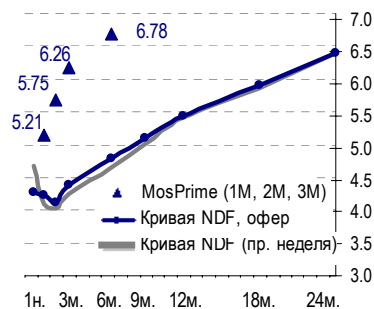


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

4 июня	Размещение Татфондбанк-4 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.7 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46022 (11 млрд руб., дюрация 9.1 года)
5 июня	Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)
	Заседание ЕЦБ по ставкам
11 июня	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (8 млрд руб., дюрация 4.4 года)
	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (7 млрд руб., дюрация 12.2 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-3	100.38	+ 13	0.5	6.46%
ОГК-2	97.50	+ 10	1.9	9.23%
ВТБ-5	100.64	+ 9	0.9	*8.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГЭС-2	101.70	+ 50	1.3	*9.64%
Мечел-2	100.15	+ 40	1.8	*8.49%
ВБД-2	100.70	+ 30	2.2	8.87%

Лидеры падения

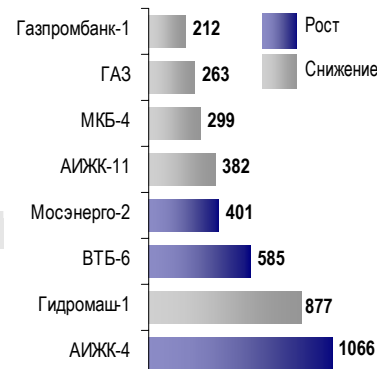
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	100.00	- 50	4.5	7.54%
Газпром-6	100.30	- 15	1.1	6.78%
АИЖК-10	95.10	- 10	5.8	9.23%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	106.50	- 50	1.1	8.26%
Кокс-2	98.41	- 29	1.7	*9.90%
Росбанк	99.45	- 28	0.7	8.66%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Номос Банк: комментарий к годовой отчетности по МСФО

**Номос опубликовал
аудированные
результаты 2007 года по
МСФО**

Номос банк опубликовал на своем сайте аудированную отчетность по МСФО за 2007 год. Мы ознакомились с результатами банка и пришли к выводу, что текущая доходность рублевых облигаций не вполне соответствует кредитному качеству банка, а на рынке есть более интересные предложения долга банковского сектора в схожей рейтинговой категории.

Основные показатели Номос 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, %	Проблемные кредиты / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
2007	8107	11.7	153	3.56	0.85	2.74	2.23	0.15	4.78
2006	4159	14.9	151	3.82	0.87	2.75	2.21	0.52	5.88

Источники: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Относительные
показатели практически
не изменились при
почти двукратном росте
активов за 2007 год**

Номос банк показал почти двукратный рост активов в 2007 году причем финансовые показатели банка демонстрируют удивительную стабильность. За исключением существенно снизившейся достаточности капитала (что вполне резонно при 82%-ном росте активов) практически все показатели на конец 2007 года не изменились по сравнению с предыдущим годом. Из негативных моментов мы отмечаем достаточно высокую степень зависимости от «оптовых» источников фондирования и низкую (хотя и достаточно стабильную) чистую процентную маржу.

**Структура акционеров
претерпела
существенные
изменения...**

В 2007 году структура акционеров банка претерпела достаточно серьезные изменения. Отказавшись от планов по проведению IPO, банк заявил о намерении вступить в стратегический альянс с ХКФ-банком, но эти планы также не реализовались. Вместо этого, чешская группа PPF (владелец ХКФ-банка) объявила, что намерена войти в капитал Номоса и увеличить свою долю вплоть до 50% минус 1 акция.

На сегодняшний день эта цель достигнута - PPF вместе со своим словацким партнером (Роман Корбачка) довели свою долю участия в Номосе до 49.9%. Однако стратегические планы этой группы акционеров в отношении банка так и не были объявлены. После проведения предстоящей допэмиссии (+4.7 млрд. рублей) существующее распределение долей в структуре собственности банка останется прежним.

**..., но мы не считаем, что
это немедленно
скажется на кредитном
качестве банка**

Пока сложно прогнозировать последствия изменения в составе акционеров для кредитного качества банка. Мы придерживаемся мнения, что розничный банковский бизнес по-прежнему является приоритетом для PPF и в случае необходимости поддержка будет оказана в первую очередь ХКФ Банку.

**Зависимость от
«оптовых» ресурсов
высока, но ликвидность
остаётся
сбалансированной**

Несмотря на высокую зависимость Номос банка от «оптовых» источников фондирования (соотношение кредитов и депозитов - 153%), ликвидность остается вполне сбалансированной, что мы отчасти увязываем с существенной долей синдицированного и целевого фондирования. Тем не менее, в 2007 году наблюдалась тенденция к увеличению разрыва между краткосрочными обязательствами и активами банка, который на конец 2007 года достиг 11.5% от активов Номоса на временном горизонте до 3 месяцев.

**Потребности в
рефинансировании в 2008
году невелики**

Стоит отметить, что оставшийся долг Номоса к рефинансированию в 2008 году относительно невелик – порядка 9 млрд. руб. (менее 4% от активов банка) - и включает в себя обязательства по оферте по 7-му рублевому выпуску облигаций объемом 3 млрд руб. и синдицированным кредитам на общую сумму около 6 млрд. руб. При этом остаются неизвестными параметры двусторонних межбанковских кредитов на 24 млрд руб., которые также истекают в 2008 году. Тем не менее, на фоне постепенно улучшающейся конъюнктуры на международных кредитных рынках, мы полагаем, что они будут успешно рефинансированы.

Качество активов – какое оно на самом деле?

С точки зрения качества активов, мы отмечаем необычно большой разрыв между объемом просрочки (традиционно очень низким в портфеле Номоса) и резервами на возможные потери. Соотношению резервов и проблемной задолженности у Номоса значительно выше среднего в сегменте сопоставимых банков. При этом мы отмечаем, что в отчетности за 2007 год банк впервые раскрыл информацию о реструктурированных (продолженных) кредитах - на конец 2006 и 2007 года их объем составлял внушительные 10 млрд. руб. Иначе говоря, эти кредиты могли попасть в категорию проблемных, если бы банк их не «реструктурировал» т.е. не пересмотрел их графики погашения.

К сожалению, в отчетности не раскрывается ставка резервирования по кредитам данной категории, но исходя из общего объема резервов в 6.6 млрд руб. на конец 2007 года можно предположить, что она не превышала 50%. В этом случае остальная часть портфеля выглядит недорезервированной (отношение резерва к портфелю – не более 1.1%). Не имея более детальной информации о причинах пролонгации и качестве обеспечения по реструктурированной части, достаточно сложно сформировать окончательное мнение о качестве кредитного портфеля банка.

По информации, предоставленной банком, чуть более половины пролонгированных ссуд были погашены в течение первого квартала 2008 года, а весь портфель таких ссуд является обеспеченным залогами на 86%. Нам не известно о качестве этих залогов и, следовательно, мы не беремся судить о вероятности их быстрой реализации в случае неисполнения заемщиком обязательств. Пролонгированные кредиты на сумму порядка 130 млн. рублей не обслуживаются (т.е. являются безнадежными), что является вполне умеренным уровнем, в то время как весь остальной портфель обслуживается согласно договорным условиям (которые, тем не менее, нам не известны).

Розница растет, но ее доля незначительна

Кроме того, портфель Номос банка по-прежнему характеризуется высоким уровнем концентрации, а его отраслевая структура не претерпела существенных изменений за 2007 год. Объем кредитования населения существенно вырос, однако составляет незначительную часть от общего кредитного портфеля (6.6% против 3.3% годом ранее).

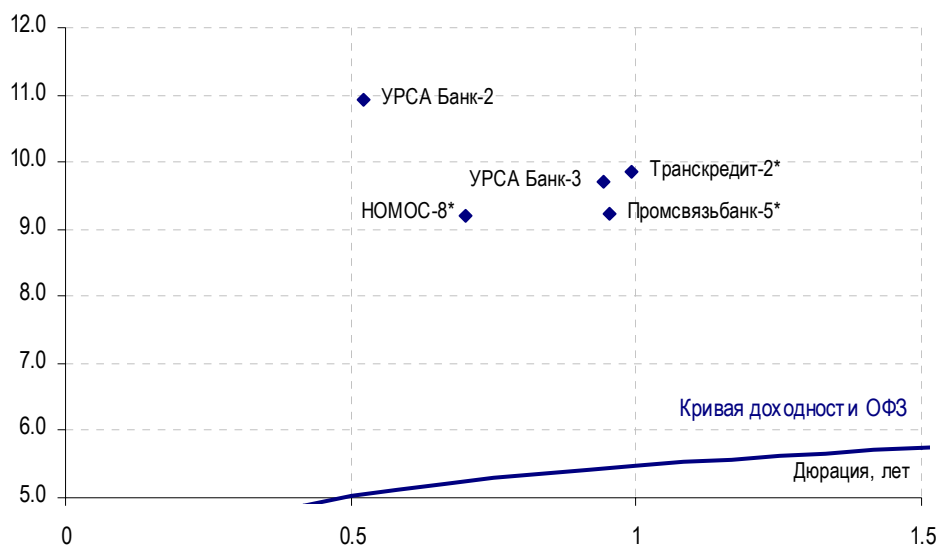
Доходность без учета операций со связанными сторонами существенно ниже

Как мы уже отмечали выше, показатели доходности операций банка оказались достаточно стабильны – RoAA 2.23% против 2.21% в 2006 году. Однако на показатель существенно повлияли сделки со связанными сторонами в части купли и продажи финансовых инструментов (чистый доход в объеме 782 млн. руб.). Учитывая отсутствие пояснений касательно этой статьи доходов, мы рассчитали «очищенный» показатель RoAA - 1.72% на конец 2007 года.

В целом качество прибыли Номоса мы оцениваем как достаточно слабое, т.к. более 20% операционной прибыли банка представлено потенциально нестабильными доходами от торговых операций. Положительным фактором является достаточно низкая база операционных расходов у Номос банка – соотношение операционных затрат к средним активам составило 2.74% на конец 2007 года, а коэффициент cost-to-income - 40.26% (2006: 2.75% и 41.11% соответственно).

На рынке представлено два рублевых выпуска Номос банка, однако 7-й выпуск имеет очень короткую дюрацию (оферта в июне), а 8-й не слишком ликвиден. Тем не менее, мы полагаем, что текущие котировки обоих выпусков несколько выше «справедливого» уровня. Согласно нашей позиции, изложенной в специальном отчете от 03.03.2008 г. «Все дело в банке», Номос относительно более уязвим к ухудшению ситуации на долговых рынках. Отчетность банка за 2007 год также оставляет ряд вопросов, прежде всего, относительно качества активов. Мы считаем, что у 8-го выпуска есть более доходные альтернативы с сопоставимым и более низким уровнем риска – в частности, УРСА Банк-2 (рейтинги находятся на том же уровне, что и у Номоса), а также Промсвязьбанк-5 и Транскредит-2 (у обоих рейтинги выше).

Доходность облигаций на 30 мая



Источники: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Мечел: комментарий к годовой отчетности

К концу 2007 года Мечел привлек значительный объем долга для финансирования M&A...

На прошлой неделе группа Мечел объявила финансовые результаты за 2007 год. Крупные приобретения компании, как и предполагалось, привели к росту долговой нагрузки: всего за прошлый год Мечел потратил на M&A около \$2.6 млрд, сумма капзатрат на приобретение основных средств и лицензий составила \$0.8 млрд, поэтому увеличение долга на \$3 млрд выглядит вполне логично. В 2008 году M&A-активность Мечела не снизилась, причем экспансия направлена на приобретения зарубежных активов.

... и теперь кредитный профиль группы во многом определяется рефинансированием бридж-кредитов

Кредитный профиль Мечела теперь в первую очередь определяется способами финансирования этой экспансии. Однако в среднесрочной перспективе мы не видим серьезных угроз кредитному качеству группы, учитывая очень благоприятную конъюнктуру рынка угля и никеля, а также «запас прочности» по эффективности основных бизнес-сегментов компании. Мы не ожидаем существенной реакции долгового рынка на публикацию отчетности группы.

Основные финансовые показатели Мечела по US GAAP за 2007 г.

- Выручка: \$6.7 млрд (+52% к 2006 году);
- EBITDA: \$1.7 млрд, маржа EBITDA 24.8% (24.3% по итогам 2006);
- Чистый Долг: \$3.2 млрд, Чистый Долг/EBITDA: 1.9x

Якутуголь заметно усилил добывающий сегмент

Наиболее дорогостоящим приобретением прошлого года стали якутские угольные активы (\$1.9 млрд). С точки зрения капвложений, основная часть инвестиций Мечела была направлена на развитие горнодобывающего дивизиона (\$516 млн). Добывающий сегмент стал играть ключевую роль, что во многом связано с его успехами: маржа EBITDA по добыче составила 38.9%, прирост показателя EBITDA составил 146% (с учетом консолидации Якутугля), а его доля в EBITDA группы выросла с 38% до 60%.

Результаты металлургического дивизиона оказались не столь впечатляющими

На этом фоне результаты металлургического дивизиона выглядят гораздо скромнее: маржа EBITDA снизилась с 21.5% до 16.5%. Большая доля продукции сегмента приходится на сортовой прокат, при этом во 2-м полугодии 2007 г. перенасыщение рынка арматуры привело к тому, что цены в лучшем случае стагнировали. Впрочем, теперь бизнес группы включает три мощных сегмента - к металлургическому и добывающему после приобретения Южно-Кузбасской ГРЭС добавился энергетической. На очереди – развитие производства ферросплавов как четвертого самостоятельного направления.

В 2008 году Мечел не утратил аппетита к M&A...

В 2008 г. Мечел продолжил приобретать крупные активы: в апреле группа купила 100% акций румынского предприятия Ductil Steel за \$0.2 млрд, закрывается сделка по приобретению британской Oriel Resources (производство никеля и хрома в Казахстане и ферросплавный завод в Ленинградской области) за \$1.5 млрд.

...и новые приобретения тоже профинансированы с помощью банков

Практически все крупные приобретения профинансированы за счет синдицированных бридж-кредитов. В частности, для финансирования сделки по покупке Oriel Resources привлечен кредит на \$1.5 млрд (по информации СМИ, ставка составила Libor+260б.п. на 6 месяцев с увеличением на 30 б.п. в случае пролонгации на следующие 6 месяцев). Источником средств на приобретение Якутугля и Эльгаугля также были краткосрочные банковские кредиты, однако, судя по отчетности на конец 2007 года, структура долгового финансирования выглядит сбалансированной: на краткосрочные кредиты приходилось около трети от совокупного долга группы (\$1.1 млрд из \$3.4 млрд).

Главный источник средств для погашения кредитов – рынок акционерного капитала

Источниками выплат по бридж-кредитам станут средства от допэмиссии акций Мечела (примерно на \$1.5 млрд), а также IPO добывающего дивизиона, которое может обеспечить поступление до \$4 млрд. От того, насколько быстро эти планы будут реализованы, зависит насколько быстро снизится долговая нагрузка компании. Для проведения лондонского IPO компании Mechel Mining (в нее войдут Якутуголь, Эльгауголь, Южный Кузбасс и Коршуновский ГОК, ориентир по капитализации - \$20 млрд) уже назначены организаторы.

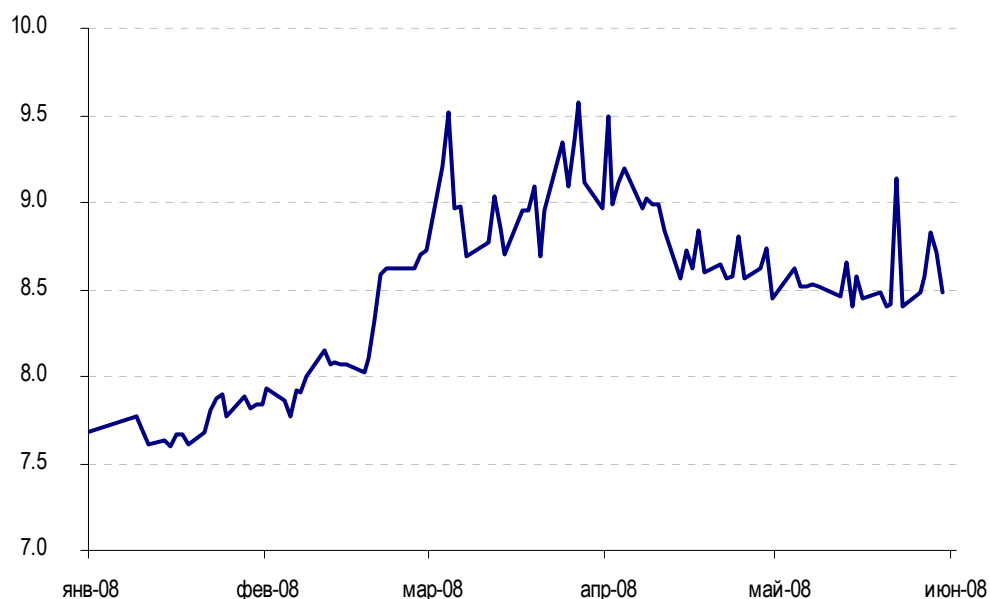
Наиболее интересный момент – выделение Mechel Mining

Средства от IPO и допэмиссий, безусловно, будут способствовать снижению долговой нагрузки. Мы полагаем, что даже в случае, если размещение акций по каким-то причинам затянется, долговая нагрузка Мечела в 2008 году останется на приемлемом уровне в пределах 2х Чистый долг/ЕБИТДА. В то же время, выделение добывающего дивизиона может означать изменение структуры группы с юридическими последствиями для существующих кредитных соглашений. Более того, выделение наиболее рентабельного дивизиона может привести к ослаблению структуры обеспечения по долговым обязательствам, хотя и не сыграет в случае Мечела принципиальной роли для кредитного профиля.

Доходность облигаций Мечел-2 в целом адекватна кредитному профилю

Второй выпуск рублевых облигаций Мечела торгуется с доходностью около 8.50-8.70% УТР (дюрация 1.8 года). Мы не ожидаем, что рынок отреагирует на публикацию финансовых результатов компании. На наш взгляд, существенный рост котировок выпуска Мечел-2 в среднесрочной перспективе возможен только «вместе с рынком».

Динамика доходности облигаций Мечел-2, % годовых



Источники: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

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

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrachin@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.