

# Рублевые корпоративные облигации

15 мая 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### ЭКОНОМИКА

- Курсовая революция » стр.2

### КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Система: обзор результатов 2007 года » стр. 5

### НОВОСТИ КОМПАНИЙ

- Банк НФК продается? » стр.7

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### ВЧЕРА

- ОФЗ-ПД 26200 (дюрация 4.5 года) размещен на 2.73 млрд руб. из 8 млрд руб. под 6.67% годовых
- ОФЗ-АД 46020 (дюрация 12.3 года) размещен на 3.53 млрд руб. из 6 млрд руб. под 7.28% годовых
- Выпуск Москва-50 (дюрация 3.10 года) размещен на 3.29 млрд руб. из 5.5 млрд руб. под 7.3% годовых

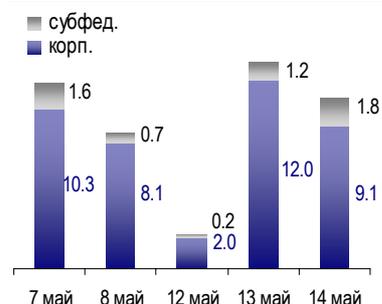
## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 15 мая Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов  
Уплата ½ суммы акцизов
- 21 мая Размещение ВКМ-Лизинг-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
- 22 мая Размещение НС-финанс-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
- 26 мая Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов
- 28 мая Уплата налога на прибыль

## Индикаторы

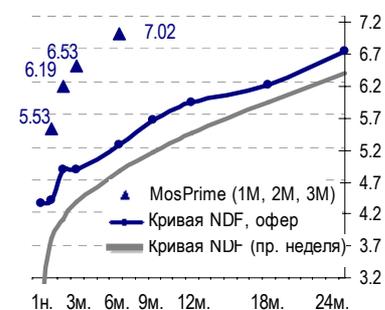
Долларов США за Евро	1.5475	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	23.8662	+ 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 122.78	+ 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.68%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.29%	+ 5 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	141	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	667.0	+ 38.0
Остатки на д/с, млрд руб.	154.0	- 44.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 30.0	

## Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.45	+ 15	1.2	6.66%
РСХБ-3	98.20	+ 15	1.7	*8.62%
Мосэнерго-2	99.00	+ 10	3.3	*8.11%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-8	101.00	+ 65	1.8	*9.21%
Мечел-2	100.30	+ 45	1.9	*8.40%
РусСтандарт-8	99.00	+ 39	0.4	*10.96%

## Лидеры падения

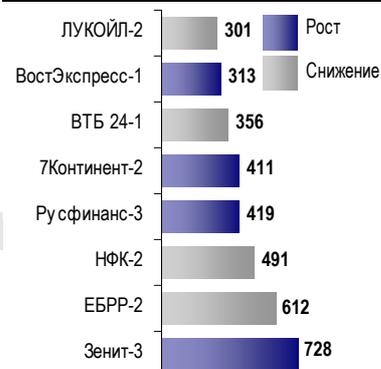
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	100.00	- 65	1.4	7.38%
АИЖК-11	95.35	- 50	5.4	9.38%
АИЖК-7	94.70	- 30	5.1	9.05%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОЭСК-1	98.70	- 45	2.9	8.68%
Магнит-2	95.10	- 35	3.3	9.99%
Ленэнерго-3	93.65	- 30	3.4	10.26%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## ЭКОНОМИКА

### Курсовая революция

*Вчера ЦБ объявил о начале осуществления регулярных покупок валюты*

Вчера ЦБ объявил об изменении порядка проведения валютных интервенций. Теперь он будет покупать валюту не только на границе поддержки, но и внутри коридора, основываясь «на конъюнктуре внутреннего валютного рынка, оценке состояния платежного баланса и ходе исполнения федерального бюджета». По словам первого зампреда ЦБ Алексея Улюкаева, применять новую схему Банк России начал в среду, однако кто-то, по всей видимости, знал об этом шаге заранее: уже во вторник стоимость бивалютной корзины поднялась на 6 копеек выше предполагаемой границы поддержки Банка России. Вчера бивалютная корзина повысилась еще на 7 копеек. Такого сильного ослабления рубля не наблюдалось с февраля текущего года.

*Неофициальные источники заявляют, что размер регулярных интервенций будет соответствовать объему конвертации средств нефтяных фондов*

В настоящее время не совсем понятны принципы, на основе которых будут осуществляться покупки валюты ЦБ внутри коридора. Алексей Улюкаев заявил только, что эти интервенции будут регулярными и их объем будет заранее определен. Однако, из официальных сообщений не вполне ясно, от чего зависит этот объем. Reuter цитирует неофициальные источники, которые заявляют, что размер регулярных интервенций будет соответствовать объему конвертации в валюту средств Резервного фонда и Фонда национального благосостояния.

Мы считаем эту версию вполне правдоподобной: еще осенью ЦБ заявлял о необходимости перехода к рыночной конвертации средств государственных нефтяных фондов. Без этого невозможен следующий шаг к инфляционному таргетированию: полный отказ от управления курсом рубля. Ведь нефтяные фонды будут постоянно забирать из банковской системы огромные объемы рублевой ликвидности, которые нужно будет как-то компенсировать. Рыночная конвертация этих средств как раз и позволяет вернуть рубли в систему.

*Рыночная конвертация средств фондов позволит сбалансировать сальдо текущего счета*

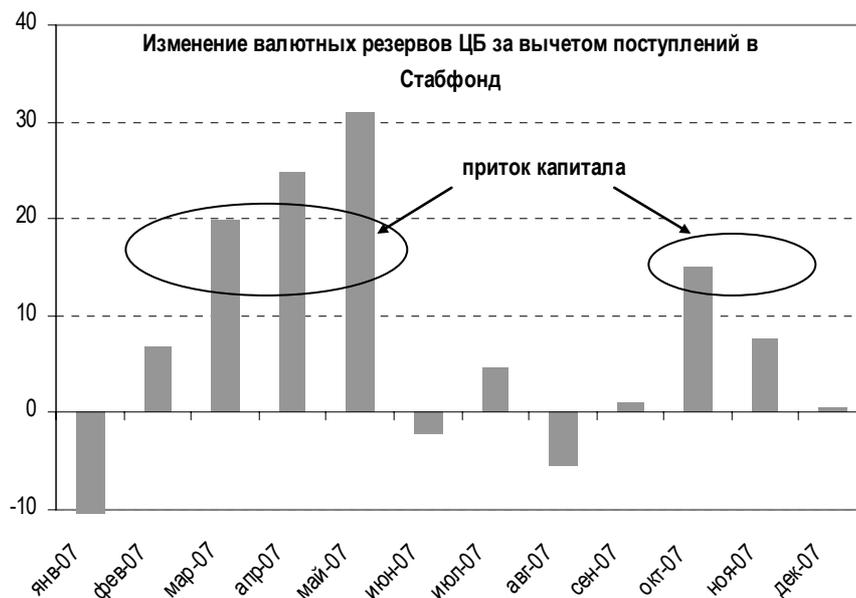
Помимо этой долгосрочной цели, ЦБ может решить и краткосрочную: увеличение волатильности курса рубля. Дело в том, что объемы поступлений средств нефтяных фондов в настоящее время вполне сопоставимы с сальдо текущего счета России, во второй половине 2007 года они даже превышали данный показатель. Таким образом, рыночная конвертация нефтегазовых рублей будет балансировать текущий счет, и динамика курса рубля начнет определяться направлением капитальных потоков.

#### Соотношение поступлений в Стабфонд и сальдо текущего счета России



Источник: Минфин, ЦБ РФ, оценки Райффайзенбанка

### Баланс на валютном рынке в 2007 году с учетом конвертации средств Стабфонда



Источник: Минфин, ЦБ РФ

С 2008 года изменились правила наполнения государственных фондов нефтяными деньгами. Теперь размер средств, перечисляемых в Резервный фонд и Фонд будущих поколений, равняется объему нефтегазовых доходов бюджета (НДПИ и экспортная пошлина) за вычетом нефтегазового трансферта (на этот год: 2,1 трлн. руб.). При этом сначала копится нефтегазовый трансферт, а уже потом начинаются перечисления в фонды. К настоящему времени на обеспечение нефтегазового трансферта уже направлено около 1 трлн. руб., таким образом, его полное наполнение следует ждать не раньше чем через 3-4 месяца.

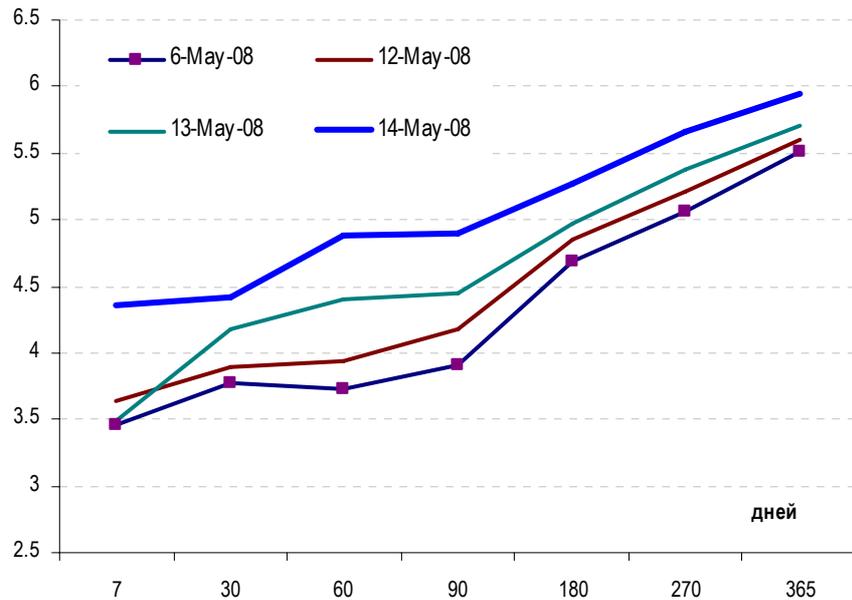
**По нашим оценкам регулярные покупки валюты ЦБ могут составить около \$10 млрд в месяц**

Однако, похоже, что Банк России не стал ждать августа-сентября, когда по нашим оценкам ему пришлось бы ежемесячно покупать для фондов около \$14 млрд., а решил заранее накопить валюту для этих целей, снизив таким образом необходимый объем ежемесячных покупок в этом году до \$10 млрд. или около \$500 млн. в день. Если мы правильно понимаем суть произошедших изменений в курсовой политике, то именно столько будут составлять ежедневные регулярные покупки ЦБ. Правда, если курс опустится до границы поддержки, и Банку России придется купить в какой-то из дней больше этой суммы, то, наверное, объем регулярных дневных интервенций в оставшейся части месяца будет снижаться. Хотя ЦБ может принципиально разделить два вида покупок валюты (для целей нефтяных фондов и для ограничения курсовых колебаний) и тогда их объемы не будут влиять друг на друга.

**Мы считаем, что новая схема валютных интервенций уязвима для спекуляций**

Что же касается другой предполагаемой цели нового вида валютных интервенций ЦБ, а именно предотвращения спекуляций, то мы скептически относимся к результативности такой меры. В действительности, после вчерашних событий рублевые ставки NDF взлетели, так как укрепление рубля в ближайшем будущем уже не стало столь очевидным для спекулянтов. Однако, по-нашему мнению, участники рынка быстро приспособятся к новой курсовой политике ЦБ и начнут играть против него. Сейчас у игроков появляется возможность взвинчивать курс прямо перед выходом Банка России с его регулярными покупками. Схема, по которой ЦБ осуществляет регулярные интервенции, не совсем прозрачна: неизвестно время выхода ЦБ и объем его покупок. По нашему мнению, более защищенными от спекуляций были бы покупки валюты на аукционной основе.

## Динамика кривых NDF в мае



Источник: Reuters

**В дальнейшем возможно еще большее повышение гибкости курсовой политики.**

**Все будет зависеть от динамики текущего счета и объема притока капитала**

Мы считаем, что вчерашние изменения в курсовой политике Банка России – это только начало перехода к более гибкому курсообразованию на внутреннем валютном рынке. Вслед за ним может последовать расширение границ поддержки бивалютной корзины, что вполне вероятно произойдет уже в этом году, а потом и полный отказ от управления курсом. По нашему мнению, скорость либерализации валютной политики ЦБ будет зависеть от динамики сальдо текущего счета и объема притока капитала в страну. Чем быстрее будет спадать повышательное давление на курс рубля, тем более свободно будет чувствовать себя Банк России в смягчении курсовой политики.

## КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

### Система: обзор результатов 2007 года

*Система опубликовала ожидаемо сильную отчетность за 2007 год*

АФК Система вчера объявила неаудированные финансовые результаты за 2007 г. Годовые результаты позитивны и вполне близки к прогнозным, с поправкой на изменения в базе консолидации. На наш взгляд, большой интерес представляют заявления руководства компании относительно структуры и объема инвестиционного портфеля, прежде всего подтверждение инвестиций в индийский проект (около \$1 млрд), а также в сегменте недвижимости. В среднесрочной перспективе мы ожидаем умеренный рост долговой нагрузки компании, но в целом финансовый профиль Системы выглядит очень сильным.

*Впрочем, рублевые бумаги корпорации не слишком привлекательны на текущих уровнях*

Доходность рублевого выпуска облигаций АФК Система за последние недели заметно снизилась и достигла уровня кривой МРК Связьинвеста. На наш взгляд, текущие спрэды облигаций находятся на близком к «справедливому» уровне, который не предполагает потенциала для роста котировок.

#### Финансовые результаты АФК Система (\$ млн)

Период	Выручка	OIBDA	Рентабельность по OIBDA	Чистый Долг	Долг / OIBDA, Раз	Капвложения
2006	10 267	3 977	38.7	6 371	1.6x	2 386
2007	13 701	5 050	36.9	7 423	1.5x	3 111

*Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка*

*Инвестпрограмма Системы на 2008 год оценивается в \$4.5 млрд*

Система нацелена на агрессивную экспансию как в странах СНГ, так и в странах дальнего зарубежья. На вчерашней пресс-конференции руководители Системы выразили уверенность в том, что CDMA-оператор Shyam Telelink получит лицензии на всей территории Индии. На строительство его сети уйдет 2-3 года, общий объем инвестиций составит порядка \$7 млрд, из которых \$1 млрд будет израсходован уже в 2008 году. Не менее важно, что Система планирует оказывать финансовую поддержку экспансии своих «непубличных активов», включая выделение средств на поглощения. Общий объем инвестиций 2008 года составит \$4.5 млрд (на \$1.4 млрд больше чем в прошлом году), из которых на непубличные компании также планируется потратить около \$1 млрд.

*Долговая нагрузка по итогам 2007 года невысока: 1.5x Чистый долг/OIBDA*

Показатель Чистый Долг/OIBDA на конец 2007 года составил 1.5x. Хотя совокупный объем капзатрат Системы уступает по величине прогнозируемому денежному потоку (главным источником являются дивиденды от дочерних компаний), мы полагаем, что долговая нагрузка будет постепенно увеличиваться. В то же время, растущая M&A-активность корпорации пока оказывает принципиального влияния на кредитный профиль, поскольку холдинг обладает значительной гибкостью в выборе источников финансирования.

*...но в перспективе увеличится вместе с предложением нового долга*

Учитывая высокую рентабельность и низкий текущий уровень долговой нагрузки Системы, мы позитивно оцениваем текущий финансовый профиль группы. Более того, мы полагаем, что несмотря на риск структурной субординации рублевых бумаг АФК по отношению к обязательствам ключевых операционных компаний, кредитный профиль холдинга не уступает дочкам Связьинвеста. В связи с этим, снижение доходности бумаг Системы до уровня 8.30-8.40% (дюрация 0.8 года) после размещения в марте 2008 года, на наш взгляд, вполне логично.

*Ожидаемое включение бумаг Системы в Ломбардный список уже учтено в ценах*

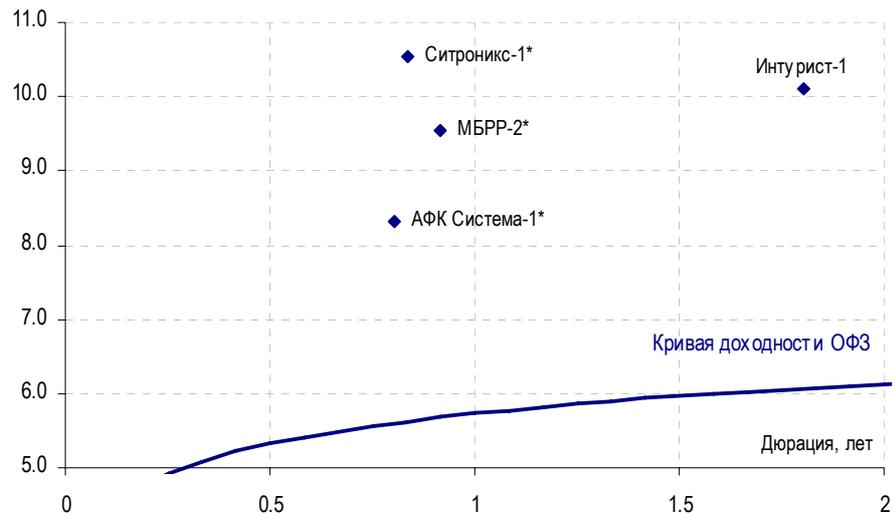
Мы также отмечаем, что 1-й рублевый выпуск Системы в конце апреля был включен в секцию госбумаг. Таким образом, до включения облигаций в Ломбардный список ЦБ осталось лишь дождаться опубликования дисконтов по операциям Репо Банка России – на наш взгляд, это вопрос одной-двух недель. Тем не менее, мы считаем, что возможность рефинансирования в ЦБ уже полностью учтена в цене выпуска Системы, поэтому не видим оснований для дальнейшего снижения доходности бумаг.

*В среднесрочной перспективе кредитные характеристики Системы могут ухудшиться как следствие масштабных инвестиций*

Кредитное качество Системы в среднесрочной перспективе напрямую зависит от масштабов инвестпрограммы, которая, как подтвердили на пресс-конференции представители холдинга, будет в значительной части финансироваться за счет долговых источников. Помимо индийского проекта и озвученного вчера интереса к германской Infineon Technologies (второй в Европе производитель полупроводников с капитализацией около \$5.5 млрд), финансирование в очень крупных объемах может понадобиться Системе для участия в приватизации Связьинвеста.

По нашему мнению, предложение нового долга Системы (как холдинговой компании, так и дочек) вполне можно ожидать уже в 2008 году. Поэтому мы полагаем, что потенциал роста цены облигаций АФК Система-1 исчерпан.

#### Доходность облигаций на 14 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

---

## НОВОСТИ

---

### Банк НФК продается?

Как сообщает газета Ведомости, третий крупнейший страховщик кредитных рисков в мире COFACE (AA-/Aa3/AA-) в ближайшее время намерен приобрести блокирующий пакет в Банке Национальная Факторинговая Компания (наш анализ НФК был опубликован в ежедневном отчете от 29.04.2008). Также газета сообщает, что в договоре о покупке пакета акций будет прописан опцион на приобретение остальной части акций.

На наш взгляд, хотя информация о сделке и не подтверждена, вероятность такого развития событий весьма высока. Рынок факторинговых услуг в России остается в зачаточном состоянии, что предлагает огромные перспективы роста и сулит большие дивиденды пионерам этого рынка, как это было с рынком потребительского кредитования около 5 лет назад. Помимо потенциала роста, интерес крупного иностранного игрока к приобретению одного из лидеров российского рынка факторинговых услуг на данном этапе может также быть оправдан пока еще невысокой стоимостью такого актива и соответственно невысокой «стоимостью ошибки».

Как показывает практика, приобретение блокирующего пакета в НФК, по сути, может означать интерес COFACE к проведению более детального «due diligence» в течение нескольких кварталов, в случае удовлетворительных результатов которого, банк будет приобретен полностью. В случае если первая часть сделки состоится, стоит ожидать повышения рейтингов НФК (Moody's B2 / S&P B-), т.к. банк, вероятно, сможет рассчитывать на существенную поддержку в части фондирования, а также начать переход на передовые мировые технологии в области факторинговых услуг, страхования кредитных рисков и обслуживания дебиторской задолженности клиентов.

Вчера рублевый выпуск облигаций НФК второй серии торговался с доходностью 13.16% к оферте в мае 2009 года (дюрация 328 дней). В случае подтверждения информации мы рекомендуем инвесторам покупать бумаги НФК-2, т.к. ожидаем существенного сужения спреда. Более точно говорить об уровне доходности выпуска НФК мы сможем лишь после того как детали сделки станут известны.

## 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	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
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.