

Рублевые корпоративные облигации

7 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Русский Стандарт vs ХКФБ: разница в рейтингах сохранена » *стр. 3*
- Рублевая ликвидность и «фактор ЮКОСа» » *стр. 4*

Индикаторы

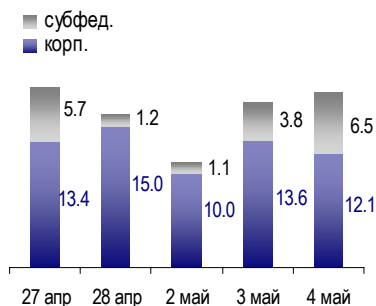
Долларов США за Евро	1.3589	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	25.7810	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.02	- 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.49%	- 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.62%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	100	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	384.9	- 67.8
Остатки на д/с, млрд руб.	752.0	+ 68.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 135.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Северо-Западный Телеком планирует пятый выпуск объемом 3 млрд руб.

Объем торгов на ММВБ

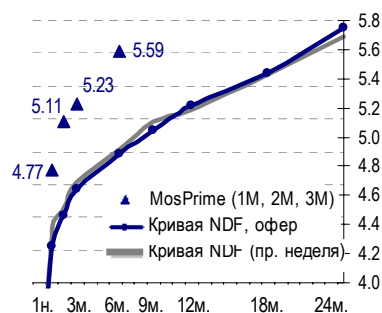


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

10 мая	Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
15 мая	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
16 мая	Размещение Русфинанс Банк-3 (4 млрд руб., 2 года) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (15 млрд руб., дюрация 7.9 лет)
21 мая	Уплата НДС
25 мая	Уплата акцизов, НДС
28 мая	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	101.30	+ 20	5.4	7.11%
Газпром-8	100.64	+ 18	3.9	6.95%
АИЖК-7	102.25	+ 13	5.8	7.49%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Дальсвязь-2	104.20	+ 20	2.6	*7.40%
Зенит-3	100.45	+ 20	0.5	*7.70%
Петроком-2	100.80	+ 15	2.1	8.27%

Лидеры падения

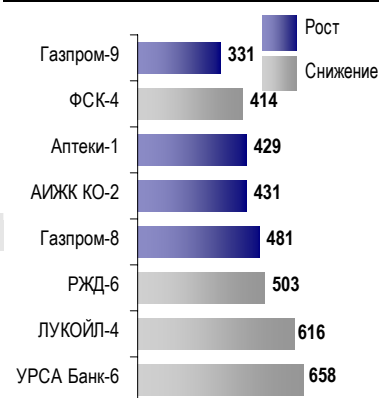
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-4	104.30	- 10	2.5	6.60%
ФСК-5	100.45	- 10	2.3	7.13%
ОГК-5	99.95	- 5	2.2	*7.66%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	100.60	- 20	5.8	8.57%
Копейка-2	99.40	- 15	1.7	*9.38%
Мечел-2	102.95	- 5	2.7	*7.45%

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	100.50	100.10	7.44	1.78	157	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.55	7.20	0.78	169	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.90	101.95	7.51	1.04	187	180	↓ 5
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.30	102.30	7.45	1.06	181	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	99.85	9.02	1.88	313	350	↑ 35
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.40	100.80	7.81	3.72	162	180	↑ 20
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.75	99.80-99.95	8.79	1.30	306	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.90	101.10	7.24	2.20	129	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.40	7.30	4.07	108	120	↑ 10
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	8.01	1.74	215	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.05	7.55	2.25	158	140	↓ 20
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.60	99.55	8.79	3.30	266	300	↑ 35
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.70	100.15-100.35	9.76	1.09	411	540-560	↑ 130-150
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.71	1.87	282	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.00	-	9.14	3.71	296	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.85	109.75	8.26	2.53	224	190	↓ 35
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.00	104.50	8.16	3.06	206	190	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.25-103.60	7.66	1.77	180	220-240	↑ 40-60
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связынвеста должна составлять 40-60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	103.10-103.40	7.65	1.44	187	210-230	↑ 25-45

Русский Стандарт vs ХКФБ: разница в рейтингах сохранена

S&P повысило рейтинги Русского стандарта и ХКФБ на одну ступень

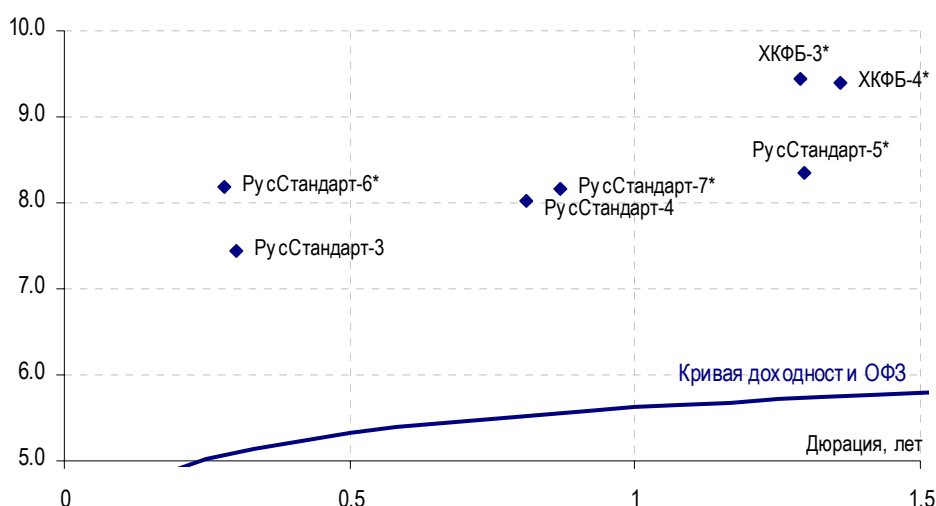
В пятницу рейтинговое агентство S&P одновременно повысило рейтинги двух принципиальных конкурентов в российском потребительском кредитовании. Рейтинг Русского Стандарта (БРС) повышен с «В+» до «ВВ-», рейтинг ХКФБ – с «В» до «В+». Сохранение между двумя банками разницы в одну ступень выглядит вполне обоснованно, однако мы обращаем внимание на принципиальные различия в обосновании кредитных решений S&P по БРС и ХКФБ.

БРС выглядит сильнее по всем кредитным характеристикам, кроме поддержки акционеров

Как мы уже неоднократно отмечали, в случае БРС базой для рейтингового решения являются позитивные результаты по МСФО за 2006 год, исключительная динамика роста при сохранении высокой рентабельности и рост достаточности капитала. Рейтинг ХКФБ в большей степени зависит от «стратегической важности» банка для материнской группы PPF, в то время как бизнес-результаты банка не столь впечатляющие. Несмотря на то, что повышение рейтингов может вызвать у инвесторов оптимизм в отношении обоих банков, мы рекомендуем учитывать различия в кредитном профиле.

- Русский Стандарт сумел в 2006 году не только сохранить, но и улучшить показатели рентабельности на фоне динамичного роста портфеля. В результате опережающего роста прибыли увеличилась и достаточность капитала, основной сдерживающий фактор с точки зрения S&P. Несмотря на существенный рост объема выпущенных облигаций, банку удается сохранять относительно устойчивую структуру баланса с долей рыночных инструментов в обязательствах на уровне 60-65%.
- Результаты ХКФБ в целом нейтральны для оценки кредитного качества. Однако слабая динамика кредитного портфеля и низкая рентабельность снижают привлекательность банка как развивающегося бизнеса. Отставание темпов роста активов ХКФБ на фоне бурного роста рынка потребительского кредитования может означать потерю рыночной доли. При слабых финансовых результатах, ключевым фактором кредитного качества ХКФБ остается поддержка со стороны материнской компании и высокая достаточность капитала.

Доходность облигаций на 4 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Доходность бумаг БРС включает премию за постоянное предложение долга

В настоящий момент БРС выглядит сильнее всех своих конкурентов, включая ХКФБ, как по бизнес-позициям, так и с точки зрения кредитного качества. «Справедливый» кредитный спред рублевых облигаций банка мы оцениваем в 250 б.п. к ОФЗ. Однако постоянное предложение долга вынуждает банк давать премию к этому уровню в 20-50 б.п. Текущие доходности бумаг БРС соответствуют этой оценке.

Спрэды облигаций ХКФБ-3 и ХКФБ-4 снизились на прошлой неделе до уровня 370 б.п. к ОФЗ в связи с повышением рейтинга. Кроме того, бумаги ХКФБ включены в котировальный лист А1, что являлось дополнительным фактором сужения спрэдов. По нашему мнению, текущие спрэды ХКФБ к ОФЗ близки к нижней границей «справедливого» уровня, который учитывает фактор поддержки группы PPF.

«Справедливый» спрэд между БРС и ХКФБ – около 110-120 б.п.

Спрэд между длинными бумагами ХКФБ и Русского Стандарта составляет около 110-120 б.п., что, по нашему мнению, адекватно отражает разницу в кредитных профилях двух банков. Повышение рейтингов S&P является безусловно позитивным событием и для ХКФБ, и для Русского стандарта. В то же время, мы считаем, что спрэд ХКФБ к Русскому Стандарту может сузиться только в том случае, если ХКФБ в 2007 году будет демонстрировать более сильную операционную динамику.

Рублевая ликвидность и «фактор ЮКОСа»

Средства от погашения долга ЮКОСа перед бюджетом могут быть направлены на расходы по целевой программе

В субботу Коммерсант сообщил о внесении Правительством проекта поправок в бюджет-2007, предусматривающих централизацию выплат по налоговой задолженности ЮКОСа. Целью проекта является консолидация средств, получаемых бюджетом в рамках конкурсного производства по ЮКОСу, для финансирования программы ремонта ветхого жилья и переселения из него граждан. По нашему мнению, перераспределение 250 млрд руб. на дополнительные расходы бюджета может оказать существенное влияние на рублевую ликвидность.

Задолженность ЮКОСа перед бюджетом превышает 400 млрд руб.

Общая сумма задолженности ЮКОСа превышает 700 млрд руб. Крупнейшими кредиторами компании является ФНС (около 412 млрд руб.) и Роснефть (около 260 млрд руб.). Процедура конкурсного производства предполагает, что по мере получения средств от продажи активов конкурсный управляющий ЮКОСа должен перечислять их кредиторам пропорционально объему требований.

В процедуре перечисления средств кредиторам есть ряд неясностей

Однако, существуют как минимум два ключевых момента, которые недостаточно четко определены нормативными документами и вносят в процедуру элемент неопределенности - сроки и очередность перечисления средств в пользу кредиторов, а также пропорции распределения полученных государством средств между федеральным и региональными бюджетами.

Поправки означают, что средства от погашения долга ЮКОСа останутся в обороте

Новый проект поправок вносит ясность в вопрос перераспределения средств от погашения налогового долга ЮКОСа. В случае принятия поправок ситуация 2005 года, когда Ханты-Мансийский округ и Тюменская область получили в свое распоряжение часть средств от продажи Юганскнефтегаза, не повторится. С другой стороны, денежные средства не будут полностью выведены из оборота, а, в соответствии с поручением Президента, постепенно спишутся на расходы по реконструкции жилого фонда. Наряду с другими мощными «разовыми» факторами (такими как, например, IPO ВТБ), эти потоки могут существенно повлиять на рублевую ликвидность и процентные ставки.

Счет ЮКОСа может серьезно влиять на рублевую ликвидность

Суммарный объем средств, вырученных к настоящему моменту за активы ЮКОСа, составляет порядка 535 млрд руб. На сегодняшний день у нас нет информации о ходе выплат кредиторам, поэтому мы предполагаем, что значительная часть средств, полученных от первых двух аукционов, остается на единственном рублевом счете конкурсного управляющего в Газпромбанке. Речь идет о сумме, соизмеримой с объемом средств, привлеченных в ходе SPO Сбербанка, причем движения по счету ЮКОСа зависят от действий конкурсного управляющего.

Срок оплаты последнего крупного лота – до 24 мая

Мы полагаем, что «фактор ЮКОСа» будет определяющим для рублевой ликвидности как минимум до 24 мая, когда истечет срок оплаты последнего крупного лота (14 дней после проведения аукциона по самарским активам) и можно будет ожидать проведения окончательных расчетов с кредиторами. По нашим оценкам, средства от продажи активов ЮКОСа в последние несколько недель формируют примерно половину остатков на корсчетах и депозитах в Банке России (в среднем 1 трлн руб.).

Рублевое предложение зависит как от порядка расчетов с кредиторами ЮКОСа...

Колебания рублевого предложения будут, вероятнее всего, неравномерными, что может привести к существенным колебаниям ставок денежного рынка. Насколько резким окажется сжатие ликвидности с текущих рекордных уровней – зависит теперь не только от действий конкурсного управляющего и крупнейших кредиторов, но и от реализации планов Правительства по перераспределению средств, полученных от погашения налоговых долгов ЮКОСа.

... так и от продаж валюты покупателями его активов

Мы также обращаем внимание на тот факт, что Роснефть финансирует приобретение активов ЮКОСа за счет кредитной линии пула иностранных банков на сумму до \$23 млрд. В случае если для частичного погашения кредита Роснефть будет откупать валюту на рынке, это может вновь вызвать резкий рост активности на валютном рынке и усилить давление на рублевую ликвидность.

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
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	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.