

Рублевые корпоративные облигации

28 июня 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Х5: глобальное рефинансирование продолжается » *стр. 3*
- ЮКОС добавит рублей в банковскую систему » *стр. 4*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3451	- 0.0 %
Рублей за доллар США	25.8472	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 71.50	+ 1.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.39%	+ 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.08%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	489.8	+ 40.4
Остатки на д/с, млрд руб.	853.8	- 204.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 284.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

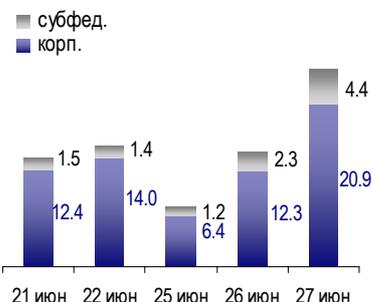
СКОРО

- Мясная корпорация Евросервис планирует второй выпуск (2 млрд руб., 3 года)

ВЧЕРА

- Дебютный выпуск Газэнергосеть-1 (1.5 млрд руб.) размещен под 8.16% годовых к погашению через 5 лет
- Автомир-Финанс-2 (2 млрд руб.) размещен под 11.04% годовых к оферте через 1.5 года
- Выпуск Альянс Финанс-1 (3 млрд руб.) размещен под 8.95% годовых к 3-летней оферте

Объем торгов на ММВБ

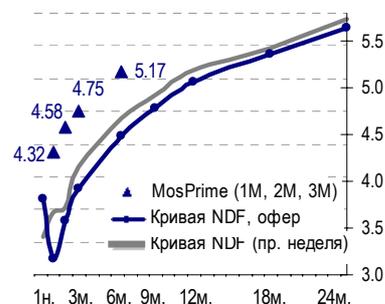


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

28 июн	Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
	Уплата налога на прибыль
	Заседание ФРС США по ставкам
5 июл	Заседание ЕЦБ по ставкам
6 июл	Размещение АПК ОГО-3 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
10 июл	Размещение ИКС 5 Финанс-1 (9 млрд руб., оферта через 3 года)
16 июл	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	102.20	+ 34	5.2	7.09%
Газпром-4	105.09	+ 31	2.4	6.18%
Газпром-6	101.80	+ 30	1.9	6.12%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	104.40	+ 25	2.8	7.31%
НК Альянс-1	101.45	+ 20	2.0	*8.35%
Кокс-2	101.44	+ 16	2.4	*8.26%

Лидеры падения

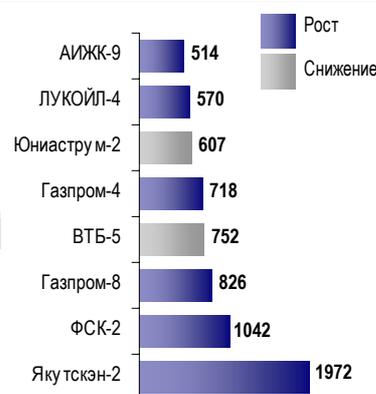
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-5	100.85	- 13	1.5	6.19%
ФСК-3	100.60	- 5	1.4	6.77%
МГТС-5	100.23	- 2	0.9	*6.94%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-2	99.80	- 20	1.5	*9.12%
ХКФБ-2	100.30	- 20	1.7	*9.27%
Зенит-3	100.31	- 18	0.4	*7.72%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.80	100.30	7.22	1.64	149	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.01	0.63	172	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.85	7.29	0.94	182	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.10	102.20	7.36	0.96	188	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	100.05	9.00	1.81	323	350	↑ 25
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.25	101.05	7.84	3.57	175	180	↑ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	7.97	1.60	225	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.20	7.53	2.18	166	140	↓ 25
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.63	1.81	286	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.82	3.57	273	-	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Свяэинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.00	103.20-103.50	7.69	1.59	197	230-250	↑ 35-55
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.70	100.00-100.25	8.11	2.40	220	240-250	↑ 20-30
Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.75	103.10-103.40	8.93	1.59	321	280-300	↓ 20-40
Интегра-2	19/06	Покупать	103.30	104.35-104.75	9.36	2.20	350	280-300	↓ 50-70

X5: глобальное рефинансирование продолжается

Привлеченный X5 синдицированный кредит на \$1 млрд будет направлен на рефинансирование

Вчера X5 Retail Group объявила о привлечении синдицированного кредита на сумму \$1 млрд от 2 крупных западных банков. По заявлениям компании, единственной целью нового займа является рефинансирование существующего долга, поэтому на уровень долговой нагрузки эта сделка не повлияет. Мы ожидаем, что к концу 2007 г. долговая нагрузка компании в терминах показателя «Чистый Долг/ЕБИТДА» окажется совсем невысокой: от 1.0 до 1.5x. Основным фактором снижения чистого долга должна стать допэмиссия акций, запланированная на конец 2007 года.

Активное управление долговым портфелем свойственно для X5

X5 весьма активно управляет своим долговым портфелем: так, после присоединения сети «Меркадо» в конце 2006 г., уже в течение первых месяцев 2007 г. X5 рефинансировала значительную часть дорогих кредитов, которые были обременены залогами.

Погашение синдицированного кредита на \$800 млн, который был привлечен в мае 2006 г. также укладывается в эту логику:

- старый синдикат был привлечен на финансирование сделки по слиянию 2 сетей, поэтому он содержал ковенанты, которые существенно ограничивали компанию;
- новый заем привлечен на очень комфортных для компании ценовых условиях (маржа к LIBOR - всего 75 б.п.), тогда как по старому займу она составляла 225 б.п.

В результате привлечения нового займа общий объем долга не изменится

За счет нового синдицированного займа компания рефинансировала старый синдицированный кредит и планирует погасить часть других обязательств. В результате, размер долга не изменится.

Допэмиссия в 2007 г. позволит удешевить заимствования и снизит уровень долговой нагрузки

Допэмиссия акций на сумму \$1 млрд, которая должна состояться до конца 2007 г. существенно повлияет на долговую нагрузку: по состоянию на конец 2007 г. чистый долг компании должен составить \$400-700 млн, а показатель ЧистыйДолг/ЕБИТДА – 1.0-1.5x. Получение столь значительного финансирования в виде акционерного капитала является безусловно позитивным кредитным фактором. Погасив значительную часть долгов, компания получит возможность для дальнейшего динамичного развития, в т.ч. за счет заемных средств, сохраняя при этом вполне комфортную долговую нагрузку.

Помимо снижения уровня долговой нагрузки за счет привлечения акционерного капитала, реструктуризация кредитного портфеля X5 существенно удешевляет заимствования, что будет позитивно сказываться на показателях покрытия процентных расходов.

Ожидаем роста долговой нагрузки в 2008 г. при ее сохранении в комфортных рамках

Мы ожидаем, что после существенного снижения долговой нагрузки по состоянию на конец 2007 г., в 2008 году долг компании вырастет в связи с ожидаемым исполнением опциона на покупку акций Карусели. При этом по данным компании, она не планирует выходить за рамки долговой нагрузки 3.5x ЧистыйДолг/ЕБИТДА. Для динамично развивающейся сети с темпами роста выручки более 40% в год такой уровень представляется вполне комфортным.

Мы уже отмечали, что планы по развитию всех трех сетей-лидеров (X5, Магнит, 7К), по нашим оценкам, предполагают, что уровень долговой нагрузки в 2007-2008 гг. будет выравниваться. По нашим прогнозам, все три сети закончат 2008 г. с соотношением ЧистыйДолг/ЕБИТДА в пределах 2-3x.

ЮКОС добавит рублей в банковскую систему

Ожидаем притока рублей из-за сделок Роснефти и снижения уровня ставок денежного рынка

Вчера конкурсный управляющий ЮКОСа объявил о начале погашения задолженности кредиторам третьей очереди на сумму 400 млрд руб. Из этой суммы Роснефть получила 237 млрд руб. (60%), которые должны быть в течение ближайших дней направлены на погашение краткосрочных кредитов консорциума иностранных банков. По нашему мнению, начало выплат приведет к реальному увеличению рублевой ликвидности. Поэтому мы ожидаем, что в течение нескольких ближайших дней ставки денежного рынка снизятся с текущих относительно высоких уровней.

Роснефть будет конвертировать рубли в доллары => ликвидность банковской системы вырастет

Полученные от ЮКОСа рублевые средства Роснефть, судя по всему, в течение очень короткого срока конвертирует в доллары, т.к. кредиты на покупку активов были привлечены именно в валюте. Вчера на валютном рынке наблюдались активные покупки валюты, которые, по нашему мнению, были связаны именно с этой сделкой. Соответственно, значительная часть рублей, «вышедших» из депозитов Газпромбанка в ЦБ, попадет в банковскую систему. В итоге, рублевое предложение должно заметно увеличиться.

Часть долга перед бюджетом останется «стерилизованной» в депозитах в ЦБ

На долю бюджета из погашаемых 400 млрд руб. приходится около 150 млрд. Соответственно, оставшиеся 280 млрд руб. долга перед ФНС по налоговым санкциям пока останутся «замороженными» на счетах конкурсного управляющего в Газпромбанке.

Ожидаем значительного притока рублей в течение 2 ближайших дней

Сегодняшние данные об остатках по операциям с ЦБ свидетельствуют о реальном уменьшении объема депозитов в ЦБ: отток за вчерашний день составил около 200 млрд руб. При этом на корсчета пока пришла заметно меньшая сумма – 40 млрд руб., также у банковской системы сохраняется значительное положительное сальдо требований к ЦБ (284 млрд руб.). Из текущей картины мы делаем вывод о том, что средства, причитающиеся бюджету (150 млрд руб.) уже выведены из банковской системы, а доля Роснефти должна вернуться в банки в течение сегодняшнего и завтрашнего дней.

В результате выплат кредиторам ЮКОСа рублевое предложение увеличится более чем на 200 млрд.

Мы оцениваем суммарные результаты погашения первой части долга ЮКОСа перед кредиторами следующим образом:

- уменьшение общего объема ликвидности на 150 млрд руб.;
- приток рублей за счет «размораживания» депозитов – более 230 млрд руб.

При этом реальное влияние этих операций на объем доступной для банковской системы ликвидности будет только положительным – около 230 млрд руб., т.к. 150 млрд руб., уходящих в бюджет по сути были стерилизованы в депозитах. В связи с ростом доступного для банковской системы объема рублевого предложения, мы ожидаем, что в течение 2 ближайших дней ставки денежного рынка существенно упадут.

Часть этих средств может быть стерилизована, но полное изъятие этой суммы из системы вряд ли возможно

В средне- и долгосрочном периоде часть пришедших рублей может быть стерилизована в ОБР и госбумаги. Однако мы не ожидаем, что стерилизация будет полной, т.к. покупка долларов происходила на рынке, это значит рубли были распределены среди значительного числа банков. Поэтому мы полагаем, что общий уровень ставок денежного рынка в течение ближайшего месяца будет достаточно низким.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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	npekшева@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
-----------------	----------------------	-------------------

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

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.