

Рублевые корпоративные облигации

2 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Почему не падают ставки? » стр. 3
- Амурметалл: комментарий к размещению » стр. 4
- X5: синергия в действии » стр. 6

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3184	- 0.4 %
Рублей за доллар США	26.1298	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 60.66	+ 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.64%	- 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.67%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	111	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	494.7	+ 95.0
Остатки на д/с, млрд руб.	52.4	- 5.2
Сальдо операций с ЦБ	- 37.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

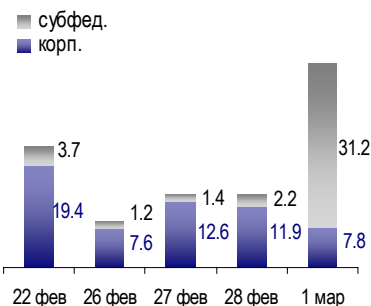
ВЧЕРА

- Размещен Белон-2 (2 млрд руб.) под 9.46% годовых к ofercie через 2.5 года
- ЦБ разместил ОБР-3 на 15.22 млрд руб. из 30 млрд руб. под 4.80% годовых к обратному выкупу 15 июня 2007 года

СКОРО

- Пивоварня Москва-Эфес планирует два выпуска по 3 млрд руб. и сроком обращения 3 года
- Планируется выпуск Кристалл Финанс-2 (1.3 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

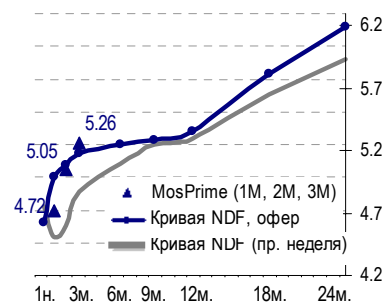


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 2 мар Размещение Амурметалл-2 (2 млрд руб., 3 года)
- 6 мар Размещение Лебединский-2 (1.5 млрд руб., 3 года, с плавающей ставкой)
- Размещение Уралэлектромедь-1 (3 млрд руб., oferta через 3 года)
- Размещение МИАН-Девелопмент-1 (2 млрд руб., oferta через 1.5 года)
- Размещение Банк Ренессанс Капитал (2 млрд руб., oferta через 1.5 года)
- Размещение Рыбинский кабельный завод-1 (1 млрд руб., годовая oferta)
- Размещение СЗЛК-Финанс-1 (1 млрд руб., oferta через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.20	+ 20	2.7	6.74%
РЖД-5	100.20	+ 20	1.8	6.66%
Газпромбанк-1	99.12	+ 12	3.5	7.50%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	98.74	+ 32	1.0	9.96%
Пятерочка-2	103.30	+ 30	3.2	8.43%
Карусель-1	101.00	+ 25	1.4	*9.24%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	100.82	- 18	4.9	*7.68%
ГидроОГК-1	102.65	- 18	3.7	7.51%
ОГК-5	99.60	- 15	2.3	*7.82%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-7	101.35	- 30	1.9	*7.82%
ВолгаТел-4	100.95	- 10	2.3	*7.79%
МОЭСК-1	100.70	- 9	3.7	8.02%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к ofercie



Raiffeisen
BANK

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.55	7.54	0.95	185	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.85	7.83	1.22	203	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.20	7.70	1.24	189	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расшириться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	102.75	102.75	7.48	3.70	120	120	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.50	100.40	8.08	0.93	240	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	99.95	99.55	9.32	2.05	329	350	↑ 20
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.76	1.24	295	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.80	100.45	7.99	3.74	170	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.90	99.65-99.75	8.67	1.42	280	290-300	↑ 10-20
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.10	100.00-100.45	8.63	2.31	256	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.50	100.70	7.45	2.29	138	130	↓ 10
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.90	9.29	1.46	341	380	↑ 40
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.88	237	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.25	100.80	7.73	2.42	164	140	↓ 25
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.25	8.84	3.33	260	300	↑ 40
ОГК-5									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	99.80	99.50	7.73	2.33	164	180	↑ 15
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.05	100.20-100.40	10.34	1.27	452	510-525	↑ 55-75



Почему не падают ставки?

Ставки останутся выше нормы еще несколько недель, ждем проседания цен рублевых бумаг

Несмотря на относительно высокие объемы остатков на корсчетах, ставки денежного рынка в первый день нового месяца остались достаточно высокими. В результате вчера мы наблюдали первую заметную волну продаж на рынке ОФЗ. По нашему мнению, к такому развитию событий на рынке привели 2 основных фактора: абсорбирование ликвидности на накопительном счете Сбербанка и продолжившееся падение рынка акций. Вчерашнее успешное размещение ОБР и рост ставок NDF позволяют нам прогнозировать дальнейшие продажи в рублевых бумагах в течение ближайшего времени.

Размещение допэмиссии Сбербанка ведет к существенному оттоку рублевого предложения

Еще в начале февраля мы впервые обратили внимание участников рынка на то, что размещение акций Сбербанка должно привести к временному сжатию предложения рублей на денежном рынке. Судя по всему, сейчас мы как раз наблюдаем эту ситуацию: инвесторы оплачивают поданные заявки на акции Сбербанка, и эти средства блокируются на накопительном счете в ЦБ, т.е. банк не может ими распоряжаться.

Вчера ЦБ опубликовал новый порядок допэмиссии акций банков, который предполагает возможность использования средств с накопительного счета еще до регистрации отчета об итогах выпуска акций. Однако он вступит в силу только с 12 марта и на идущую допэмиссию Сбербанка распространяться не будет.

Ждем, что после окончания допэмиссии, значительная часть ликвидности будет абсорбирована в ОБР

В течение ближайших дней отток рублей, связанный с «фактором Сбербанка» будет продолжаться: цена акций на рынке пока все еще выше цены отсечения, а значит покупка в рамках допэмиссии остается привлекательной. По нашему мнению, даже после разблокировки средств с накопительного счета не стоит ждать резкого увеличения рублевого предложения. На днях ЦБ объявил о размещении ОБР на сумму 250 млрд руб., и мы предполагаем, что целью этого выпуска является связывание избыточной ликвидности, которая могла бы возникнуть из-за IPO Сбербанка.

Вчерашний аукцион по ОБР-3, которые были размещены на сумму 15 млрд руб. по доходности к выкупу на уровне 4.80%, косвенным образом подтверждает наше мнение. Судя по всему, ЦБ решил придерживаться стратегии «превентивной стерилизации». Иначе мы не можем объяснить столь значительного объема размещения по доходности ниже ставок 3-месячных NDF. Мы предполагаем, что ликвидность, которая сейчас аккумулируется на накопительном счете, а потом, видимо, будет абсорбирована за счет ОБР, попадет на рынок гораздо позже и влияния на текущий уровень ставок не окажет.

Еще одна причина высоких ставок: падение рынка акций и рост NDF

Еще одним фактором, который, по нашему мнению, существенно повлиял на уровень ставок, стала негативная динамика рынка акций: после падения индекса РТС, многие иностранные участники, видимо, пересмотрели отношение к российскому риску в целом. Это мнение подтверждается тем фактом, что в течение 2 последних дней мы наблюдали рост ставок по всей кривой NDF. Если бы причиной сжатия ликвидности было только IPO Сбербанка, то на нее отреагировали бы только короткие ставки NDF.

Ожидаем падения цен и роста доходности на 10-30 б.п. в ближайшие недели

По нашему мнению, рынок рублевого долга в течение ближайших недель будет находиться под давлением 2 факторов: высоких ставок денежного рынка и остаточного эффекта падения рынка акций. Мы ожидаем проседания цен рублевых облигаций и роста доходностей на 10-30 б.п. относительно текущих уровней.

Долгосрочные перспективы рублевого рынка – вполне стабильные

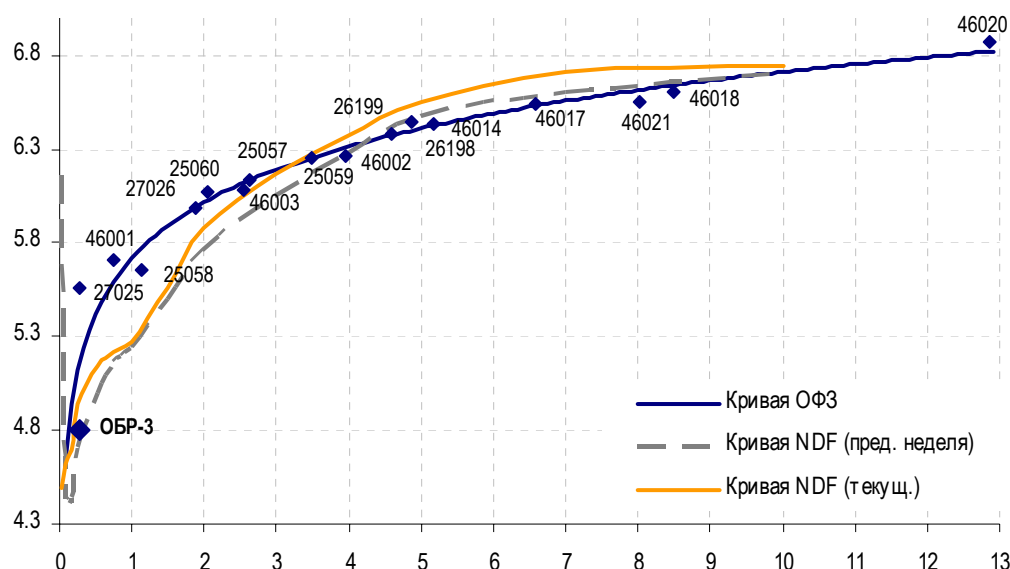
Однако в средне- и долгосрочной перспективе мы позитивно оцениваем перспективы цен рублевого долга: цены нефти постепенно растут, а значит приток валюты останется стабильно высоким. К тому же вчера Правительство приняло решение о снижении ставки экспортной пошлины на нефть и нефтепродукты, поэтому изъятие экспортных доходов снизится, а доходы нефтяных компаний вырастут. Таким образом, масштабы притока валютной выручки в страну не уменьшаются, а значит – не следует ждать девальвации рубля и существенного роста рублевых ставок.

**Длинные ОФЗ выглядят
слишком дорого**

После роста ставок NDF в течение последних дней, ОФЗ с дюрацией от 3 лет опять выглядят существенно переоцененными. Мы ожидаем, что сегодня продажи в ОФЗ продолжатся. Наша рекомендация: продавать ОФЗ 46017, 46018 и новый 46021, который, по нашему мнению, был размещен на аукционе слишком дорого.

**Рекомендуем защитную
стратегию**

В текущих условиях мы рекомендуем придерживаться защитной стратегии: покупать качественные бумаги 2-3 эшелона с высокой премией к ОФЗ. Эта стратегия позволяет безболезненно пережить период роста ставок, получая высокий купонный доход.

Кривые доходности 1 марта

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Амурметалл: комментарий к размещению**Наша оценка ставки
купона: 9.05-9.25%**

Сегодня состоится размещение 2-го выпуска облигаций Амурметалла (2 млрд руб., погашение через 3 года). Райффайзенбанк как организатор данного займа оценивает «справедливый» спрэд Амурметалл-2 к обращающемуся выпуску в 10-30 б.п., что соответствует доходности в 9.25-9.45% и ставке купона 9.05-9.25%.

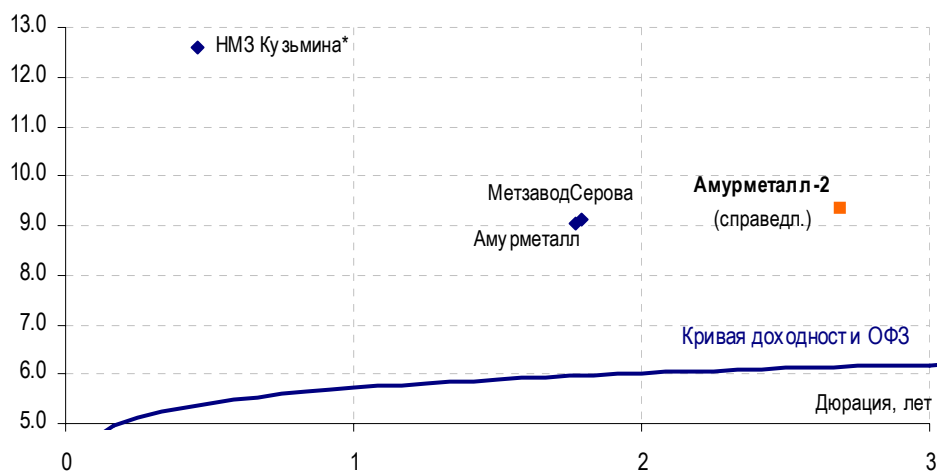
Амурметалл — единственный на Дальнем Востоке современный металлургический завод по выплавке электростали с дальнейшим переделом в сортовой и листовой прокат. Выгодное географическое положение обеспечивает компании сильные рыночные позиции в Восточной Сибири и российских регионах Дальнего Востока. С более подробной информацией о деятельности компании можно ознакомиться в нашем специальном обзоре «Амурметалл: «Как закалялась сталь-2» от 20 февраля 2007 г.

Позитивные факторы:

- сильные позиции в Дальневосточном регионе, ценовые преимущества за счет более низких транспортных издержек;
- высокая операционная и финансовая прозрачность: эмитент является центром денежных потоков и собственником производственных активов предприятия;
- позитивная финансовая динамика: рост выручки, объемов производства и операционной эффективности компании;
- самая низкая долговая нагрузка среди электрометаллургических компаний (около 3х Долг/EBITDA по итогам 2006 года).

Негативные факторы:

- увеличение инвестиционной программы и ожидаемый рост долговой нагрузки Амурметалла до 3.5х Долг/EBITDA в 2007 году;
- неполная обеспеченность собственной ломозаготовкой;
- задержка публикации отчетности по МСФО за 2005 год.

Доходность облигаций на 1 марта

Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

**Долговая нагрузка
Амурметалла – самая
низкая среди
электрометаллургов**

На сегодняшний день на рублевом долговом рынке присутствуют 4 компании, реализующие проекты по строительству электросталеплавильных комплексов: Амурметалл, Метзавод им. Серова, НСММЗ/Макси-Групп, НМЗ им. Кузьмина/Группа Эстар. Все они характеризуются достаточно высокой долговой нагрузкой: соотношение Долг/EBITDA у этих компаний по итогам 9М2006 составляло от 2.7х до 6.5х. При этом мы отмечаем, что долговая нагрузка Амурметалла, несмотря на ожидаемый рост долга в 2007 году, все же останется самой низкой среди сравнимых компаний.

**Рентабельность – ниже,
чем у Макси-Групп, но
есть перспективы роста**

По операционной рентабельности (12.9% по EBITDA за 9М2006) Амурметалл вполне сопоставим с другими компаниями отрасли, и существенно уступает лишь Макси-Групп (29.3% по EBITDA за 9М2006). Причиной такого разрыва является 100% обеспеченность заводов Макси-Групп собственным ломом. Мы ожидаем, что с увеличением доли собственной ломозаготовки и запуском нового оборудования, рентабельность Амурметалла в 2007 году заметно вырастет.

Спрэд выпуска Амурметалл-1 в настоящий момент составляет около 310 б.п. Мы предполагаем, что второй выпуск должен разместиться с премией в 10-30 б.п. к уровню 1го выпуска. Исходя из этой оценки, доходность Амурметалл-2 должна составить 9.25-9.45%, а ставка купона – 9.05-9.25%.

X5: синергия в действии

Рост рентабельности достигнут в значительной мере за счет объединения закупок

В ходе вчерашней телеконференции руководители X5 Retail Group дали разъяснения относительно финансовых показателей компании за 2006 год. Основной вывод, который мы сделали из вчерашнего общения: рост рентабельности в 4 квартале в значительной мере связан с получением ретро-бонусов за весь 2006 год. Однако это не меняет нашей позитивной оценки финансовых результатов в целом за год: компания да деле демонстрирует способность получать синергетический эффект от объединения 2 сетей.

В нашем вчерашнем комментарии финансовых результатов X5 мы отмечали заметный рост рентабельности компании. Несмотря на увеличение арендных расходов и зарплат, компании удалось добиться повышения маржи EBITDA с 9.7% в 2005 г. до 10.3% в 2006 г. (pro-forma, до расходов на прекращение опционной программы). Такого результата компании удалось достичь благодаря росту валовой маржи на 2.5 п.п. до уровня 27.9%.

Значительный вклад в рост валовой маржи за 2006 год внесли результаты 4го квартала, когда этот показатель увеличился до 30.3% в целом по группе X5. Вчера руководители X5 сообщили, что такие результаты в 4 квартале были в значительной мере получены за счет ретро-бонусов, которые компания получила от поставщиков за работу в течение всего 2006 года. Поэтому в своих оценках перспектив X5 на 2007 год мы предпочитаем отталкиваться от показателей рентабельности за весь год.

Детальные данные по стратегии будут опубликованы 15 марта

В любом случае, рост операционной эффективности компании в 2006 году является безусловно позитивным событием, которое будет определять интерес к компании со стороны финансовых рынков в 2007 году.

Более детальные прогнозы и стратегию развития компании на ближайшие годы, в т.ч. план по привлечению заемных средств, X5 планирует обнародовать на встрече, которая назначена на 15.03. По результатам этой встречи мы опубликуем развернутый комментарий.

Пятерочка-2 вчера вырос, сейчас бумаги компании оценены адекватно

Рынок облигаций позитивно отреагировал на публикацию финансовых результатов компании: выпуск Пятерочка-2, который за день до этого стоил 103.00%, вырос до 103.30%, полностью «отыграв» нашу вчерашнюю рекомендацию по этой бумаге. По нашим прогнозам, в ближайшее время цены бумаг Пятерочки будут стабильными: негативные эмоции, которые возникли у некоторых участников после публикации планов по новым выпускам, будут компенсированы хорошими финансовыми результатами.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@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) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (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.