

Рублевые корпоративные облигации

15 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Глобальная переоценка рисков: причины и последствия » *стр. 2*
- НПО Сатурн: в холдинг вместе с долгом » *стр. 5*

Индикаторы

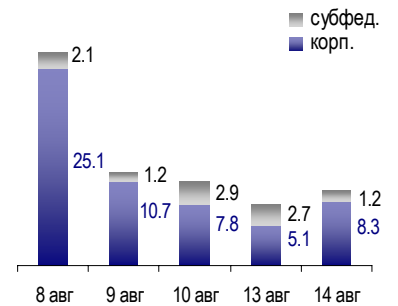
Долларов США за Евро	1.3532	- 0.6 %
Рублей за доллар США	25.5411	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 70.17	+ 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.31%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.05%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	130	+ 7 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	424.1	- 16.0
Остатки на д/с, млрд руб.	505.2	- 8.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 18.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск ТрансТехСервис-1 (1 млрд руб) размещен под 10.66% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

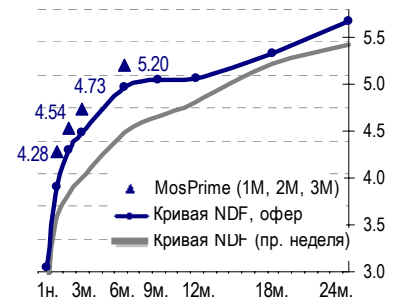


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

15 авг	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (20 млрд руб., дюрация 7.4 лет) Авансовая уплата ECH, страховых взносов
16 авг	Размещение Банана-Мама-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
17 авг	Размещение Трансфин-М-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Размещение ОБР-2 (20 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)
20 авг	Уплата НДС
27 авг	Уплата акцизов, НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-5	100.43	+ 11	2.0	*7.40%
Газпром-8	101.80	+ 10	3.6	6.61%
РЖД-7	104.35	+ 10	4.4	6.66%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РусСтандарт-4	100.00	+ 25	0.5	8.40%
Копейка-1	100.52	+ 17	0.8	9.04%
КамАЗ-2	100.64	+ 12	1.0	*7.97%

Лидеры падения

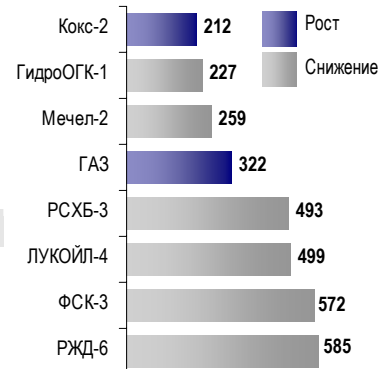
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-3	100.65	- 35	1.3	6.68%
ЛУКОЙЛ-3	101.30	- 35	3.7	6.86%
Газпром-9	102.56	- 29	5.1	6.85%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Сибкадем-5	105.49	- 41	3.4	8.64%
Мечел-2	103.60	- 15	2.6	*7.10%
Ленэнерго-3	100.12	- 13	3.9	8.14%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Глобальная переоценка рисков: причины и последствия

Внешний негатив оказывает давление на рублевый рынок

В последние недели основным фактором, определяющим действия инвесторов на российском рынке облигаций, является внешняя конъюнктура. На фоне относительно низкой торговой активности ощущается напряжение, вызванное желанием ряда инвесторов ликвидировать позиции по бумагам с длинной дюрацией. Объемы продаж невелики: инвесторы не готовы распродавать бумаги по низким ценам, пока существует надежда на позитивное развитие событий на внешних рынках.

Чтобы представить возможные сценарии развития событий на рублевом рынке, важно учесть ряд разнонаправленных факторов, оказывающих влияние на его ликвидность, ценообразование и общее настроение инвесторов. В качестве ключевых мы выделяем следующие два фактора:

- конъюнктура глобальных кредитных рынков;
- антиинфляционная политика Банка России.

Действия инвесторов часто являются эмоциональной реакцией на «плохие новости»

Мы полагаем, что ситуацию на российском рынке облигаций в ближайшие несколько месяцев будут во многом определять спекулятивные ожидания крупных инвесторов. При этом рынки могут сталкиваться с излишне эмоциональной реакцией на негативные новости, связанные, например, с американским рынком ипотечных закладных.

«Кредитный кризис» на развитых рынках

Основные причины:

1) Резкий рост просроченных платежей по ипотечным кредитам категории *subprime* привел к убыткам фондов, активно инвестировавших в эти инструменты, в т.ч. за счет заемных средств. На фоне отсутствия достоверной информации о возможных последствиях для финансового сектора и общих опасений по поводу охлаждения экономики США, рынок начал переоценку стоимости риска по всем инструментам.

2) Серия сделок по выкупу корпораций за счет заемных средств (LBO) сформировала огромное предложение кредитного риска, причем значительная часть покупателей этого риска (в т.ч. крупные хедж-фонды) также использовали финансовый рычаг.

Масштаб проблемы:

Глобальная переоценка кредитных спредов – это прежде всего результат ухода с кредитного рынка части крупных игроков, наиболее активно использовавших заемные средства и поэтому наиболее чувствительных к *margin calls*. Именно эти компании и фонды создавали значительную часть спроса на наиболее рискованные активы, включая *subprime*-закладные, деривативы, участия в бридж-финансировании сделок LBO и т.п. Предложение такого рода инструментов осталось на исторически высоком уровне, а спрос существенно снизился, поэтому переоценка стоимости риска была неизбежна.

Мы подчеркиваем, что «кредитный кризис» на развитых рынках обусловлен скорее сужением базы инвесторов с рекордных уровней, чем непредвиденным ростом дефолтов. Даже по ипотечным закладным *subprime* уровень реальных дефолтов пока не превышает 5%, хотя растущий объем просроченных платежей указывает на возможный рост потерь.

Возможное развитие событий:

Главный вопрос в настоящее время: следует ли ожидать дальнейшего ухудшения ситуации? Мы полагаем, что потенциал для негативного развития событий остается. Ключевые риски связаны с хедж-фондами и банками, которые использовали *leverage* для финансирования позиций в низколиквидных инструментах. Худший сценарий для них выглядит так:

- падение цен на отдельные рискованные инструменты и общая нервозность на рынке заставляют инвесторов отзываться свои средства из фондов;
- для исполнения обязательств фонды вынуждены продавать активы, что приводит к дальнейшему падению их рыночной стоимости;

Инвесторы, использовавшие заемные средства, пострадали первыми...

... но проблемы фондов могут вызвать цепную реакцию

- поскольку хедж-фонды также привлекают под свои активы финансирование (часто многократным кредитным плечом), падение цен вызывает срабатывание margin calls;
- спираль раскручивается, вовлекая все большее количество фондов, инвестирующих в определенные классы инструментов;
- резкое снижение стоимости активов приводит к проблемам у кредитующих банков.

Особенность ситуации – сжатие ликвидности

Важно отметить, что при таком развитии событий фонды избавляются не только от активов, которые стали первоначальным триггером (в данном случае, subprime-закладные), но и от любых других, которые еще можно реализовать по приемлемым ценам на стремительно теряющем ликвидность рынке.

Пока неясно, насколько эффективные меры центробанков по поддержанию ликвидности

Дополнительным фактором риска является отсутствие достоверной информации о размере потенциальных потерь каждого из крупных участников рынка, что создает предпосылки для своеобразного «кризиса доверия». В результате растут процентные ставки межбанковского рынка, а действия центральных банков по поддержанию ликвидности могут лишь сгладить «скачки» процентных ставок. Опыт показывает, что для возвращения денежных рынков в норму необходим длительный период восстановления; любая негативная информация воспринимается инвесторами крайне болезненно.

Реакция рынка: flight to quality

На этом этапе банки и прочие классы инвесторов действуют исходя из негативных ожиданий, т.е. стремятся зафиксировать прибыль по тем классам активов, которые по тем или иным критериям относятся к «высокорискованным». Это относится и к облигациям развивающихся рынков, часто независимо от того, насколько позитивно выглядят фундаментальные экономические показатели отдельных стран.

Продажи затронули и российский рынок...

Как повлияет на российский рынок:

Поскольку рублевый рынок облигаций воспринимается иностранными инвесторами как один из наиболее сильных, продажи затронут в первую очередь наиболее ликвидные бумаги с длинной дюрацией. Мы полагаем, что давление продавцов будет ощущаться в первом эшелоне продолжительное время, даже если ситуация на внешних рынках со временем нормализуется.

...прежде всего, с точки зрения стоимости риска

Мы считаем, что наиболее важным последствием глобального «кредитного кризиса» для рублевого рынка будет переоценка стоимости кредитного риска и, соответственно, стоимости фондирования для инвесторов. На наш взгляд, тенденция к постепенному повышению процентных ставок сохранится в среднесрочной перспективе – прежде всего как следствие глобальной переоценки рисков, и во-вторых, как результат антиинфляционных мер ЦБ.

Антиинфляционная политика Банка России

Основные инструменты:

Мы неоднократно отмечали, что в сложившейся макроэкономической ситуации ЦБ и Минфин располагают весьма ограниченным арсеналом антиинфляционных мер, включающим:

- укрепление рубля, в т.ч. через изменение структуры валютной корзины;
- повышение ставок по инструментам Банка России (депозитам и ОБР), а также по новым выпускам ОФЗ;
- увеличение норматива обязательного резервирования (ФОР);
- внесение законодательных ограничений на приток спекулятивного капитала.

Последние два способа способны нанести ущерб банковской системе и, судя по всему, ЦБ рассматривает их в качестве крайних, «грубых» мер воздействия на денежную массу. Таким образом, Банк России вынужден комбинировать два механизма - укрепление рубля и управление процентными ставками. Эффективность этих мер пока не совсем очевидна, поскольку последние данные по инфляции ставят под сомнение выполнимость официального целевого уровня 8%.

<i>Выполнение цели по инфляции в России по-прежнему под вопросом</i>	<u><i>Масштаб проблемы:</i></u> <p>По предварительным данным, за 1-ю неделю августа инфляция составила 0.2%. Вероятно, по итогам месяца инфляция будет ниже, чем в июле (0.9%), однако она остается положительной. Рост цен с начала года может достигнуть 7% уже в начале осени. Чтобы удержать инфляцию на уровне близком к 8%-му ориентиру, Банку России неизбежно придется использовать оба доступных антиинфляционных инструмента.</p>
<i>Банк России повышает процентные ставки по депозитам</i>	<u><i>Развитие событий:</i></u> <p>13 августа Банк России объявил о повышении процентных ставок по депозитам коммерческих банков в ЦБ на 0.25%. Зампред ЦБ г-н Улюкаев заявил, что данная мера направлена на связывание избыточной ликвидности. По нашему мнению, повышение краткосрочных ставок может привести лишь к временному снижению ликвидности. В среднесрочной перспективе ЦБ придется снова использовать наиболее эффективный антиинфляционный инструмент – укрепление рубля.</p>
<i>Негативный внешний фон дает возможность избежать притока спекулятивного капитала</i>	<p>ЦБ сделал последний шаг ревальвации рубля на прошлой неделе, временно сняв котировки на покупку валюты. По словам г-на Улюкаева, дальнейшее повышение курса рубля к бивалютной корзине до конца 2007 года «маловероятно». Мы полагаем, что ЦБ пытается усилить эффект от повышения процентных ставок, который в предыдущие годы проявлялся довольно слабо. Вероятно, на этот раз Банк России рассчитывает на негативную внешнюю конъюнктуру: в ситуации <i>flight to quality</i> повышение ставок не должно привлечь дополнительный спекулятивный капитал.</p> <p>Мы полагаем, что основным ограничителем для рублевых ставок является т.н. «ставка по бивалютной корзине» - комбинация базовых ставок в евро и долларах США в соответствии с весами валют в валютной корзине ЦБ. Однако последние события на внешних рынках – резкий рост краткосрочных межбанковских ставок и снижение интереса к инструментам повышенного риска, включая облигации развивающихся рынков – могут позволить ЦБ поднять ставки без опасения привлечь агрессивный спекулятивный спрос.</p>
<i>Повышение ставки ЦБ влияет на стоимость фондирования для российских инвесторов</i>	<u><i>Как повлияет на российский рынок:</i></u> <p>Повышение ставок по депозитным операциям может существенно повлиять на ставки рынка МБК. По нашему мнению, рост стоимости фондирования для российских участников рынка, в сочетании с выборочными продажами со стороны иностранных игроков, приведет к повышательному давлению на процентные ставки в течение длительного периода.</p>
<i>В сочетании с глобальной переоценкой рисков, действия ЦБ ведут к росту ставок рублевого рынка</i>	<p>Мы не изменяем нашу оценку базовых факторов роста денежной массы (притока капитала и бюджетной политики). В долгосрочной перспективе эти факторы «перевешивают» как негативную внешнюю конъюнктуру, так и действия Банка России по управлению процентными ставками. Однако рублевый рынок не изолирован: западные инвесторы фактически «транслируют» глобальную переоценку кредитных рисков на российский рынок. При этом мы еще раз подчеркиваем, что переоценка «справедливой» стоимости рисков связана в большей степени с проблемами фондирования инвесторов, чем с кредитным качеством эмитентов.</p>

Рекомендация

Мы считаем, что период роста процентных ставок и снижения ликвидности на рынке рублевых облигаций может продлиться в течение 2-3 месяцев. **В качестве защитной стратегии мы рекомендуем фиксировать прибыль в выпусках с длинной дюрацией и покупать качественные бумаги с дюрацией не более 2 лет.** По нашему мнению, процентный риск, связанный с покупкой облигаций с дюрацией свыше 2 лет, неприемлем для многих участников рынка из-за высокой чувствительности к стоимости фондирования.

НПО Сатурн: в холдинг вместе с долгом

Ослабление финансового профиля в I полугодии 2007

На этой неделе была опубликована отчетность НПО Сатурн по РСБУ за I полугодие 2007 года. Представленные в ней данные свидетельствуют о существенном ослаблении финансового профиля компании. Долговая нагрузка достигла предельно высокого значения (16х), при этом операционный денежный поток не покрывает процентных расходов. На рынке обращаются 3 выпуска НПО Сатурн, они торгуются со спредами в диапазоне 350-400 б.п. к ОФЗ. Мы считаем, что в настоящий момент бумаги оценены справедливо, и в ближайшей перспективе не видим потенциала сужения спредов.

Озвучены некоторые детали планируемой консолидации в двигателестроении

Также в конце прошлой недели произошло важное для двигателестроения событие. На правительственном совещании были озвучены некоторые детали запланированного реформирования отрасли. Внимание к отрасли со стороны властей создает в целом благоприятный фон для отдельных предприятий (в т.ч. Сатурна). Однако реализация планов потребует значительного времени и, по нашему мнению, не окажет существенного влияния на цены бумаг компаний отрасли в ближайшей перспективе.

В рамках предложенной концепции реформы отрасли акции НПО Сатурн планируется передать в холдинг, в который также войдут предприятия Пермского моторостроительного комплекса и УМПО.

Реформирование отрасли не окажет влияния на облигации в ближайшей перспективе

Реформирование двигателестроения имеет нейтральное значение для держателей облигаций. Дело в том, что представленные на рынке выпуски компаний отрасли имеют достаточно короткую дюрацию – не более 1.3 года, в то время как создание холдинговых структур займет не менее 2-3 лет. Так, по данным представителей правительства, формирование конечной структуры предприятий в отрасли продлится до конца 2009 года. В случае с Сатурном, создание холдинга осложняется тем фактом, что государство не имеет контрольной доли в НПО Сатурн и УМПО.

Стратегическая значимость – один из ключевых факторов кредитного качества Сатурна

Заинтересованность государства в реформировании авиационного моторостроения и усилении его позиций на мировом рынке свидетельствует о важности отрасли для страны. Это, безусловно, справедливо и для НПО Сатурн: компания в партнерстве с французской Спестта создает двигатели для крупнейшего проекта в российском авиастроении – SSJ. Кроме этого, Сатурн разрабатывает газотурбинные двигатели для военной техники. Мы рассматриваем стратегическую значимость Сатурна и высокую вероятность господдержки в качестве одного из ключевых факторов для оценки рисков компании. Однако слабые финансовые результаты формируют негативный фон для кредитного качества компании.

Финансовые результаты НПО Сатурн по РСБУ (млн руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2004	6 740	1 778	26.3%	2 441	1.4	6.9
2005	8 671	1 745	20.1%	4 565	2.6	4.3
2006	7 960	831	10.4%	7 457	9.0	1.5
I п/г 2007	4 148	306	7.4%	9 735	15.9	0.8

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Операционная рентабельность продолжает снижаться

В I полугодии Сатурн продемонстрировал заметное снижение операционной рентабельности: по сравнению с 2006 годом валовая маржа снизилась с 5.4% до 2.8%. Таким образом в отчетном периоде сохранилась тенденция снижения эффективности работы компании, а рентабельность ЕБИТДА оказалась на самом низком за последние 3 года уровне – 7.4%.

Мы затрудняемся дать объяснение снижению рентабельности в связи с низкой прозрачностью финансовой отчетности Сатурна. Дело в том, что часть операций группы сосредоточена на предприятиях, финансовый результат которых не консолидируется в отчетности головной компании – ОАО «НПО Сатурн». Так, в 2006 году была

зарегистрирована дочерняя компания, в которую планируется выделить направление турбин промышленного назначения. Кроме этого, работы по созданию двигателя для SSJ осуществляются совместными со Snecma предприятиями, финансовые результаты которых также не раскрываются. В связи с этим оценить реальный размер прибыли, полученной группой Сатурн, не представляется возможным.

Долговая нагрузка будет оставаться высокой в среднесрочной перспективе

С начала года объем долга компании вырос на 31% и составил 9.7 млрд руб. С учетом падения операционной рентабельности, долговая нагрузка выросла до крайне агрессивного уровня 15.9x Долг/ЕБИТДА. При этом полученная за I полугодие величина ЕБИТДА оказалась меньше процентных расходов. Мы ожидаем, что в среднесрочной перспективе долговая нагрузка будет оставаться высокой. Существенное укрепление финансового профиля Сатурна, по нашему мнению, состоится не ранее 2009 года, когда в серийное производство будет запущен двигатель для SSJ.

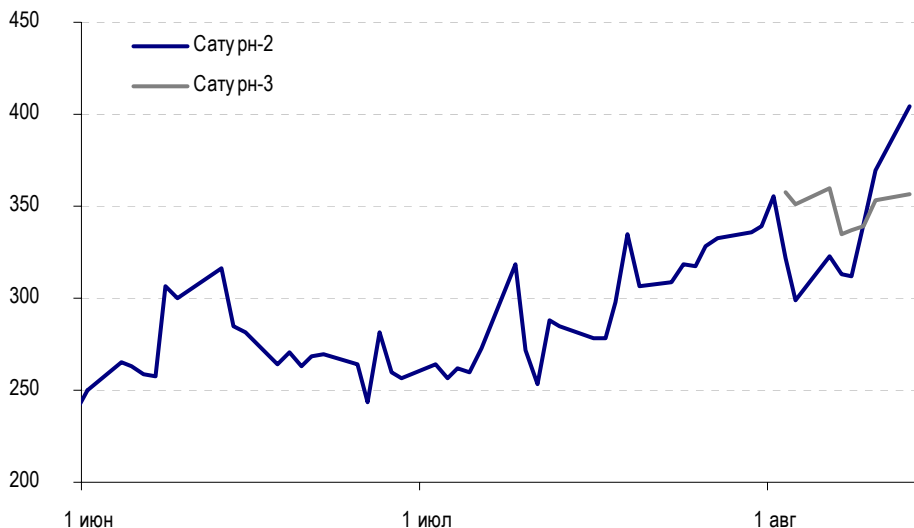
«Справедливый» спред: 380-430 б.п. к ОФЗ

Ключевым позитивным фактором кредитного качества НПО Сатурн остается стратегическая значимость для государства. Также мы высоко оцениваем портфель реализуемых проектов, которые через 1-2 года составят основу бизнеса компании. В то же время с начала 2007 года заметно увеличились риски инвестирования в облигации Сатурна, связанные с ростом долговой нагрузки и снижением финансовой прозрачности группы. По этой причине мы пересматриваем оценку «справедливого» спреда до уровня 380-430 б.п. к ОФЗ.

Бумаги адекватно оценены рынком, однако отсутствует потенциал сужения спреда

В течение последних нескольких месяцев заметно выросла доходность облигаций НПО Сатурн. В данный момент спреды более ликвидных 2-го и 3-го выпусков установились в диапазоне 350-400 б.п. Исходя из нашей оценки «справедливой» доходности, на сегодняшний день облигации Сатурна адекватно оценены рынком, при этом мы не видим потенциала сужения спредов в краткосрочной перспективе.

Спреды облигаций НПО Сатурн к ОФЗ, б.п.



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

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

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@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
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

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.