

Рублевые корпоративные облигации

23 августа 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Сжатие ликвидности: рынок восстановится на новых уровнях » *стр. 2*
- Дикси: финансовые результаты 1-го полугодия » *стр. 3*

Индикаторы

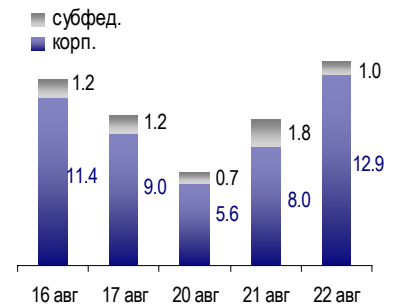
Долларов США за Евро	1.3543	+ 0.6 %
Рублей за доллар США	25.8266	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 67.89	+ 0.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.54%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.04%	- 7 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	139	- 10 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	389.1	- 23.1
Остатки на д/с, млрд руб.	455.6	- 10.2
Сальдо операций с ЦБ	- 114.3	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СЕГОДНЯ

- Аукцион ОБР-2 (5 млрд руб., обратный выкуп 13 декабря 2007 года)

Объем торгов на ММВБ

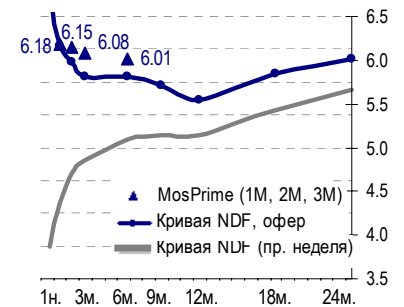


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

27 авг	Уплата акцизов, НДС
28 авг	Уплата налога на прибыль
6 сен	Заседание ЕЦБ по ставкам
12 сен	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (4 млрд руб., дюрация 8.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.8 года)
18 сен	Заседание ФРС США по ставкам
20 сен	Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	103.00	+ 50	3.4	7.32%
АИЖК-7	101.00	+ 30	5.6	7.71%
Газпром-4	103.50	+ 29	2.3	6.77%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Карусель-1	100.90	+ 50	1.0	*9.04%
ТГК-1	99.30	+ 30	2.3	*8.22%
Белон-1	100.10	+ 30	1.7	9.23%

Лидеры падения

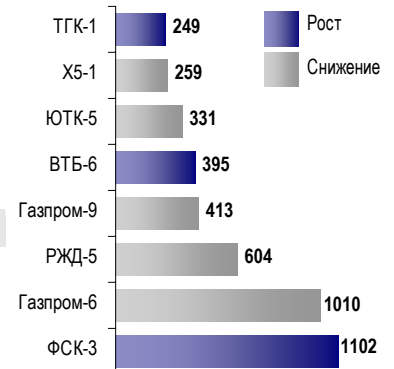
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	100.80	- 119	3.8	*7.58%
ОГК-6	98.30	- 70	2.4	*8.44%
Газпром-8	100.15	- 33	3.6	7.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-5	96.50	- 329	2.5	*9.20%
Сибкадем-3	99.95	- 252	1.6	9.84%
УРСИ-7	100.25	- 50	1.4	*8.39%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Сжатие ликвидности: рынок восстановится на новых уровнях

Рублевая ликвидность резко снизилась из-за внешнего негатива

Сжатие ликвидности на рублевом рынке связано в первую очередь с крайне негативным внешним фоном. Мы не склонны драматизировать ситуацию, поскольку фундаментальные показатели российской экономики благоприятны для восстановления рынка. Однако период высоких ставок может иметь достаточно серьезные последствия - как для инвесторов российского рынка облигаций, так и для эмитентов, если в ближайшие недели не последуют четкие позитивные сигналы с западных рынков.

К западным инвесторам, продающим рублевые бумаги, могут присоединиться локальные игроки

В последние дни мы наблюдаем сделки по отдельным выпускам 2-го и 3-го эшелонов, ценообразование по которым вряд ли имеет объяснение с точки зрения кредитного качества эмитентов. Мы полагаем, что к западным инвесторам, закрывающим позиции по рублевым бумагам, могут присоединиться локальные. Нехватка ликвидности и высокие ставки денежного рынка вынуждают часть российских инвесторов продавать бумаги, что в свою очередь ведет к срабатыванию margin calls. На неликвидном рынке это может означать резкое проседание цен даже по бумагам, которые принято относить к «качественным».

Основной источник ликвидности – репо Банка России

Длинные позиции банков по доллару усугубляют ситуацию на рублевом рынке. Для поддержания рублевой ликвидности банки активно используют инструменты репо: вчера на двух сессиях они заняли у ЦБ порядка 127 млрд руб. Мы полагаем, что объемы репо Банка России стали своеобразным индикатором сжатия ликвидности. Сегодня остатки на корсчетах банков в ЦБ снизились на 23 млрд руб. Объем средств на корсчетах и депозитах в ЦБ достиг, таким образом, 845 млрд руб. - минимального уровня с апреля 2007 г.

Позитивные сигналы с западных рынков пока не слишком четкие

Мы пока не видим причин для быстрого восстановления ликвидности. В конце месяца банкам предстоит налоговые платежи. При этом ФРС пока воздерживается от демонстрации четких намерений снизить процентную ставку, а значит, по-настоящему позитивные новости с западных рынков ожидаются не ранее середины сентября. ЕЦБ также ограничивается инъекциями денежных средств: вчера было объявлено о его готовности предложить банкам 40 млрд евро для нормализации ситуации на денежном рынке, что вряд ли можно считать активным вмешательством.

Длительный период волатильности ведет к переоценке стоимости риска

Ставки МБК овернайт для первого круга российских банков вчера превысили 7% и, вероятно, останутся высокими как минимум до конца месяца. С нашей точки зрения, отток капитала с рублевого рынка прекратится, как только у западных инвесторов появятся достаточные основания поверить в перелом ситуации на развитых рынках. Однако длительный период волатильности может серьезно изменить рынок рублевого долга, прежде всего, с точки зрения стоимости риска.

Flight-to-quality, вызванный внешними причинами, перевесил внутренние факторы

В последние полгода мы неоднократно отмечали, что фундаментальные экономические показатели способствуют очень высокой ликвидности, и Банку России придется проявлять изобретательность в методах ее стерилизации. При этом мы недооценивали влияние внешних факторов:

- значительная часть спроса на рублевые инструменты носила фактически спекулятивный характер и испарилась при первых признаках сжатия глобальной ликвидности и переоценки кредитных рисков;
- база инвесторов российского рынка облигаций все еще очень ограничена, поэтому влияние западных инвесторов практически полностью определяет его конъюнктуру;
- отток капитала не носит выборочного характера: западные инвесторы закрывают лимиты на корпоративные выпуски, не делая существенных различий в кредитном качестве (за исключением, возможно, облигаций финансовых институтов).

Катастрофических последствий не ожидаем...

Мы полагаем, что сжатие ликвидности не приведет к катастрофическим последствиям для российских банков. Однако мы также не ожидаем, что в среднесрочной перспективе рынок рублевого долга полностью восстановится и быстро обретет «докризисную» форму. Наиболее важные последствия следует, на наш взгляд, ожидать с точки зрения стоимости риска и стоимости фондирования для основной массы инвесторов рублевого рынка.

... однако рынку придется адаптироваться к более высоким ставкам

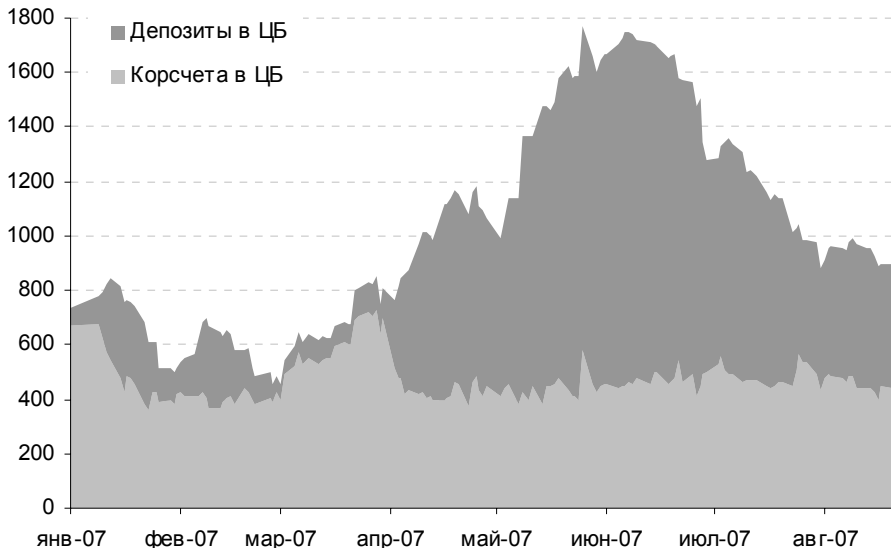
Даже в случае относительно быстрой нормализации внешнего фона, западным инвесторам потребуется время для принятия решения вернуться на российский рынок. Несмотря на то, что макроэкономическая ситуация, безусловно, способствует укреплению рубля, влияние внешних факторов в течение длительного периода будет «перевешивать». Иными словами, ликвидность будет возвращаться значительно медленней, чем уходила. Мы считаем, что для российских инвесторов и эмитентов это будет означать необходимость адаптироваться к новым уровням стоимости долга и кредитных спрэдов.

Мы не ожидаем существенных проблем кредитного характера у большей части российских эмитентов, возможно, за исключением отдельных компаний с очень высокой потребностью в рефинансировании. Тем не менее, совокупная база инвесторов заметно сузится (в т.ч. из-за сокращения спроса со стороны хедж-фондов – конечных держателей риска), и компаниям может быть сложно найти адекватный спрос на свои долговые инструменты. Поэтому рынок облигаций, скорее всего, восстановится уже на новых уровнях доходности.

На наш взгляд, любые прогнозы относительно будущего размера премии «за новые рыночные условия» преждевременны. Однако мы полагаем, что в настоящее время формируются следующие базовые предпосылки:

- исходя из расширения спрэдов по наиболее ликвидным бумагам, можно индикативно оценить рост стоимости заимствований для качественных эмитентов как минимум в 100 б.п.
- вполне вероятно резкое расширение спрэдов между эшелонами – в особенности это затронет бумаги 3-го эшелона, кредитные спрэды которых были необоснованно узкими до коррекции;
- на фоне будущих новых размещений цены облигаций, размещенных на пике избыточной ликвидности середины года, будут находиться под давлением.

Остатки на корсчетах и депозитах банков в ЦБ, млрд руб.



Источник: ЦБР

Дикси: финансовые результаты 1-го полугодия

Дикси в 1-м полугодии: рост валовой маржи и снижение долга...

Вчера Дикси опубликовала неаудированные финансовые результаты за 1 п/г 2007 г. Мы позитивно оцениваем рост валовой маржи и снижение долговой нагрузки, однако по-прежнему осторожно оцениваем перспективы компании. С учетом общей негативной ситуации на рублевом рынке, облигации Дикси не выглядят привлекательными на фоне подешевевших бумаг более сильных эмитентов.

...однако эффективность пока остается низкой

Опубликованные в июле операционные результаты Дикси за 1-е полугодие выглядели достаточно негативно, прежде всего из-за низких показателей сопоставимых продаж (l-f-l +10% в долларовом выражении) и снижения количества покупок в сети. Финансовая отчетность показывает, что рентабельность по показателю EBITDA увеличилась до 4.8%. Тем не менее, мы считаем, что операционная эффективность Дикси пока остается сравнительно низкой.

Основные финансовые показатели Дикси за 1 п/г 2007 г.:

- Выручка: 17 млрд руб. (+35%);
- Маржа EBITDA: 4.8% (4% в 1 п/г 2006 г.);
- Валовой долг/EBITDA: 2.7x (5.6x на конец 1 п/г 2006 г.)
- Чистый долг: 3.8 млрд руб. (6.3 млрд руб. на конец 1 п/г 2006 г.).

Менеджмент компании заявляет об оптимизации торгового бизнеса

Компания приняла решение не выходить в формат «гипермаркет» и полностью сконцентрироваться на основном формате магазинов – небольших дискаунтерах. По заявлениям менеджмента, основные приоритеты Дикси - оптимизация ассортиментной и ценовой политики, а также развитие логистической инфраструктуры.

Один из ключевых приоритетов – централизация логистики

На наш взгляд, активное развитие централизованной логистики Дикси является ключевым фактором роста валовой рентабельности с 20% до 23%. В прошлом году через собственные распределительные центры доставлялось лишь около 40% продуктов. В июле Дикси запустила новый распределительный центр в Ленинградской области, на стадии строительства находятся еще два региональных распределительных центра. Мы полагаем, что централизация логистики и закупок позитивно влияют на размер валовой маржи. Основным фактором, определяющим кредитное качество Дикси, будет способность менеджмента развивать компанию без возобновления роста долговой нагрузки.

Долговая нагрузка снизилась после IPO, однако вполне вероятен новый рост

Значительное сокращение чистого долга компании в 1-м полугодии объясняется поступлением средств от IPO. Однако активная инвестиционная политика Дикси в среднесрочной перспективе может привести к новому наращиванию долга. По нашему мнению, снижение инвестиционной активности маловероятно. При этом уровень долговой нагрузки будет во многом зависеть от способности компании повысить рентабельность.

В целом, финансовые результаты нейтральны

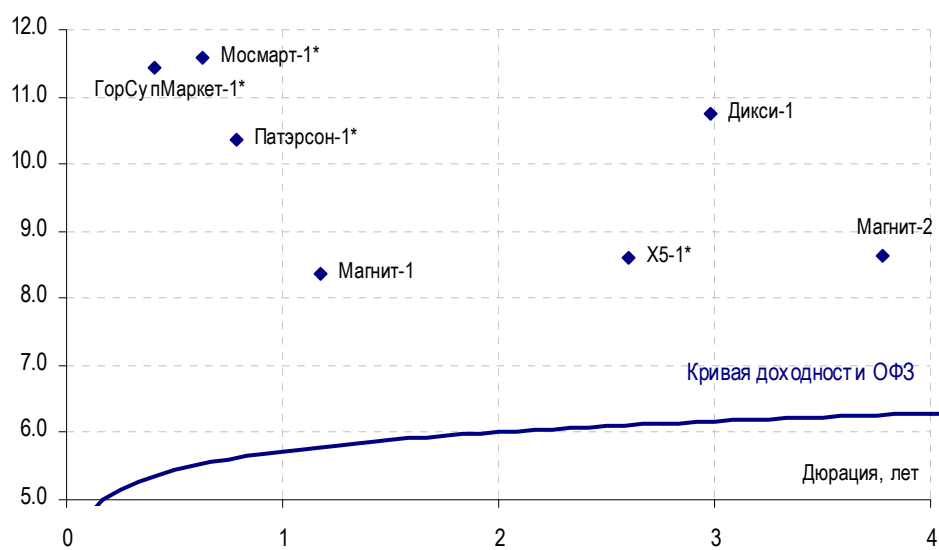
Компании предстоит продемонстрировать устойчивость позитивных тенденций 1-го полугодия. Кроме того, мы обращаем внимание на рост расходов на аренду торговых помещений. Поэтому мы считаем, что опубликованные финансовые результаты нейтральны для оценки кредитного качества Дикси.

Подробностей о возможном обмене с X5 или Магнитом пока нет

Мы также напоминаем, что в начале августа пресса сообщала о возможном обмене акциями между Дикси и одной из крупных сетей (X5 или Магнит), т.е. фактически о возможном присоединении Дикси к одному из ритейлеров. Подробностей о ходе переговоров пока не последовало, поэтому учитывать этот фактор в цене облигаций Дикси преждевременно.

В последние дни цены облигаций Дикси снизились до 95.80-96.30%. Текущий уровень доходности Дикси-1 (10.75% YTM, дюрация 3 года) соответствует кривой более слабых ритейлеров, что фундаментально делает бумаги Дикси достаточно привлекательными. Однако на фоне роста доходности бумаг X5-1 (8.50% YTP) и Магнита-2 (8.64% YTM), которые также имеют длинную дюрацию, покупка Дикси не выглядит своевременной идеей.

Доходность облигаций на 21 августа



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

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	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) 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.