

Рублевые корпоративные облигации

5 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Виктория: результаты за 1 квартал – повод для покупки » *стр. 3*
- НК Альянс: комментарий по МСФО-2006 » *стр. 5*
- Инфляция ускорилась, ждем дальнейшего укрепления рубля *стр. 6*

Индикаторы

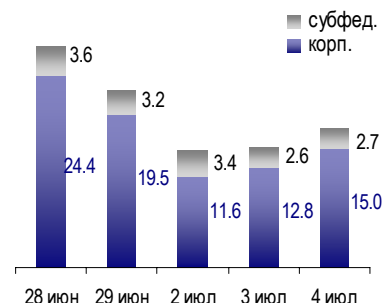
Долларов США за Евро	1.3611	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	25.6710	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 74.01	+ 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.33%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.03%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	103	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	493.5	- 13.5
Остатки на д/с, млрд руб.	862.3	+ 27.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 100.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Минфин почти полностью доразместил ОФЗ-АД 46018 (2.78 млрд руб., дюрация 8.5 лет) под 6.42% годовых

Объем торгов на ММВБ

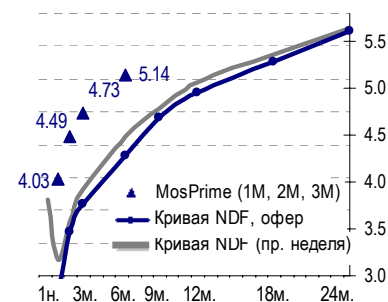


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

5 июл	Заседание ЕЦБ по ставкам Размещение дебютного выпуска ОГК-2 (5 млрд руб., 3 года) Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
6 июл	Размещение АПК ОГО-3 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
10 июл	Размещение ИКС 5 Финанс-1 (9 млрд руб., оферта через 3 года) Размещение Макромир-Финанс-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Размещение Провиант Финанс-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	103.50	+ 30	4.8	*7.09%
ГидроОГК-1	103.80	+ 25	3.4	7.12%
АИЖК-7	103.76	+ 21	5.6	7.21%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.55	+ 30	2.1	7.52%
АвтоВАЗ-3	100.18	+ 26	1.0	*7.64%
ЦентрТел-4	112.86	+ 26	1.8	7.31%

Лидеры падения

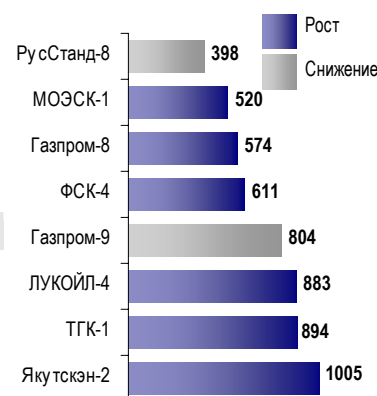
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	102.55	- 20	3.9	*7.12%
ФСК-1	101.25	- 15	0.5	6.07%
ФСК-2	104.21	- 4	2.7	6.77%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СЗТел-4	103.35	- 25	3.2	7.24%
РусСтандарт-8	100.35	- 20	1.2	*8.10%
НК Альянс-1	101.25	- 15	2.0	*8.45%

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	100.80	100.35	7.22	1.62	151	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	6.98	0.61	173	180	↔
ОМК	10/04	Держать	101.85	101.85	7.25	0.92	181	180	↔
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.10	102.15	7.33	0.94	188	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	100.10	9.00	1.79	325	350	↑ 25
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	04/06	Фиксировать прибыль	101.20	101.15	7.85	3.55	179	180	↔
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.89	1.61	219	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.25	7.52	2.17	169	140	↓ 30
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сибакadem-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.62	1.79	288	-	↑
Сибакadem-5	07/03	Фиксировать прибыль	105.00	-	8.81	3.55	274	-	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Свяэинвеста должна составлять около 60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	104.00	103.20-103.50	7.66	1.57	198	230-250	↑ 30-50
Уралэлектромедь: фактор «перераспределения» денежных потоков и отсутствие консолидированной отчетности									
УЭМ-1	04/06	Фиксировать прибыль	100.80	100.05-100.30	8.06	2.39	218	240-250	↑ 20-30
Интегра: общая переоценка кредитного профиля компании на хороших результатах за 2006 г.									
Интегра-1	19/06	Покупать	102.75	103.10-103.40	8.91	1.57	322	280-300	↓ 20-40
Интегра-2	19/06	Покупать	103.40	104.35-104.80	9.30	2.18	346	280-300	↓ 45-65

Виктория: результаты за 1 квартал – повод для покупки

Результаты за 1 кв. 2007 в целом позитивны, долговая нагрузка остается умеренной

Недавно ГК Виктория опубликовала управленческие финансовые результаты за 1 кв. 2007 г. На наш взгляд, они заслуживают в целом позитивной оценки: выручка компании растет достаточно динамично, при этом долговая нагрузка пока остается умеренной. Мы ожидаем, что в течение ближайшего времени рост долга компании несколько ускорится, что вызовет рост долговой нагрузки. Однако мы в целом оптимистично оцениваем кредитный профиль Виктории и считаем ее бумаги привлекательными для покупки по текущим ценам.

Основные финансовые результаты Виктории за 1 кв. 2007 г.:

- Выручка: 6.7 млрд руб., (+39% к 1 кв. 2006 г.);
- Валовая рентабельность: 21.5%;
- EBITDA: 347 млн руб., рентабельность EBITDA: 5.1%;
- Долг: 3.6 млрд руб., Долг/EBITDA: 2.6x.

В целом Виктория развивается весьма динамично, сохраняя при этом уровень рентабельности, который вполне сравним с другими ритейлерами сопоставимыми по масштабу. Существенное отставание по рентабельности от лидеров рынка, по нашему мнению, связано с меньшим масштабом, низкой долей собственной недвижимости и высокой долей магазинов, открытых в 2006 г., которые еще не достигли стадии зрелости.

Долг в 2007 г. должен вырасти, но долговая нагрузка останется в рамках 3.5x Долг/EBITDA

По данным руководства компании, планы по инвестициям на ближайшие годы составляют \$170-200 млн ежегодно. По нашему мнению, при текущем уровне рентабельности в 2007 г. компания способна профинансировать за счет собственных источников около 40% от суммы запланированных инвестиций, соответственно, остальная часть придется на увеличение долга. В связи с этим уровень долговой нагрузки по итогам 2007 г. может, по нашим прогнозам, составить около 3.0-3.5x Долг/EBITDA, что является относительно комфортным значением для динамично развивающегося ритейлера.

Если компания и в последующие годы будет поддерживать инвестиции на запланированном уровне, то она вполне способна удержаться в рамках собственного ориентира по долговой нагрузке в 3.5x Долг/EBITDA. Однако рост инвестиционной активности может привести к увеличению этого показателя. В любом случае, мы не считаем такую динамику фатальной, т.к. в течение ближайших лет компания, по нашему мнению, сможет привлечь не только долговые ресурсы, но и акционерный капитал.

В качестве еще одного позитивного аспекта кредитного профиля Виктории мы отмечаем упрощение операционной структуры компании. В 2006 г. все розничные операции в Калининградском регионе были переведены на одно юридическое лицо, которое выставило оферту по облигационным займам.

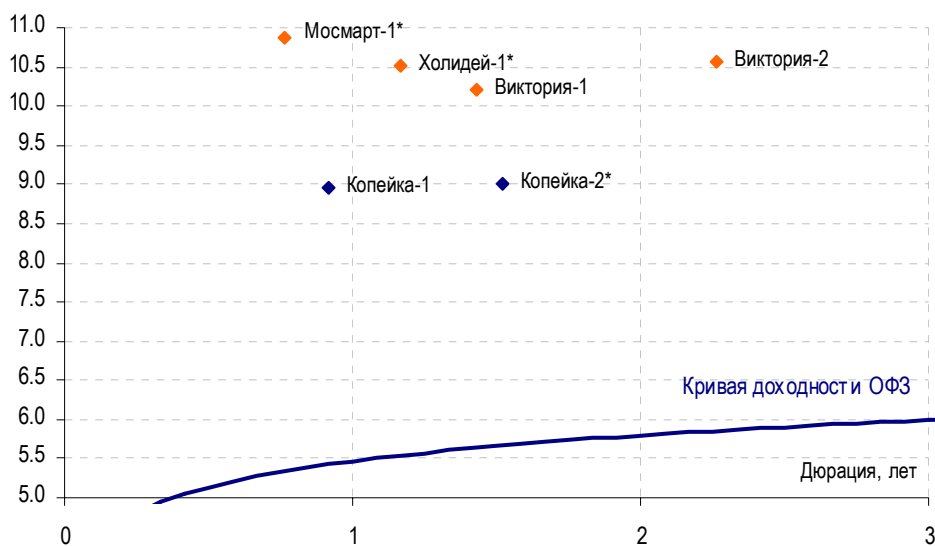
Негативным моментом с точки зрения держателей облигаций, на наш взгляд, является отсутствие держателей недвижимости в составе поручителей по долговым бумагам.

Бумаги Виктории выглядят привлекательно по текущим ценам. Ожидаем переоценки кредитного профиля по итогам публикации МСФО

В целом мы достаточно позитивно оцениваем кредитный профиль Виктории: на наш взгляд, бумаги компании выглядят существенно привлекательнее 2 сравнимых эмитентов – Копейки и Дикси. Однако мы ожидаем, что рынок переоценит отношение к бумагам компании только после того, как будет опубликована аудированная отчетность по МСФО (ожидается в ноябре 2007 г.). В настоящий момент мы рекомендуем бумаги Виктории к покупке по текущим ценам, т.к. считаем их доходность вполне адекватной премией за кредитный риск компании.

Наиболее привлекательными бумагами среди высокодоходных выпусков продуктового ритейлера мы продолжаем считать Холидей. Также, на наш взгляд, весьма интересен выпуск Мосмарта, который в последнее время существенно потерял в цене.

Доходность облигаций на 4 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НК Альянс: комментарий по МСФО-2006

Рентабельность растет, долговая нагрузка остается умеренной.

Отчетность не должна повлиять на цены облигаций Альянса

Недавно НК Альянс опубликовала аудированную отчетность по МСФО за 2006 г. В качестве основных результатов мы отмечаем рост рентабельности и сохранение умеренной долговой нагрузки. В настоящий момент компания накопила значительный объем денежных средств, которые могут быть использованы для финансирования инвестиций.

На наш взгляд, котировки облигаций НК Альянс уже вполне учитывают позитивные финансовые результаты компании. Поэтому мы не ожидаем, что публикация отчетности окажет существенное влияние на цены облигаций.

Финансовые результаты НК Альянс по МСФО, USD млн

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	1 576	130	8.2%	267	2.1x	5.2x
2006	1 677	167	10%	341	2.0x	6.1x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Основными факторами роста прибыли компании в 2006 году стали:

- увеличение выручки «переработка и транспортировка нефти» (30% от выручки) при стабильно высокой рентабельности этого бизнеса;
- рост рентабельности торговых операций (68% от выручки): валовая маржа за 2006 г. увеличилась с 7.8% до 9.8%;
- более чем двухкратный рост выручки сегмента «нефтедобыча».

Продажа украинских активов не приведет к существенному снижению прибыли

Рост долга компании в 2006 г. сопровождался накоплением значительного объема денежных средств на балансе (\$126 млн по состоянию на конец 2006 г.). В итоге чистый долг Альянса за год практически не изменился, а долговая нагрузка снизилась.

В марте 2007 г. компания подписала предварительное соглашение о продаже своих украинских активов за \$120 млн. Данная сделка не приведет к существенному снижению финансовых результатов Альянса, т.к. украинские предприятия в 2006 г. принесли компании менее 10% валовой прибыли.

НК Альянс накопила значительный объем денежных средств, которые могут быть использованы на инвестиции

Финансовая политика Альянса в настоящий момент заключается в накоплении значительного объема денежных средств, которые должны быть направлены на финансирование инвестиций. Основным направлением вложений компании должна стать реконструкция Хабаровского НПЗ – основного производственного актива. Таким образом, крупнейший инвестиционный проект Альянса в значительной мере будет финансироваться за счет собственных источников компании, что позитивно скажется на ее кредитном профиле.

Инфляция ускорилась, ждем дальнейшего укрепления рубля

Инфляция ускорилась => ЦБ, видимо, опять придется укреплять рубль

Вчера председатель Банка России объявил предварительные данные по инфляции за июнь 2007 года. Инфляция резко ускорилась и составила 1.0% по сравнению с 0.3% за июнь 2006г. Г-н Игнатьев в очередной раз подтвердил годовой прогноз по инфляции на уровне 8%, однако признал, что столь высокая инфляция в июне стала для ЦБ неожиданностью. В этой ситуации укрепление рубля к бивалютной корзине остается единственным эффективным антиинфляционным инструментом. Поэтому мы сохраняем позитивный прогноз по рынку рублевого долга на средне- и долгосрочную перспективу.

Напомним, что 26 июня Банк России уже укрепил курс рубля к бивалютной корзине примерно на 0.5% посредством временного снятия своих котировок на покупку валюты. Эффект от «превентивного» укрепления рубля проявится со значительным лагом, который может составить, по словам г-на Игнатьева, около полугода. Таким образом, активное применение курсовой политики ЦБ для борьбы с инфляцией не гарантирует быстрого результата. Инфляция за 1-е полугодие составила 5.7% (6.2% в 1пол2006), а годовой рост потребительских цен достиг в июне 8.5%, что ставит под угрозу 8%-й целевой ориентир ЦБ.

По нашему мнению, основной фактор роста инфляционного давления – масштабный приток капитала в России, который оценивается в \$67 млрд за 1-е пол 2007. По мнению г-на Игнатьева, чистый приток капитала резко сократится во втором полугодии и по итогам года составит около \$70 млрд. Даже если этот прогноз оправдается, рост денежной массы в результате размещений акций госбанков и аукционов по ЮКОСу будет, по нашему мнению, препятствовать снижению инфляции до конца текущего года. В связи с этим мы считаем, что период разовых укреплений рубля пока не завершен.

Текущая ситуация остается благоприятной для цен рублевого долга

Мы по-прежнему считаем, что внутренняя макроэкономическая конъюнктура в средне- и долгосрочной перспективе «перевешивает» текущую волатильность глобальных рынков. В целом, сложившаяся ситуация благоприятна для рынка рублевых облигаций. Доходности рублевых бумаг, по нашему мнению, сохранят положительную премию к «синтетической» ставке по бивалютной корзине.

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
-----------------	----------------------	-------------------

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.