

Рублевые корпоративные облигации

20 июня 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- УРСА Банк: нейтральный первый квартал » стр.2
- ОГК-6: комментарий к МСФО-2007 » стр.3

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

- На налоги денег должно хватить » стр.5

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 23 июня Размещение Промсвязьбанк-6 (5 млрд руб., годовая оферта)
- 24 июня Размещение Кредит Европа Банк-2 (4 млрд руб., годовая оферта)
- 24 июня Размещение Генерирующая компания-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
- 24 июня Размещение МТС (10 млрд руб., оферта через 2 года)
- 25 июня Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
- 25 июня Заседание ФРС по ставкам
- 30 июня Уплата налога на прибыль

Лидеры роста

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6100.60	+ 30	1.1	6.48%
АИЖК-596.65	+ 25	3.3	8.65%
РЖД-6100.45	+ 25	2.2	7.26%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Протек-190.00	+ 50	1.3	*18.09%
СибирьТел-7100.85	+ 45	0.9	7.80%
АК БАРС-299.85	+ 29	0.6	8.41%

Лидеры падения

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-3101.60	- 30	1.4	7.28%
АИЖК-1093.55	- 24	5.7	9.54%
АИЖК-793.85	- 21	5.0	9.26%

2 эшелон

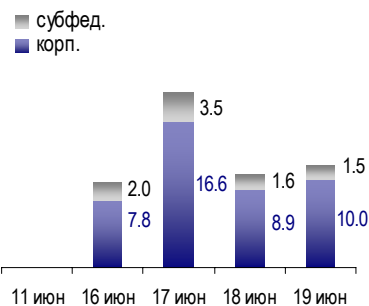
Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-298.60	- 65	0.9	*11.21%
УРСИ-8101.00	- 50	1.7	*9.17%
САН ИнБев-298.80	- 42	1.1	9.31%

*к оферте

Индикаторы

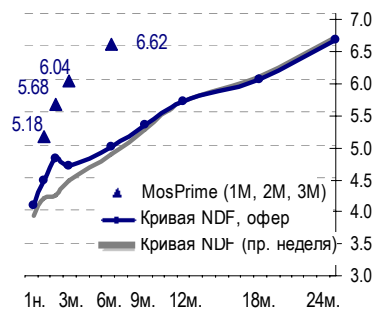
Долларов США за Евро	1.5476	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	23.6062	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	135.51	+ 3.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.65%	- 5 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.49%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	132	- 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	696.8	+ 41.7
Остатки на д/с, млрд руб.	268.4	+ 28.2
Сальдо операций с ЦБ	+ 79.1	

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам

Еврокоммерц-2	200	Рост
Иркут-3	221	Снижение
РЖД-5	234	
Еврокоммерц-5	264	
Промсв	267	
язьбанк-5	271	
ВТБ-5	271	
Энергоцентр-1	376	
РусСтандарт-8	483	

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

УРСА Банк – нейтральный первый квартал

УРСА отчитался за 1 кв. 2008 по МСФО, мы не ожидаем, что новости скажутся на ценах облигаций банка

УРСА Банк опубликовал отчетность по МСФО за первый квартал 2008 года. По нашему мнению, публикация отчетности не окажет существенного влияния на цены рублевых облигаций банка. В целом, мы придерживаемся мнения, что УРСА банк пока что достаточно успешно справляется со сложной рыночной ситуацией.

Основные показатели УРСА 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, %	Просрочка / Кредитный портфель, %	Резерв на потери по ссудам / Кредитный портфель, %
1 кв. 2008	7540	15.53	214.6	11.25	1.07	4.31	3.75	4.09	4.15
2007	6756	15.56	229.4	7.33	1.58	4.81	2.72	6.55	4.50
2006	4239	10.05	175.5	2.81	1.79	2.72	1.28	5.65	4.16

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Ликвидность по-прежнему выглядит приемлемо

Основным положительным моментом является тот факт, что ликвидность УРСА Банка остается вполне сбалансированной. Анализ разрывов между активами и пассивами банка по срокам до погашения не выявляет существенных проблем - поступления от погашения активов с запасом перекрывают предстоящие выплаты банка на горизонте до одного года.

Зависимость от «оптового» фондирования сократилась, но мы не считаем это постоянным трендом

Ограниченный доступ к рыночному фондированию в начале 2008 года несколько снизил степень зависимости банка от таких источников. В то же время, банк продемонстрировал достаточно уверенный рост депозитной базы – срочные вклады увеличились за первые 3 месяца 2008 года на \$150 млн. (+8.4%). Однако рыночная конъюнктура улучшается, и мы полагаем, что степень зависимости банка от оптовых источников финансирования вряд ли продолжит сокращаться. К примеру, в настоящий момент банк находится на стадии подписания годового синдицированного кредита – ожидается, что переподписка составит порядка \$70 млн. (изначально объявленная сумма - \$50 млн.).

Рост кредитного портфеля остановился...

Кредитный бизнес УРСА Банка, по сути, стагнировал в первом квартале 2008 года – очищенный от сделок обратного РЕПО совокупный портфель сократился на 4%. По-видимому, сокращение кредитного портфеля было связано со стремлением банка накопить достаточный запас ликвидности в нелегких рыночных условиях. Так, объем сделок обратного РЕПО (под акции российских голубых фишек) составил на конец 1 кв. 2008 13.6 млрд. рублей (7.7% активов), что, согласно информации, предоставленной банком, является частью его «подушки ликвидности».

..., однако его качество заметно улучшилось за счет списания просрочки.

Сокращение кредитного портфеля УРСА Банка также отчасти было связано с продажей просрочки по потребительским кредитам объемом 1.8 млрд. рублей (дисконт составил 88%). Данная сделка привела к сокращению доли проблемных кредитов в портфеле банка до 4.1% (6.6% на конец 2007), а также высвобождению существенного объема провизий (резервы к кредитному портфелю снизились до 4.15% с 4.50%).

Доходность за 1 кв. 2008 года не репрезентативна

Банк показал блестящие результаты деятельности в первом квартале – приведенный к годовому исчислению RoAA составил 3.75%. Однако мы отмечаем, что улучшение RoAA произошло в основном за счет доходов от FX операций, которые составили 12.5% операционной прибыли УРСА банка. По словам представителей банка, большая часть этих доходов приходится на положительную переоценку валютных деривативов, а, следовательно, является «бумажной» прибылью. Очищенный RoAA составил бы 2.29%. Рост чистой процентной маржи до уровня 11.25% (2007: 7.33%) произошел, в основном, за счет восстановления провизий после продажи портфеля проблемных кредитов.

Мы не видим потенциала роста цены коротких выпусков УРСА Банка

В целом, мы довольны результатами УРСА банка за 1 кв. 2008 года, однако не считаем, что они говорят о существенном изменении его кредитного качества. В связи с улучшающейся рыночной ситуацией доходность коротких рублевых облигаций банка второй и третьей серии существенно снизилась по сравнению с началом года, и мы не видим значительного потенциала роста их цены в ближайшем будущем.

ОГК-6: комментарий к МСФО-2007

Кредитный профиль ОГК-6 определяется Газпромом, который получит контроль над компанией после завершения реорганизации РАО ЕЭС

Сегодня ОГК-6 опубликовала отчетность по МСФО за 2007 год. В качестве одного из ключевых моментов мы отмечаем низкую долговую нагрузку компании: по состоянию на конец 2007 года финансовый долг ОГК-6 состоял из облигационного займа на 5 млрд руб., который был классифицирован как краткосрочный из-за «досрочной оферты» в связи с реорганизацией.

В целом, аудированная отчетность подтверждает предварительные оценки, озвученные менеджментом компании по данным российского учета еще в апреле. Мы полагаем, что при оценке кредитного качества ОГК-6 инвесторы продолжат ориентироваться на поддержку со стороны Газпрома как контролирующего акционера. Мы также не ожидаем существенного увеличения долговой нагрузки компании, однако умеренный рост долга вполне возможен – по крайней мере, до прояснения ситуации со «вторым этапом» допэмиссии акций.

Финансовые результаты ОГК-6 по МСФО за 2007 год:

- Выручка: 35.3 млрд руб. (+23% к 2006 г.), валовая маржа: 8.2%
- EBITDA: 5.7 млрд руб., маржа EBITDA: 16.1%
- Валовый долг: 5 млрд руб., Долг/EBITDA: 0.9x, EBITDA/Проценты: 9.8x

Результаты МСФО-2007 в целом нейтральны: компания получила значительные средства от допэмиссии и не испытывала проблем с рефинансированием

В декабре 2007 года в результате допэмиссии акций компания привлекла около 21 млрд руб. и получила значительный запас ликвидности: на конец декабря объем денежных средств, размещенных в основном на счетах ОГК-6 в Сбербанке, составил 648 млн руб. Соответственно, у компании не возникло никаких проблем с исполнением обязательств по досрочному погашению облигаций в связи с реорганизацией компании.

По данным отчетности, после отчетной даты и по завершении периода предъявления требований, остаток займа составил 2.9 млрд руб. и был вновь переклассифицирован в долгосрочные обязательства (оферта по выпуску – в апреле 2010 года).

В будущем ситуация может измениться – компания планирует осуществить многомиллиардную инвестпрограмму

Пока достаточно сложно оценить потребности ОГК-6 в привлечении долгового финансирования. Стоимость инвестиционной программы на 2007-2010 годы – 57 млрд руб. В прошлом году ОГК-6 потратила на инвестиционные цели всего 2 млрд руб. Соответственно, средства от декабрьской допэмиссии покрывают не более половины от требуемого объема, при этом источники финансирования оставшейся доли лишь предстоит определить.

Как будут финансироваться инвестиции – пока не ясно

Мы полагаем, что в среднесрочной перспективе ОГК-6 может рассчитывать на новое увеличение капитала. Более того, допэмиссия может быть проведена уже в конце 2008 - 1-м квартале 2009 г., и для этого не требуется проведения длительных юридических процедур, т.к. в декабре Газпром выкупил лишь 47% от объявленного объема выпуска акций. Однако окончательное решение вряд ли будет принято до завершения реструктуризации РАО, а кроме того, процесс может затянуться из-за «организационных» вопросов: в начале июня новым гендиректором ОГК-6 был назначен глава Газпромэнерго г-н Митюшов.

Долговая нагрузка ОГК-6 начнет расти, скорее всего, начиная со следующего года

По данным отчетности по РСБУ за 1кв2008, компания привлекла краткосрочные займы на 1.5 млрд руб. (что, вероятнее всего, было связано с выкупом облигаций), а объем денежных средств и краткосрочных финансовых вложений несколько снизился. По нашим оценкам, по итогам 6 месяцев показатель Долг/EBITDA может несколько превысить 1x. Впрочем, и этот уровень долговой нагрузки является консервативным. Мы полагаем, что накопленный запас ликвидности позволит ОГК-6 профинансировать капзатраты 2008 года без существенного увеличения долговой нагрузки.

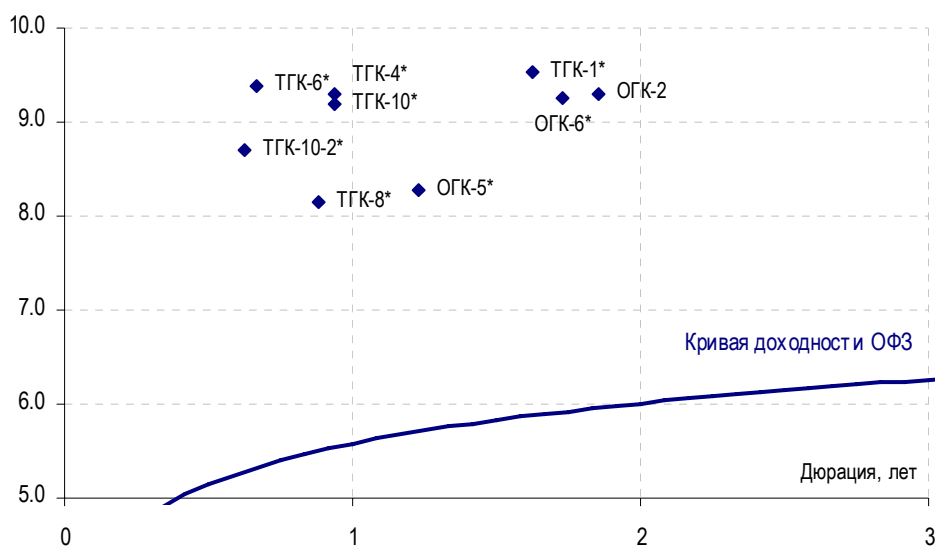
Активизация инвестиционной деятельности, по всей видимости, начнется с 2009 года – в противном случае не вполне ясно, каким образом можно выполнить амбициозный план. Долговая нагрузка компании в последующие 2-3 года, по нашему мнению, может значительно увеличиться в случае, если Газпром по каким-то причинам откажется и от выкупа допэмиссии, и от альтернативной идеи проведения SPO. Мы считаем такое развитие событий маловероятным и придерживаемся прогноза долговой нагрузки ОГК-6 в среднесрочной перспективе на уровне 3х Долг/ЕБИТДА.

Облигации ОГК-6 выглядят интересно на фоне сравнимых энергокомпаний, однако дюрация 1.7 не способствует росту котировок

В целом мы весьма позитивно оцениваем кредитный профиль ОГК-6, хотя компания подвержена тем же рискам, что и остальные генераторы, находящиеся фактически на начальном этапе инвестиционного цикла. Потенциальное увеличение долговой нагрузки в среднесрочной перспективе неблагоприятно для котировок облигаций ОГК-6, однако отсутствие четкой информации по графику инвестиционных вложений пока не дает возможности спрогнозировать динамику на длительный период. На наш взгляд, кредитный риск ОГК-6 в настоящее время оценивается в первую очередь исходя из «фактора Газпрома», а в среднесрочной перспективе зависит от выбора источников финансирования инвестпрограммы.

Облигации ОГК-6 по котировкам последней недели (доходность к оферте около 9.26%, дюрация 1.7 года) выглядят привлекательно в сравнении с близкой по бизнес-профилю ОГК-5 (контролируется итальянским концерном Enel), а также с другими энергетическими дочками Газпрома – ТГК-1 и ОГК-2. Однако в текущей ситуации мы отдаем предпочтение более коротким выпускам сектора генерации – прежде всего ТГК-10.

Доходность облигаций на 18 июня



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ДЕНЕЖНЫЙ РЫНОК

На налоги денег должно хватить

Объем НДС и налога на прибыль в июне - около 400 млрд. руб., эти деньги у банков есть

По нашему мнению, налоговая неделя, начинающаяся уплатой НДС в следующую среду и заканчивающаяся 30 июня налогом на прибыль, будет такой же легкой, как и в прошлом месяце. Мы оцениваем объем предстоящего НДС на уровне 170 млрд. руб., налога на прибыль – около 240 млрд. руб. Это меньше, чем объем свободной ликвидности, находящийся у банков в настоящее время, который мы оцениваем на уровне 420 млрд. руб.

Мы ожидаем, что сегодня банки получат еще около 30 млрд. руб. от вчерашних валютных интервенций ЦБ. В последние два дня продажи валюты Банку России значительно увеличились, составив около \$3 млрд. После недавнего расширения валютного коридора ЦБ и укрепления рубля к бивалютной корзине, спекулянты активно открывают рублевые позиции, надеясь, что Банк России продолжит борьбу с инфляцией с помощью курсовой политики.

В этом месяце мы не ожидаем сюрпризов от налога на прибыль

В этом месяце мы не ожидаем сюрпризов от налога на прибыль. Похоже, в апреле-мае произошел временный сбой сезонности в уплате этого налога в связи с тем, что существенная часть майского налога на прибыль была заранее выплачена в апреле. По нашему мнению, это было разовым событием и теперь ситуация с данным налогом станет более прогнозируемой.

Краткосрочные ставки в июне не превысят 5%, наиболее напряженный день – 30 июня

Таким образом, мы не ожидаем возникновения сколь-нибудь серьезного дефицита ликвидности в июне. По нашим прогнозам, краткосрочные ставки не поднимутся выше 5%. Увеличение объема РЕПО с Банком России возможно 30 июня во время уплаты налога на прибыль, однако оно будет не слишком значительным (менее 40 млрд. руб.) и кратковременным. Мы не прогнозируем проблем с ликвидностью банковской системы до 21 июля, когда предстоит очередная уплата квартального НДС, объем которого по нашим оценкам составит около 450 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 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	npatrakhin@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.