

Рублевые корпоративные облигации

19 января 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Минфин и ЦБ не дадут ставкам падать » *стр. 3*
- X5 Retail Group: сильный рост Like-for-like » *стр. 4*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.2953	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.5389	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 52.39	+ 2.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.80%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	104	+ 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	458.4	- 17.9
Остатки на д/с, млрд руб.	283.6	+ 4.7
Сальдо операций с ЦБ	- 34.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

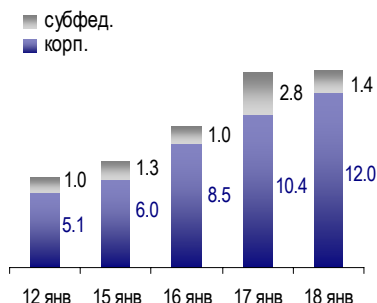
СКОРО

- ТГК-1 планирует дебютный выпуск объемом 4 млрд руб.

ВЧЕРА

- ЦБ разместил ОБР-3 на 25.80 млрд руб. из 40 млрд руб. под 5.05% годовых к выкупу 15 июня 2007 года

Объем торгов на ММВБ

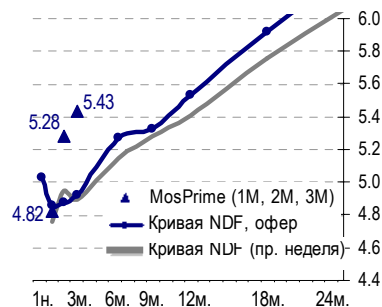


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

22 янв	Уплата НДС
24 янв	Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.7 лет)
25 янв	Уплата акцизов, НДС
29 янв	Уплата налога на прибыль
31 янв	Перечисление платежей за пользование недрами в 4 кв. 2006 г.
7 фев	Уплата ФОР
15 фев	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	100.10	+ 15	5.8	7.88%
Газпром-4	104.15	+ 5	2.7	6.81%
АИЖК-8	99.95	+ 3	5.0	*7.86%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОЭСК-1	100.70	+ 15	3.8	8.02%
РусСтандарт-4	99.80	+ 15	1.1	8.60%
Копейка-1	100.30	+ 10	1.3	9.49%

Лидеры падения

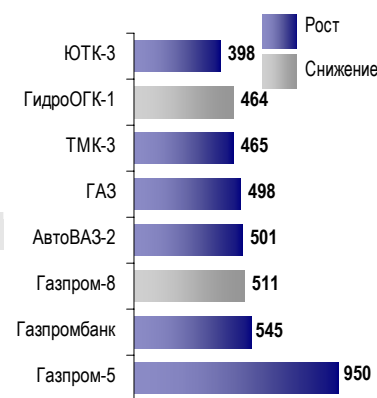
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	100.95	- 10	4.2	*7.56%
РЖД-5	100.00	- 10	1.9	6.78%
ФСК-3	100.25	- 10	1.8	7.07%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.00	- 20	2.5	8.13%
НКНХ-4	104.15	- 15	2.0	*8.04%
УРСИ-4	101.92	- 11	0.8	7.54%

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	100.57	-	6.97	0.19	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.37	100.40	7.72	1.03	182	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.75	7.96	1.33	197	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.14	102.20	8.02	1.35	203	200	↔
ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.15	102.65	7.39	3.82	106	120	↑
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	100.25	100.25	8.40	1.01	251	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.50	9.22	2.17	308	340	↑
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.60	-	8.98	1.36	299	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.60	100.30	8.05	3.86	172	180	↑
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.35-99.50	8.69	1.53	266	290-300	↑
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.45	99.80-100.25	8.92	2.33	276	240-260	↓
Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.15	100.50-100.60	7.61	2.40	144	125-130	↓
АИЖК-7,8: наиболее недооцененные длинные выпуски I эшелона. Долгосрочный ориентир по спреду: 120-130 б.п. к ОФЗ									
АИЖК-7	15/01	Покупать	100.10	-	7.88	5.83	141	120-130	↓
АИЖК-8	15/01	Покупать	99.92	-	7.86	5.03	145	120-130	↓
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.60	99.80	9.20	1.57	316	370	↑

Минфин и ЦБ не дадут ставкам падать

- Вчерашние новости: размещение ОБР и отчет об исполнении бюджета**
- Вчерашний день принес 2 новости, которые подтверждают наше предположение о том, что в ближайшее время ставки на рынке рублевого долга снижаться не будут. Во-первых, ЦБ разместил ОБР на сумму 25.8 млрд руб., продемонстрировав готовность активно стерилизовать денежную массу за счет заимствований. Во-вторых, опубликованные Минфином данные по оценке исполнения федерального бюджета показали, что «навес» неисполненных бюджетных расходов отнюдь не так высок, что, соответственно, уменьшает вероятность притока значительных объемов бюджетных средств в банковскую систему.
- На размещении ОБР ЦБ дал небольшую премию...**
- Вчерашнее размещение ОБР показало, что ЦБ, судя по всему, планирует активно изымать ликвидность из банковской системы за счет размещения коротких бумаг. По сравнению с аукционом предыдущей недели была предложена относительно небольшая премия по доходности (2 б.п.). Мы предполагаем, что в ближайшее время ЦБ сохранит вектор денежной политики, направленный на уменьшение рублевой ликвидности. Такая ситуация будет давить на короткие ставки денежного рынка, и не позволит им падать до уровней в 1%, которые наблюдались в прошлом году.
- ... в ближайшее время политика стерилизации должна продолжиться**
- Мы еще раз акцентируем внимание на том, что снижение ориентира по инфляции в 2007 г. до 8%, по нашему мнению, заставит денежные власти активнее прибегать к госзаимствованиям как средству стерилизации денежной массы. В то же время укрепление рубля, судя по всему, отойдет на второй план, или даже вовсе исчезнет из арсенала антиинфляционных мер ЦБ. В связи с падением мировых цен на нефть фактор притока избыточной валютной выручки утратил свою актуальность. Подтверждением этого предположения может служить тот факт, что за первую рабочую неделю января золотовалютные резервы РФ впервые за последнее время снизились на \$2.2 млрд.
- «Бюджетный навес» ликвидности оказался ниже ожиданий**
- Опубликованный вчера отчет об исполнении бюджета за 2006 г. также не дает оснований надеяться на существенный рост рублевого предложения: по итогам декабря основная часть неиспользованных лимитов бюджетных расходов уже была использована. По состоянию на конец года размер неиспользованных остатков составил всего 170 млрд руб., причем около 70 млрд руб. из этой суммы уже были профинансированы, т.е. поступили на счета бюджетополучателей.
- Всплеска ликвидности из-за резкого роста бюджетных расходов, видимо, не будет**
- Мы также обращаем внимание на тот факт, что порядка 70 млрд руб. из неиспользованных бюджетных остатков приходится на расходы МЭРТ. Судя по всему, основная часть этой суммы – это неизрасходованные в прошлом году средства инвестиционного фонда РФ. В связи со сложностью процедур получения средств из инвестфонда мы предполагаем, что эти средства будут расходоваться достаточно медленно, т.е. они не приведут к одномоментному всплеску ликвидности банковской системы.
- Вопрос бюджетной дисциплины будет актуальным в 2007 году**
- В целом из отчета об исполнении бюджета можно сделать вывод о том, что значительного притока избыточных бюджетных средств в банковскую систему ждать не стоит. В свою очередь снижение цен на нефть и жесткие ориентиры по инфляции будут диктовать Правительству необходимость и в 2007 г. четко соблюдать бюджетную дисциплину.
- Доходность ОФЗ может немного вырасти (по нашим ощущениям – не более 50 б.п.)**
- Оба вчерашних события отнюдь не дают оснований предполагать существенного сжатия денежного предложения. Они скорее должны в некоторой мере остудить оптимизм и вселить в участников рынка ощущение того, что существенного снижения ставок на рынке рублевого долга ожидать пока не стоит. Мы предполагаем, что доходность ОФЗ в течение ближайших месяцев может вырасти, однако этот рост вряд ли превысит 50 б.п.

X5 Retail Group: сильный рост Like-for-like

Операционные результаты позволяют прогнозировать сильные показатели по выручке и прибыли

Вчера X5 Retail Group вслед за Магнитом опубликовала операционные результаты за 4кв2006. Они отражают высокие темпы роста продаж в существующих магазинах и активную экспансию сетей Пятерочки и Перекрестка в московском регионе. Опубликованные данные позволяют предположить, что по итогам года компании удастся показать сильные финансовые результаты, что позволит удержать долговую нагрузку в установленных рамках.

Основные операционные результаты группы X5:

- Like-for-like: +13% за 4 квартал и +11% в целом за 2006 год;
- прирост торговых площадей: +59 тыс кв. м. за 4 квартал и +126 тыс за 2006 год.

Главный момент: высокий показатель Like-for-like

Наибольший оптимизм у нас вызывает существенный рост эффективности торговых операций, который выражается в высоком значении показателя Like-for-like. Особенно мы отмечаем, что компании удалось существенно повысить Like-for-like (сопоставимые продажи) в магазинах сети Пятерочка в Петербурге (+7% в 4 квартале), где в предыдущие периоды они стагнировали.

Основной фокус: московский рынок

С точки зрения открытия новых магазинов, основным фокусом компании стал московский регион, где на сегодняшний день находится более 50% торговых площадей компании. На московский регион пришлось также около 50% новых площадей, которые обе сети приобрели в 2006 г.

В СПб открытие новых магазинов уменьшилось

Петербургский рынок в настоящий момент в большей степени насыщен торговыми площадями современных форматов. В связи с этим X5 снизила активность по открытию магазинов Пятерочка в этом регионе. На СПб регион пришлось всего 23% от общего прироста торговых площадей за 2006 г. Такая политика представляется оправданной с точки зрения эффективности торговых операций.

В целом результаты позитивны, но на цены облигаций они не повлияют

В целом мы позитивно оцениваем операционные результаты X5 за 2006 г., однако считаем, что они ни коим образом не повлияют на динамику цен облигаций. Основным моментом в оценке кредитного качества компании на сегодняшний день является уровень долговой нагрузки. Мы предполагаем, что в ближайшее время из-за активной экспансии долговая нагрузка будет находиться на достаточно высоком уровне (около 3х Долг/ЕБИТДА), однако этот фактор, на наш взгляд, компенсируется динамичным развитием компании. Дополнительным элементом комфорта для кредиторов, по нашему мнению, является наличие сильного акционера в лице Альфа-Групп.

Ждем отчетности за год и решений рейтинговых агентств

В настоящий момент спрэды облигаций Пятерочки (около 210 б.п.) находятся в рамках наших оценок «справедливого» уровня и пока мы не видим причин для их существенных изменений. Принципиальное влияние на оценку кредитного качества X5 окажет публикация консолидированной отчетности за 2006 г. От финансовых результатов компании будет зависеть и решение рейтинговых агентств в отношении кредитных рейтингов компании. Мы ожидаем, что рейтинг S&P будет сохранен на текущем уровне («BB-») и предполагаем, что рейтинг Moody's может быть пересмотрен в сторону повышения на 1 ступень во 2ой половине 2007 года.

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