

Рублевые корпоративные облигации

21 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Дисбалансы в ликвидных бумагах: когда покупать? » стр. 2
- ИжАвто: результаты I полугодия » стр. 5

Индикаторы

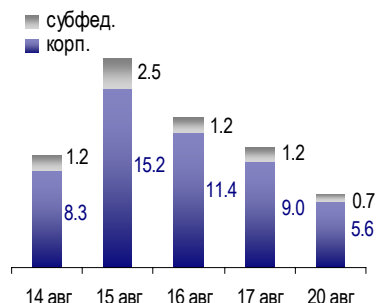
Долларов США за Евро	1.3472	- 0.0 %
Рублей за доллар США	25.7487	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.79	- 1.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.47%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.12%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	145	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	385.3	- 59.0
Остатки на д/с, млрд руб.	459.5	+ 10.8
Сальдо операций с ЦБ	- 49.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ЗАВТРА

- Доразмещение выпусков ОФЗ-АД 46018, ОФЗ-АД 46021, ОФЗ-ПД 25061 и ОФЗ-ПД 26199 на общую сумму 538 млн руб.

Объем торгов на ММВБ

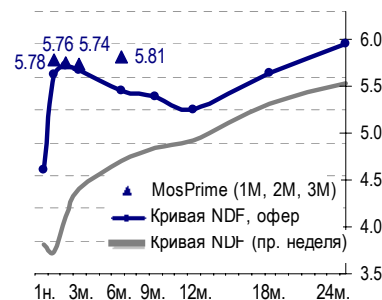


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

27 авг	Уплата акцизов, НДС
28 авг	Уплата налога на прибыль
6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	103.85	+ 45	2.3	6.62%
АИЖК-7	101.35	+ 40	5.6	7.65%
АИЖК-9	100.30	+ 30	5.6	7.65%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	102.70	+ 30	2.5	*7.45%
СаНОС-2	105.25	+ 25	2.0	7.53%
Карусель-1	101.40	+ 25	1.0	*8.53%

Лидеры падения

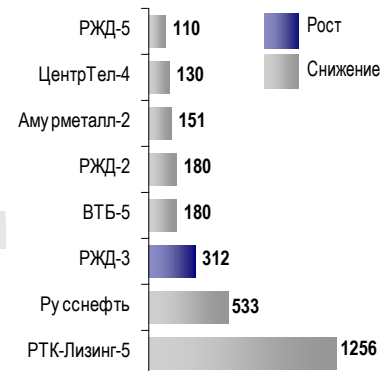
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	102.75	- 60	3.4	7.40%
РЖД-7	103.07	- 33	4.3	6.95%
Мосэнерго-1	100.69	- 31	1.9	*7.30%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	99.60	- 80	1.9	*9.34%
ХКФБ-2	99.00	- 50	1.6	*10.12%
УЭМ-1	100.25	- 45	2.2	*8.30%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте



**Raiffeisen
BANK**

Дисбалансы в ликвидных бумагах: когда покупать?

*Наиболее ликвидные
рублевые выпуски
оказываются самыми
уязвимыми к внешнему
негативу...*

Нестабильность на рынках требует постоянного внесения корректировок в торговые стратегии. При определении тренда иностранные игроки отслеживают малейшие намеки на изменения в политике центральных банков, российские – следуют за действиями западных, пытаясь на неликвидном рынке искать возможности для арбитража. Ключевая особенность рублевого рынка: продажи в наибольшей степени затрагивают наиболее ликвидные выпуски – те, в которых крупные позиции держали западные игроки. Соответственно, на кривых доходности возникают деформации, которые выглядят соблазнительно для покупки.

*...однако покупка
дешевеющих бумага –
довольно рискованная
стратегия*

Однако низкая ликвидность российского рынка увеличивает риски локальных инвесторов, которые воспользуются возможностью «подобрать» наиболее сильно просевшие качественные бумаги. Мы полагаем, что в ряде бумаг (прежде всего, финансового сектора) спрос не вернется еще достаточно долго, вне зависимости от реального кредитного качества их эмитентов.

*О завершении периода
волатильности говорить
пока рано*

Внешний фон

Прогнозирование действий ФРС и ЕЦБ сводится в настоящее время к попыткам оценить, готов ли каждый из банков к более активному вмешательству путем снижения базовой ставки. Достаточно неожиданное снижение Prime Discount Rate в пятницу дало основания говорить о более активной политике ФРС. Хотя снижение учетной ставки носило скорее психологический характер, участники рынка ожидают снижения базовой ставки уже на первом сентябрьском заседании ФРС.

*ФРС и ЕЦБ находятся
перед дилеммой – борьба
с инфляцией или
стабильность на
финансовых рынках*

ЕЦБ в этой ситуации пока выглядит наблюдателем. Основной целью регулятора является долгосрочный экономический рост при управляемой инфляции, в то время как стабильность финансовых рынков может выглядеть второстепенной проблемой. Вероятно, как у ФРС, так и у ЕЦБ пока нет явных свидетельств того, что падение стоимости финансовых активов сильно влияет на темпы экономического роста. При этом у центробанков есть серьезные доводы, чтобы не торопиться со снижением ставок: последние данные по инфляции выходят за пределы приемлемого диапазона.

*Рынок ждет следующего
заседания ФРС...*

Кроме того, ФРС и ЕЦБ в последние дни продемонстрировали возможности по использованию других способов поддержки ликвидности рынков, прежде всего инструменты репо и, вероятно, постоянные консультации с крупнейшими банками. Однако меры такого рода дадут лишь временный эффект, если поток негативных новостей от хедж-фондов, компаний по ипотечному кредитованию и банков не ослабеет. Длительный период волатильности на финансовых рынках способен сам по себе превратиться в серьезный тормоз экономического роста, какие бы последствия это не означало для инфляции. Поэтому мы полагаем, что возвращение покупателей на рынок возможно не ранее сентябрьского заседания ФРС.

*...и продолжает получать
негативные новости из
финансового сектора*

По нашему мнению, быстрое восстановление рынков маловероятно не только из-за консерватизма инвесторов, стремящихся вывести средства в наименее рискованные активы в ожидании очередной порции «плохих новостей». Начали поступать сообщения об убытках, которые понесли крупные западные банки от собственных позиций в рискованных бумагах. Deutsche Bank объявил об убытках в размере 100 млн евро, в результате чего банк намерен отказаться от некоторых торговых стратегий. Сумма не выглядит драматической для Deutsche Bank, однако сам факт внесет свой вклад в общий негативный фон, тем более что похожее сообщение можно ожидать и от других банков.

*Нет причин для
возобновления покупок, в
т.ч. бумаг развивающихся
рынков*

За фиксацией торговых убытков неизбежно последуют оргвыводы, а значит, вряд ли стоит ожидать быстрого возвращения крупных западных банков как основных поставщиков спроса на инструменты развивающихся рынков. Как мы уже отмечали в ежедневном обзоре от 15 августа, инвесторы избавляются не только от активов, которые стали первоначальным триггером кризиса (т.е. от subprime-закладных), но и от любых других, которые можно реализовать по приемлемым ценам на теряющем ликвидность рынке. И пока мы не видим причин для быстрого восстановления спроса.

Какие сектора наиболее уязвимы?

Инвесторы избегают секторов, наиболее чувствительных к стоимости денег

Мы полагаем, что западные инвесторы будут прежде всего избегать любых кредитных рисков, в т.ч. бумаг любых эмитентов, бизнес которых существенно зависит от привлечения заемных средств. Очевидно, что наиболее уязвимыми останутся банки и финансовые компании. Если же подтвердятся опасения относительно общего спада из-за проблем финансового сектора, инвесторы могут воспринять это как смену экономического цикла на развитых рынках. В этом случае мы можем увидеть продолжение продаж в бумагах секторов, традиционно воспринимаемых как наиболее зависимые от цикличности.

На российском рынке больше других пострадали бумаги АИЖК и ликвидные банковские выпуски

Российский рынок зависим от иностранных инвесторов и пока в целом следует за колебаниями мирового спроса. На прошлой неделе продажи затронули в наибольшей степени именно бумаги финансового сектора. Больше других пострадали выпуски АИЖК, Русского Стандарта, ХКФБ, УРСА Банка. Доходности отдельных бумаг стали выглядеть непривычно, особенно на фоне менее ликвидных банковских бумаг.

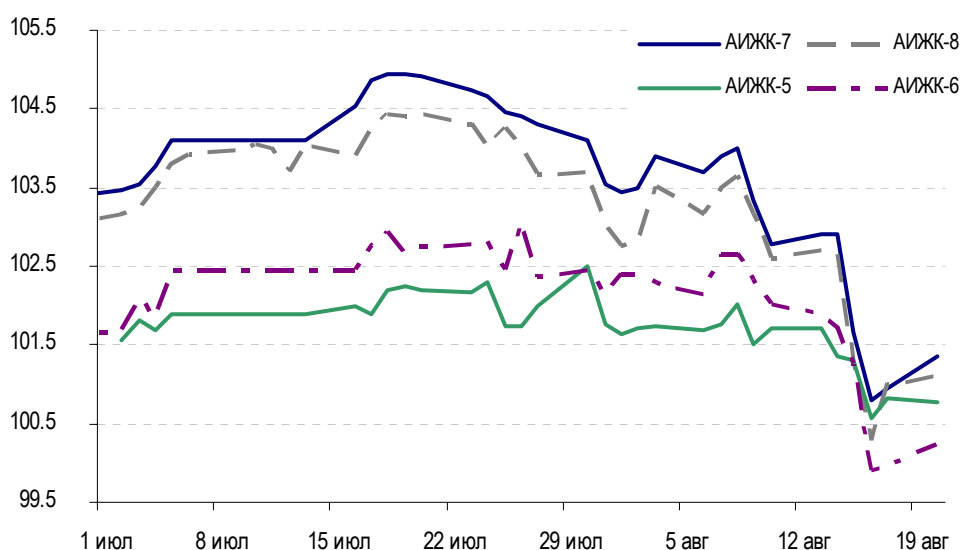
Важную роль также сыграла длинная дюрация бумаг

Ситуация с АИЖК в этом смысле наиболее интересна. Резкое падение цен облигаций АИЖК (цены отдельных выпусков приближались к номиналу) наглядно продемонстрировало, что инвесторы воспринимают его в первую очередь как финансовый институт со словом «ипотека» в названии, и уже затем как институт господдержки ипотечного кредитования. Падение цен на бумаги было во многом связано с длинной дюрацией и большой долей иностранных инвесторов среди держателей бумаг АИЖК.

Покупать пока преждевременно

Однако мы полагаем, что покупка бумаг на низких ценовых уровнях связана с существенными рисками, особенно для среднесрочных стратегий: в условиях высокой волатильности отскоки могут использоваться локальными игроками как повод для фиксации прибыли.

Мы не исключаем, что поддержку бумагам АИЖК на определенных уровнях могут оказать крупные локальные игроки. Однако такие действия слабо поддаются прогнозированию. Поэтому мы можем рекомендовать покупку даже более коротких выпусков АИЖК только инвесторам, обладающим достаточными ресурсами для выборочных покупок в рамках стратегии buy-and-hold. Мы полагаем, что круг таких инвесторов весьма ограничен, учитывая риск продолжения периода высоких ставок на российском межбанковском рынке.

Динамика цен облигаций АИЖК

Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

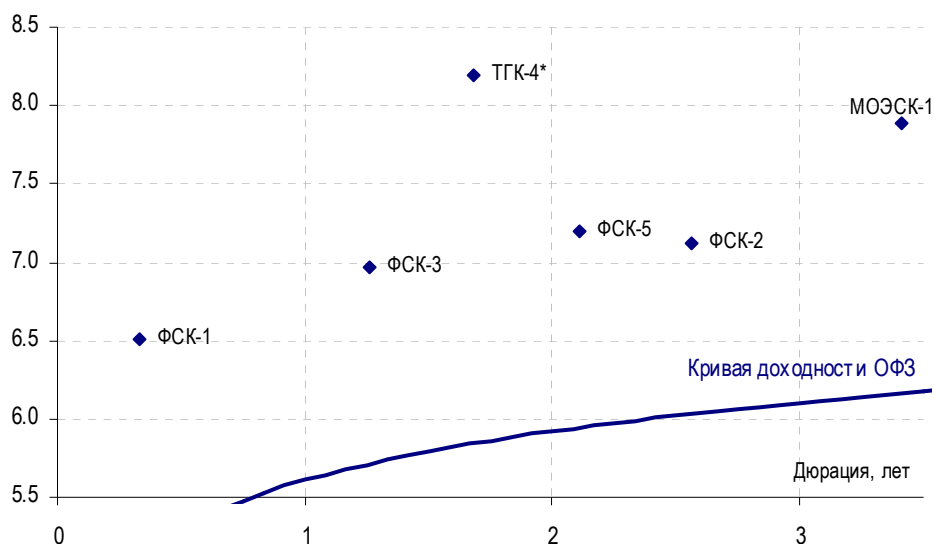
Какие сектора наиболее привлекательны?

Мы предлагаем обратить внимание на сектора, которые в меньшей степени чувствительны к глобальной «распродаже» кредитного риска. На наш взгляд, в сложившейся ситуации достаточно привлекательно выглядит ряд коротких выпусков электроэнергетических компаний.

- На прошлой неделе значительно снизились цены на бумаги ФСК. Мы полагаем, что выпуски ФСК-3 и ФСК-5 с дюрацией менее 2.5 лет наиболее интересны для покупки на текущих ценовых уровнях.
- Котировки облигаций ТГК-4 опустились ниже номинала, по итогам вчерашнего дня спрэд бумаг расширился до 230-240 б.п. к ОФЗ. Мы подтверждаем рекомендацию покупать бумаги ТГК-4 с ориентиром по цене до 100.20-100.30%.

Короткий спекулятивный потенциал этих выпусков, безусловно, ограничен в связи с негативным внешним фоном. Однако для участников, которые стремятся использовать падение цен для формирования позиций, выборочные покупки облигаций в сегменте электроэнергетики – одна из наиболее привлекательных возможностей.

Доходность облигаций на 20 августа



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Особое внимание – к ОФЗ

Мы полагаем, что спрос тех иностранных инвесторов, которые не собираются ликвидировать свои позиции по рублю, сосредоточится в коротких ОФЗ.

ОФЗ также интересны как инструмент рефинансирования на волатильном рынке

До конца августа мы не ожидаем значительного снижения ставок межбанковского рынка: скажутся и внешний негатив, и предстоящие налоговые выплаты. По нашему мнению, в условиях сохранения высоких ставок на рынке МБК российские банки будут отдавать предпочтение наиболее ликвидным инструментам, которые можно использовать для рефинансирования. Мы полагаем, что ОФЗ могут стать наиболее популярным среди таких инструментов, именно из-за относительной легкости привлечения финансирования.

Кроме того, суверенный кредитный спрэд вырос за последние недели со 100 до 140-150 б.п. Мы полагаем, что для части игроков такой уровень доходности рублевых госбумаг выглядит уже достаточно привлекательно, особенно учитывая снижение аппетита иностранных инвесторов к российскому корпоративному риску.

Стоит ли покупать третий эшелон?

*Покупки в 3-м эшелоне
вряд ли оправданы из-за
низкой ликвидности*

Мы считаем, что низкая ликвидность рынка в целом и высокие ставки денежного рынка снижают привлекательность рублевых облигаций 2-го и 3-го эшелонов. По нашему мнению, продажи затронули в меньшей степени ряд выпусков 3-го эшелона только по той причине, что на них нет покупателей.

В сегменте низколиквидных облигаций немало вполне качественных бумаг с точки зрения кредитного профиля эмитента, однако мы полагаем, что на волатильном рынке покупка бумаг, практически не дающих возможности рефинансирования (продажи), необоснованна.

ИжАвто: результаты I полугодия

*Увеличение выпуска
иностранных
автомобилей*

На прошлой неделе была опубликована российская отчетность Ижавто за 2-ой квартал 2007 года. Важным результатом I полугодия стало существенное увеличение объемов сборки иностранных автомобилей: количество реализованных Kia практически сравнялось с традиционными марками – Иж и ВАЗ. Мы позитивно оцениваем результаты I полугодия и ожидаем, что в среднесрочной перспективе сборка иностранных автомобилей будет основным направлением бизнеса компании.

Рост производства привел к необходимости увеличения оборотного капитала, которое было профинансировано за счет заемных средств. В результате долговая нагрузка достигла достаточно высокого значения Чистый Долг/EBITDA 7.4х. В качестве второго основного риска инвестирования в облигации ИжАвто мы выделяем низкую прозрачность его основного акционера – группы СОК.

*Облигации ИжАвто
оценены справедливо*

После выхода на вторичный рынок на прошлой неделе выпуск ИжАвто-2 торгуется с доходностью 10.28% годовых (460 б.п. к ОФЗ). Мы считаем, что в настоящий момент облигации оценены справедливо и не видим потенциала роста котировок в краткосрочной перспективе.

*Планы по увеличению
производства за счет
сборки иностранных
автомобилей...*

При размещении 2-го выпуска компанией были озвучены достаточно амбициозные планы по расширению бизнеса на ближайшие несколько лет. Так, в 2007 году объемы сборки должны достигнуть 104 тыс. машин (+ 60% к 2006 году), а выручка - увеличиться на 52% до 27.5 млрд руб. Столь значительного роста планируется достичь главным образом за счет корейских автомобилей Kia, увеличив их выпуск в 2.5 раза до 60 тыс. машин в 2007 г.

*... выглядят вполне
достижимыми*

В I полугодии ИжАвто удалось существенно расширить сборочное производство: объем выпуска составил 45 тыс. автомобилей. Некоторое отставание от плана на 2007 год, судя по всему, будет компенсировано во II полугодии за счет двух новых моделей Kia, которые сравнительно недавно были запущены в серийное производство. Мы высоко оцениваем результаты компании по увеличению выпуска машин, при этом заявленные планы на этот год представляются нам вполне достижимыми.

Производство машин из импортных компонентов является относительно новым направлением на ИжАвто: серийная сборка Kia была налажена в 2005 году. В 2007 году иностранные автомобили практически сравнялись с отечественными марками по объему производства и опередили по выручке. Мы очень позитивно оцениваем принятую стратегию развития компании, принимая во внимание постепенное снижение конкурентоспособности отечественных автомобилей.

Финансовые результаты ИжАвто по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	8 274	177	2.1%	4 274	24.1	0.4
2006*	18 144	1 427	7.9%	3 965	2.7	3.8
I п/г 2007*	10 412	578	5.6%	8 554	7.4	1.6

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка; * – Чистый Долг

Ориентир компании по марже EBITDA: 5-6%

В I полугодии рентабельность EBITDA снизилась до 5.6% по сравнению с 7.9% в 2006 году. Мы полагаем, что финансовая отчетность ИжАвто по РСБУ недостаточно точно отражает операционную эффективность предприятия из-за внутригрупповых операций. При размещении облигационного займа менеджмент компании озвучил ориентир по рентабельности EBITDA на уровне 5-6%.

Разрастание долга связано с увеличением оборотного капитала

В результате размещения облигаций в середине июня на балансе ИжАвто в конце отчетного периода сформировался значительный объем денежных средств (2.1 млрд руб.). Поэтому для оценки долговой нагрузки, на наш взгляд, целесообразно использовать Чистый долг. С начала года его объем увеличился более чем в 2 раза и составил 8.6 млрд руб. Столь существенный рост связан в первую очередь с финансированием оборотного капитала. Более половины привлеченных средств (2.5 млрд руб.) пришлось на увеличение запасов готовой продукции, еще на 1.7 млрд руб. возросла дебиторская задолженность.

В качестве ключевых рисков инвестирования в облигации ИжАвто мы по-прежнему рассматриваем низкую прозрачность, перераспределение денежных потоков внутри группы СОК и высокую долговую нагрузку компании. Однако, учитывая вполне позитивные операционные результаты 1-го полугодия, мы считаем, что бумаги ИжАвто в настоящий момент оценены справедливо. Потенциал роста цены будет во многом зависеть от способности компании выполнить собственные планы по расширению производства и сдерживать дальнейшее разрастание долга.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

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
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@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
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

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.