

25 сентября 2007 г.

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**Николай Подгузов****ВНЕШНИЙ РЫНОК****Николай Подгузов**

- Стратегия внутреннего рынка

- Стратегия внешнего рынка

ВАЛЮТНЫЙ РЫНОК**Алексей Моисеев****ПЕРВИЧНЫЕ РАЗМЕЩЕНИЯ****Николай Подгузов**

- Стратегия валютного рынка

- Ситроникс реализует рублевые облигации объемом 3 млрд руб. – первое крупное размещение с середины июля

НОВОСТИ**Алексей Моисеев**

- Компания CEZ планирует приобрести ТГК-4
- X5 Retail Group: отчетность за первое полугодие и комментарии о возможной покупке Карусели
- ОГК-2 установила границы цен допэмиссии акций в пределах USD465-570 за киловатт мощности

ВНУТРЕННИЙ РЫНОК**Николай Подгузов +7 495 783-5673****Стратегия внутреннего рынка**

Неожиданные события, произошедшие на рынке ОФЗ в пятницу, в понедельник получили продолжение – рынку государственных облигаций вновь была оказана очень серьезная поддержка. В начале дня ОФЗ торговались на достигнутых в пятницу уровнях, но во второй половине дня в большинстве ликвидных выпусков были выставлены котировки на покупку значительных объемов облигаций (до 0.5 млрд руб.). При этом была продемонстрирована готовность покупать по существенно более высоким ценам; так, котировки 30-летних ОФЗ по итогам дня достигли 102.0. За два дня доходность длинных выпусков ОФЗ снизилась в среднем на 30 б. п., а ставки по коротким гособлигациям упали на 50 б. п. Объем торгов ОФЗ в двух секциях по итогам дня составил около 22 млрд руб.

Резкое восстановление рынка ОФЗ мы склонны рассматривать прежде всего как сигнал со стороны монетарных властей, демонстрирующий их готовность удерживать рублевые процентные ставки на низком уровне и противодействовать негативному влиянию внешних факторов на рублевую ликвидность. Если наша версия относительно «новой политики» (проводниками которой, скорее всего, являются государственные банки) верна, то поддержка рынку ОФЗ будет носить долгосрочный характер, и в ближайшие дни можно будет увидеть повторение ситуации на рынке государственных облигаций. Правда, дальнейшего ралли котировок ОФЗ может и не произойти. На наш взгляд, чтобы подкрепить уверенность участников рынка, логичнее выставлять котировки на покупку в достаточном объеме на текущих ценовых уровнях.

Первые результаты «новой политики» уже проявились в позитивной динамике котировок облигаций первого эшелона. По итогам понедельника существенный рост котировок показали длинные выпуски АИЖК (+ 1 п. п.), облигации ЛУКОЙЛ-3, ЛУКОЙЛ-4 (+0.8 п. п.), РЖД-6 (+0.6 п. п.) и долговые обязательства Газпрома (+0.5 п. п.). Был отмечен спрос со стороны инвесторов на выпуски Седьмой Континент-2, ТМК-3, ЧТПЗ. При этом интерес на покупку был проявлен в условиях высоких ставок денежного рынка (6.5-7.5%) и РЕПО (8-9%). Ближайшие несколько дней, скорее всего, будут тяжелыми с точки зрения свободной ликвидности. Во время осуществления крупных налоговых выплат (сегодня – НДС, 28 сентября – налог на прибыль) банки, вероятно, будут наращивать объем заимствований у Банка России через инструмент прямого РЕПО. Однако с учетом последних заявлений Министерства финансов в начале октября можно ожидать поступления в финансовую систему существенного объема бюджетных средств, и ситуация на денежном рынке должна восстановиться. Кроме того, с пятого октября вступает в силу новое указание Банка России, расширяющее ломбардный список за счет инструментов с кредитными рейтингами эмитента на уровне В+/В1, ВВ-/Вa3.

Мы сохраняем умеренно-оптимистичный взгляд на рублевый рынок облигаций и полагаем, что динамику лучше рынка будут демонстрировать наиболее ликвидные выпуски первого-второго эшелона, где переоценка кредитных рисков уже состоялась. В то же время, расширение спредов к ОФЗ высокодоходных выпусков третьего эшелона может продолжиться в связи с худшими перспективами рефинансирования и низким уровнем кредитного качества эмитентов.

Николай Подгузов
Телефон: 783 5673

Стратегия внешнего рынка

Настроения участников развивающегося рынка облигаций постепенно улучшаются, после того как ФРС США приняла решение снизить ключевую процентную ставку. Хотя совокупный доход EMBI+ вчера не изменился, а спрэд индекса к КО США расширился, этому есть вполне логичное объяснение. В понедельник после долгого перерыва возобновил работу первичный рынок облигаций, что является позитивным сигналом для рынка в целом. Аргентина и Венесуэла начали размещение третьего выпуска так называемых «южных облигаций» (корзина облигаций Voden 2015 и TICC 2015) в объеме USD1.2 млрд. Кроме того, два транша еврооблигаций по USD500 млн с погашением в 2017 и 2034 гг. разместила Мексика, увеличив объем в обращении вышеуказанных облигаций до USD3.5 млрд и USD4.3 млрд соответственно. Интересно отметить, что спрэд выпуска Мексика 17 (Baa1/BBB/BBB+) к КО США при размещении составил около 100 б. п., что существенно меньше аналогичного показателя для сопоставимых по дюрации еврооблигаций Россия 30 (Baa2/BBB+/BBB+). С учетом консервативной политики России в области внешних заимствований, на наш взгляд, можно ожидать дальнейшего сокращения суверенного спреда до двузначных значений.

Индикативный суверенный выпуск Россия 30 закрылся в понедельник на уровне 112.0. Пятилетние CDS на риск России сократились до 62 б. п. Спрос на корпоративные еврооблигации российских эмитентов постепенно растет, и спектр торгуемых инструментов расширяется. Спрэды «голубых фишек» – валютных обязательств Газпрома, ЛУКОЙЛа, ТНК-ВР – к КО США за последние несколько дней сузились на 30-40 б. п. Выпуск ЕвразХолдинг 15 вчера покупали по цене 100.5.

Еврооблигации второго эшелона пока не привлекают интерес инвесторов. В этом сегменте мы хотели бы обратить внимание на обязательства ЕвроХим 12. Во время волны продаж на развивающихся долговых рынках спрэд этого выпуска к КО США расширился с 265 б. п. почти до 500 б. п., и в настоящее время он представляет собой привлекательную возможность для покупки (см. рис.). ЕвроХим – ведущий производитель минеральных удобрений России. Недавно компания представила высокие финансовые результаты за первый квартал по МСФО: годовой рост выручки составил 17%, а валовая рентабельность увеличилась на 54% благодаря позитивной ценовой конъюнктуре, сокращению численности персонала и осуществлению программы по оптимизации потребления электроэнергии. После выплаты кредита, привлеченного ранее у акционеров, чистый долг ЕвроХима с начала года сократился на 42%; отношение чистого финансового долга к EBITDA в годовом исчислении не превышает 0.9. По нашему мнению, создание партнерства с крупным западным производителем удобрений K+S AG (долю в котором приобрел основной акционер ЕвроХима г-н Мельниченко) должно помочь компании разрабатывать Гремячинское калийное месторождение. ЕвроХим имеет рейтинг ВВ- по шкале S&P и Fitch, что несколько выше рейтингов угольной компании Распадская (Ba3/B+/B+, прогноз «позитивный»). Очевидно, здесь положение отличается от ситуации с Evraz Group; тем не менее, мы считаем облигации ЕвроХима относительно недооцененными.

Николай Подгузов

Телефон: 783 5673

Наргиз Садыхова

Телефон: 258 4356

Спрэд выпуска ЕвроХим 12 к КО США



| Страна | EMBI+ | Изменение, % | | EMBI+спрэд | Изменение за день, б.п. | |
|--------------|-------|--------------|----------|------------|-------------------------|-------|
| | | 1-День | 1-Неделя | | | |
| EMBI+ Global | 421.8 | -0.060 | 0.96 | 3.57 | 197.0 | 2.00 |
| Аргентина | 107.5 | -0.72 | 4.25 | -15.4 | 388.0 | 11.0 |
| Бразилия | 620.1 | 0.010 | 0.84 | 6.87 | 174.0 | 2.00 |
| Мексика | 364.8 | -0.37 | -0.44 | 4.46 | 107.0 | 6.00 |
| Россия | 463.9 | 0.20 | 0.13 | 3.25 | 119.0 | -3.00 |
| RUBI CORP | 194.4 | 0.12 | 0.74 | 2.10 | 276.0 | -1.00 |
| ЮАР | 148.6 | -0.100 | -0.11 | 4.18 | 120.0 | 1.00 |
| Турция | 273.8 | 0.080 | 0.69 | 5.87 | 213.0 | -1.00 |
| Украина | 229.0 | 0.070 | 0.83 | 4.91 | 181.0 | 0.00 |

Стратегия валютного рынка

Повышение министра финансов А. Кудрина до поста вице-премьера при сохранении за ним должности министра финансов ясно свидетельствует о том, что консервативная налогово-бюджетная политика, а также создание благоприятных условий для рынка останутся приоритетными направлениями финансовой деятельности нового правительства. Кроме того, это придает дополнительный вес «опциону пут Кудрина», о котором мы писали вчера.

Период налоговых выплат продолжается, и ставки денежного рынка остаются повышенными на уровне около 6%, хотя межбанковская ставка однодневного РЕПО под залог ОФЗ снизилась на 80 б. п. до 5.8%. Аукционы РЕПО Банка России пользовались спросом, хотя и не чрезмерным – объем составил около 48 млрд руб.; по нашим прогнозам, такая ситуация повторится и сегодня. Вероятно, рубль сегодня незначительно потеряет в цене по отношению к доллару в связи с ослаблением евро, тем не менее, мы ожидаем, что курс российской валюты будет держаться около 25 рублей за доллар до конца года.

Алексей Моисеев
Телефон: 258 7946
Наргиз Садыгова
Телефон: 258 4356

Ситроникс реализует рублевые облигации объемом 3 млрд руб. – первое крупное размещение с середины июля

Компания Ситроникс (ВЗ/В- Fitch) проведет сегодня размещение выпуска рублевых облигаций объемом 3 млрд руб. с офертой через полтора года. Ориентир организаторов по доходности к оферте установлен на уровне 9.6-10.2% (или на 330-390 б. п. выше рублевых свопов). Аукцион станет первой попыткой разместить крупный объем облигаций на российском рынке с середины июля и будет индикативным событием для оценки текущих настроений и интереса к первичным размещениям со стороны различных категорий инвесторов. Отметим, что корпоративным заемщикам предстоит рефинансировать облигации, срок погашения или оферты по которым наступает до конца 2007 г., на общую сумму 200 млрд руб., и вопрос о возможностях рефинансирования в текущих рыночных условиях различных компаний весьма актуален.

В конце июня компания Ситроникс осуществила досрочный выкуп еврооблигаций объемом USD200 млн (заплатив на 2.5 п. п. выше рыночной цены) – около половины суммы было профинансировано за счет краткосрочных займов. Начало презентации нового выпуска рублевых облигаций, целью которого является рефинансирование краткосрочных обязательств, совпало с публикацией довольно слабой финансовой отчетности за первое полугодие 2007 г. по американским стандартам учета. Выручка компании снизилась на 10% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года (USD638 млн в первой половине 2007 г.), кроме того, показатель OIBDA оказался отрицательным (-USD40 млн). Ожидаемый показатель выручки по итогам года был пересмотрен в сторону понижения на USD1.6-1.7 млрд., а показатель OIBDA, как ожидается, достигнет «точки безубыточности». Совокупный долг снизился на USD140 млн благодаря поступлениям от IPO в феврале и составляет USD422 млн. Руководство объяснило слабые показатели «трудной рыночной ситуацией в сегменте телекоммуникаций» из-за «переноса сроков начала некоторых ключевых проектов на 2008 г.» (в частности, имеется в виду поставка оборудования для предоставления услуг связи 3G для МТС). Слабые операционные показатели за первое полугодие, скорее всего, являются причиной выкупа долговых инструментов по довольно высокой цене – скорее всего, компания пыталась избежать нарушения ограничительных условий по выпуску еврооблигаций (соотношение OIBDA/Долг не должно превышать 4.0).

Ситроникс, операционная дочерняя компания крупнейшего российского диверсифицированного холдинга АФК Система (ВЗ/В+/ВВ-), пытается рефинансировать краткосрочный долг в достаточно сложных рыночных условиях. В то же время, Ситроникс, несомненно, может рассчитывать на поддержку со стороны материнской компании, и этот фактор является основным при определении кредитоспособности рейтинговыми агентствами и инвесторами. Согласно условиям соглашения о выпуске еврооблигаций АФК Система, Ситроникс считается основной дочерней компанией (его выручка и активы составляют более 5% консолидированных показателей холдинга), и обязательства по его займам связаны с долгом АФК Система посредством статьи о перекрестной ответственности за выполнение долговых обязательств. Тем не менее, мы хотели бы отметить, что в отличие от погашенного выпуска еврооблигаций соглашение о выпуске рублевых обязательств компании Ситроникс не включает опциона на погашение при переходе контроля или каких-либо финансовых ограничений. Длинный выпуск Система 11 торгуется с премией к среднерыночным свопам на уровне 320 б. п., следовательно, цена нового выпуска облигаций Ситроникса, вероятно, имеет некоторую премию. Сопоставимые выпуски рублевых облигаций телекоммуникационных компаний (ЮТК, ЦентрТелеком) торгуются с доходностью около 9.5% к оферте через 1.5-2.0 года при несколько более высоких кредитных рейтингах.

Алексей Булгаков
Телефон: 725 52 29

Компания CEZ планирует приобрести ТГК-4

Как сообщило вчера агентство Прайм-ТАСС, топ-менеджер чешской CEZ г-н Шмальз заявил о намерении компании принять участие в конкурсе на получение контроля над ТГК-4. По информации РАО ЕЭС, которому в настоящее время принадлежит 47% акций ТГК-4, в ноябре-декабре текущего года генерирующая компания планирует провести доэмиссию 518.81 млрд акций. Чешская энергетическая компания активно сотрудничает с ТГК-4 в рамках подписанного недавно соглашения о создании СП по строительству энергоблока на электростанции ТГК-4.

CEZ играет важную роль на европейском рынке, а активы компании (с совокупной установленной мощностью 14 400 МВт) включают не только генерирующие активы в Чехии, но и электростанции и распределительные сетевые предприятия в Польше, Болгарии и Румынии. Мы считаем, что возможный переход контроля над генерирующей компанией к CEZ, имеющей кредитный рейтинг на уровне A2, положительно скажется на долговых инструментах ТГК-4.

Дерек Уивинг

Телефон: +44 795 822-9167

Вадим Борохов

Владимир Скляр

Наргиз Садыхова

Телефон: 258 4356

X5 Retail Group: отчетность за первое полугодие и комментарии о возможной покупке Карусели

X5 Retail Group (рейтинги B1, прогноз «позитивный»/BB-, прогноз «стабильный») опубликовала в понедельник полную отчетность за первую половину 2007 г. Основные показатели, такие как выручка и EBITDA, были озвучены неделей ранее, поэтому наибольший интерес в данный момент представляют данные об уровне долга и денежных потоках и комментарии о планах компании. Выручка и скорректированная EBITDA выросли на 160% по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года и составили соответственно USD2.34 млрд и USD212 млн, а свободный денежный поток до выплаты процентов и налогов достиг USD233 млн. После уплаты налогов и процентов, изменений в оборотном капитале и капиталовложений свободный денежный поток оказался отрицательным (-USD186 млн). Чистый долг X5 Retail Group увеличился примерно на USD0.2 млрд, а совокупный долг составил USD1.47 млрд, и, таким образом, соотношение совокупный долг/EBITDA за шесть месяцев 2007 г. снизилось до 3.3 против 4.0 на конец прошлого года. По оценкам компании, в 2008 г. этот показатель не должен выйти за рамки указанного диапазона.

Комментарии руководства X5 Retail Group о планах корпоративного развития содержали некоторые интересные, но взаимоисключающие сведения. Было сообщено, что компания по-прежнему намерена купить розничную сеть Карусель, что станет «стратегически важным приобретением для компании», и готовится к проведению due diligence (это соответствует ожиданиям участников рынка). Тем не менее, представители компании отметили, что не планируют проводить доэмиссию акций на открытом рынке в 2007 г. (ранее предполагалось, что X5 Retail Group привлечет USD1 млрд на рынке акций для финансирования покупки Карусели; опцион на покупку Карусели должен быть исполнен в середине 2008 г.). В ходе телеконференции, проведенной X5 Retail Group 24 сентября, финансового директора В. Подольского попросили прокомментировать слухи об отмене вторичного размещения акций в 2007 г. в связи с покупкой самой компании X5 Retail Group. Г-н Подольский не подтвердил, но и не опроверг эту информацию.

Мы считаем, что озвученные цифры и новости в целом нейтральны для кредитного качества X5 Retail Group. Естественно, при существующей рыночной конъюнктуре компания не может точно оценить, какие возможности рефинансирования будут доступны для нее следующей весной, и стремится сохранить гибкость при выборе источников финансирования. У нас не возникает сомнения в возможности компании пролонгировать краткосрочные ссуды, срок погашения которых наступает в последнем квартале этого года. Для сети Карусель новости положительны – X5 Retail Group подтвердила, что очень заинтересована в данном приобретении и рассматривает различные варианты финансирования сделки (мы считаем, что для покупки потребуются USD600-900 млн наличных средств). Рублевые облигации Карусели торгуются на 250 б. п. шире несколько более длинного выпуска X5 Retail Group, и мы позитивно оцениваем котировки и кредитные характеристики Карусели.

Алексей Булгаков

Телефон: 725 52 29

ОГК-2 установила границы цен доэмиссии акций в пределах USD465-570 за киловатт мощности

Как сообщило вчера агентство Прайм-ТАСС, ОГК-2 установила ориентировочные границы доэмиссии и размещения акций на площадке LSE в диапазоне USD14.75-18.00 (1 ГДР=100 акций). Кроме того, ОГК-2 планирует разместить выпуск пятилетних еврооблигаций в объеме до USD350 млн с шестимесячной ставкой купона на уровне 3%, с возможностью конвертации в ГДР генерирующей компании через три года с премией к цене размещения ГДР в 30-35%.

Газпром, формально получивший контроль над ОГК-2 в результате обмена активами между миноритарными акционерами РАО ЕЭС и государством, уже объявил, что намерен принять участие в предстоящей доэмиссии, чтобы сохранить контрольный пакет. Если бы Газпром не принял решение участвовать в доэмиссии, его доля в ОГК-2 была бы размыта до 43%.

Дерек Уивинг

Телефон: +44 795 822-9167

Вадим Борохов

Владимир Скляр

Наргиз Садыхова

Телефон: 258 4356

ЗАО «Ренессанс Капитал», 125009, Москва, Вознесенский пер. 22

© 2007 ЗАО «Ренессанс Капитал» (далее «РК»). Все права защищены. Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением о продаже или попыткой со стороны РК купить или продать какие-либо ценные бумаги, на которые в публикации может содержаться ссылка, или предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Такие предложения могут быть сделаны исключительно в соответствии с применимым законодательством. Прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за операции с ценными бумагами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. РК и его аффилированные лица, директора, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, имеют право покупать и продавать упоминающиеся в материале ценные бумаги и производные инструменты от них. На ценные бумаги номинированные в иностранной валюте могут оказывать влияние обменные курсы валют, изменение которых может вызвать снижение стоимости инвестиций в эти активы. Инвестирование в российские ценные бумаги несет значительный риск и инвесторы должны проводить собственное исследование надежности эмитентов.

ЗАО «Ренессанс Капитал» обладает следующими лицензиями профессионального участника рынка ценных бумаг Российской Федерации:

брокерская деятельность - лицензия от 12.07.2001 г. №177-05370-100000

дилерская деятельность - лицензия от 12.07.2001 г. №177-05386-010000

депозитарная деятельность - лицензия от 11.07.2001 г. №177-05399-000100

Раскрытие информации

Подтверждение аналитиков и отказ от ответственности

Настоящий отчет подготовлен аналитиком (ами), чье имя (чьи имена) указано (ы) на титульном листе настоящего отчета с целью предоставления справочной информации о компании или компаниях (собираетельно «Компания») и ценных бумаг, являющихся предметами настоящего отчета. Каждый аналитик подтверждает, что все позиции, изложенные в настоящем отчете в отношении какой-либо ценной бумаги или эмитента, точно отражают личные взгляды этого аналитика касательно любого анализируемого эмитента/ценной бумаги.

Любые рекомендации или мнения, представленные в настоящем отчете, являются суждением на момент публикации настоящего отчета. Настоящий отчет был подготовлен независимо от Компании, и любые рекомендации и мнения, представленные в настоящем отчете, отражают исключительно точку зрения аналитика. При всей осторожности, соблюдаемой для обеспечения точности изложенных фактов, справедливости и корректности представленных рекомендаций и мнений, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не устанавливали подлинность содержания настоящего отчета и, соответственно, ни один из аналитиков, Компания, ее директора и сотрудники не несут какой-либо ответственности за содержание настоящего отчета, в связи с чем информация, представленная в настоящем отчете, не может считаться точной, справедливой и полной.

Ни одно лицо не несет какой-либо ответственности за какие-либо потери, возникшие в результате какого-либо использования настоящего отчета или его содержания, либо возникшие в какой-либо связи с настоящим отчетом. Каждый аналитик и/или связанные с ними лица мог предпринять действия в соответствии либо использовать информацию, содержащуюся в настоящем отчете, а также результаты аналитической работы, на основании которых составлен настоящий отчет, до его публикации. Информация, представленная в настоящем документе, не может служить основанием для принятия инвестиционных решений любым его получателем или иным лицом в отношении ценных бумаг Компании. Настоящий отчет не является оценкой стоимости бизнеса Компании, ее активов либо ценных бумаг для целей, предусмотренных законодательством Российской Федерации и иных стран СНГ в сфере деятельности по оценке стоимости.

Каждый аналитик подтверждает, что никакая часть полученного вознаграждения не была, не является и не будет связана прямо или косвенно с определенной рекомендацией (ями) или мнением (ями), представленными в данном отчете. Вознаграждение аналитикам определяется в зависимости от деятельности и услуг, направленных на обеспечение выгоды инвесторам, являющимся клиентами Renaissance Securities (Cyprus) Limited, RenCap Securities, Inc., Renaissance Capital Limited, а также дочерних компаний («Фирма»). Как и все сотрудники Фирмы, аналитики получают вознаграждение в зависимости от рентабельности деятельности Фирмы, которая включает выручку от ведения прочих видов деятельности подразделениями Фирмы.

Каждый аналитик, аффилированные компании либо иные лица являются или могут являться членами группы андеррайтеров в отношении предлагаемых к продаже ценных бумаг Компании. Каждый аналитик имеет право в будущем участвовать в публичном выпуске ценных бумаг Компании.