

Рублевые корпоративные облигации

31 марта 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ЭКОНОМИКА

- Рублей не хватает, а валюты продают недостаточно » стр.2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- ВБД: устойчивость к негативной конъюнктуре » стр.4

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- ЮТЭйр планирует 4-ый выпуск облигаций (2.5 млрд руб., 4 года)
- Планируется выпуск Национальный капитал-2 (3 млрд руб., 3 года)

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

3 апр	Размещение МБРР-2 (3 млрд руб., годовая оферта)
9 апр	Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (9 млрд руб., дюрация 7.5 года)
10 апр	Заседание ЕЦБ по ставкам
15 апр	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов Уплата ½ суммы акцизов
25 апр	Уплата НДСПИ, ½ суммы акцизов

Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	98.70	+ 50	3.1	7.55%
Газпром-9	98.50	+ 50	4.8	7.69%
ФСК-4	98.70	+ 50	3.1	7.88%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	98.95	+ 85	2.0	*9.12%
Транскредит-2	97.50	+ 45	1.2	*9.71%
ХКФБ-2	97.45	+ 40	1.1	*12.06%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	98.75	- 24	1.4	*8.64%
ГидроОГК-1	98.55	- 15	2.9	8.80%
Мосэнерго-2	96.77	- 13	3.4	*8.82%

2 эшелон

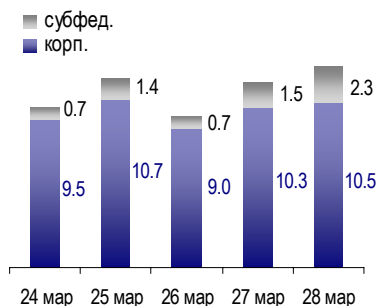
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	99.45	- 15	0.5	9.93%
ЦентрТел-4	106.20	- 20	1.3	9.17%
Кокс-2	96.63	- 17	1.8	*10.92%

*к оферте

Индикаторы

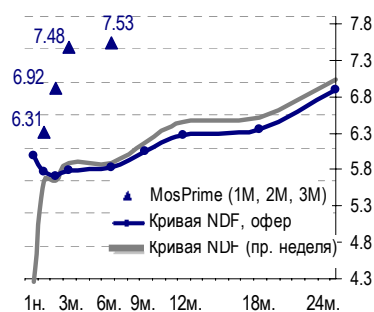
Долларов США за Евро	1.5800	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	23.5011	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 103.89	- 1.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.68%	- 6 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.31%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	191	+ 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	520.4	+ 30.4
Остатки на д/с, млрд руб.	132.9	- 26.9
Сальдо операций с ЦБ	- 53.1	

Объем торгов на ММВБ

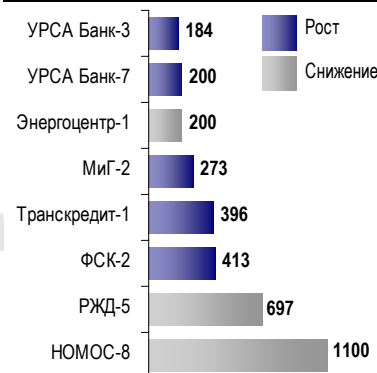


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

ЭКОНОМИКА

Рублей не хватает, а валюты продают недостаточно

Состояние ликвидности в марте - самое серьезное с начала 2008 года

В пятницу вследствие уплаты налога на прибыль дефицит банковской ликвидности достиг 90 млрд. руб. В действительности текущая напряженность на денежном рынке сопоставима и даже несколько серьезнее, чем ситуация конца февраля, когда объем РЕПО Банка России был чуть менее 200 млрд. руб. В марте Банк России выкупил почти весь объем ОБР (на 108 млрд. руб.), а Минфин – половину выпуска 25058 на 20 млрд. руб. Без этих упреждающих действий денежных властей объем РЕПО с Банком России в конце марта вполне вероятно превысил бы 200 млрд. руб.

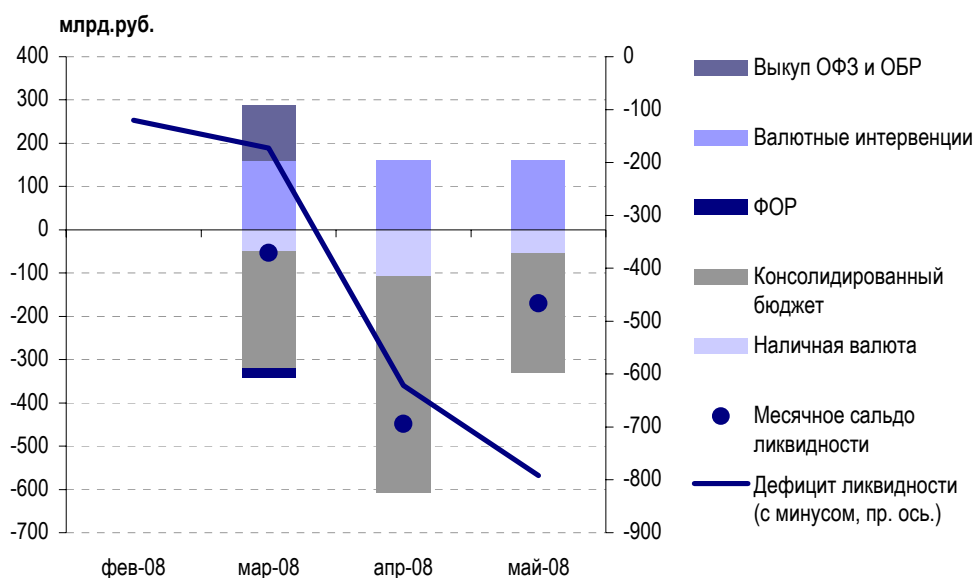
Мы не ожидаем сегодня ни серьезного ухудшения, ни облегчения ситуации с ликвидностью. В бюджет будут поступать последние выплаты по налогу на прибыль, которые должны быть компенсированы пятничными покупками валюты Банком России (по нашим оценкам около 600-800 млн. долл.) и традиционным для понедельника возвратом наличных рублей в банковскую систему. Мы прогнозируем, что дефицит ликвидности, хотя и все в меньшем объеме, будет чувствоваться всю эту неделю и ставки денежного рынка не опустятся ниже 5%.

Ситуация с ликвидностью пока развивается хуже, чем в базовом сценарии

Пока ситуация с банковской ликвидностью развивается хуже, чем мы рассчитывали в базовом сценарии (см. Специальный выпуск «Гроза в начале мая» от 19.03.2008 г.). По нашим оценкам в марте Банк России купил 6-7 млрд. долл. (140-170 млрд. руб.) – этого было недостаточно, чтобы компенсировать изъятия бюджета (примерно 270 млрд. руб.)

Если покупки валюты ЦБ в ближайшие два месяца будут столь же скудными, то к концу апреля дефицит банковской ликвидности может превысить 600 млрд. руб., а в мае приблизится к 800 млрд. руб. В этом случае для снижения напряженности денежным властям нужно будет задействовать весь свой арсенал, в том числе средства Роснано и пенсионные накопления «молчунов». Судя по действиям Минфина, который утвердил требования к активам, в которые можно инвестировать средства Фонда ЖКХ, этой гос. корпорации все же не разрешат размещать свободную ликвидность на банковские депозиты, и рассчитывать на эти деньги в ближайшие месяцы вряд ли стоит.

Рис. Дефицит банковской ликвидности в марте-мае 2008 года (интервенции Банка России в апреле и мае равны мартовскому объему)

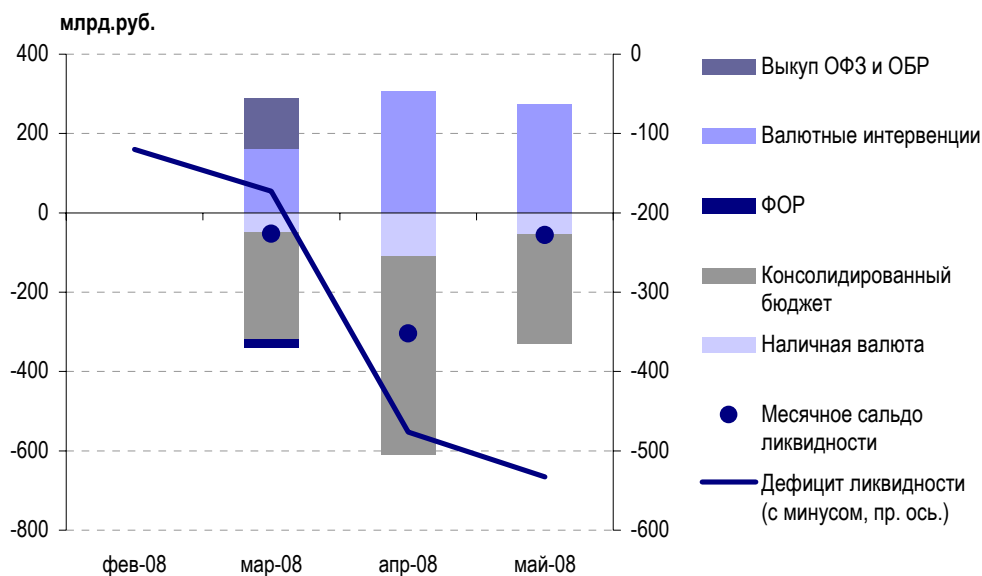


Источник: оценки Райффайзенбанка

По нашему прогнозу, валютные интервенции ЦБ в апреле-мае составят около 25 млрд. долл.

В то же время, в рамках базового сценария мы прогнозируем, что на фоне серьезного дефицита ликвидности банки будут все же активнее, чем в марте продавать валюту и интервенции Банка России в апреле составят 12-14 млрд. долл., а в мае 10-12 млрд. долл. При подобном развитии событий объема РЕПО Банка России и средств бюджета, планируемых к размещению в депозиты, должно хватить банковской системе до начала лета.

Рис. Дефицит банковской ликвидности в марте-мае 2008 года (базовый сценарий)



Источник: оценки Райффайзенбанка

ВБД: устойчивость к негативной конъюнктуре

Финансовые результаты за 2007 год не окажут существенного влияния на цены облигаций ВБД

В пятницу группа ВБД опубликовала финансовые результаты по US GAAP за 2007 год. Компании удалось продемонстрировать высокие операционные результаты, несмотря на существенный рост цен на молочное сырье и замораживание цен на социально значимые товары. Долговая нагрузка по итогам 2007 году остается на консервативном уровне (Долг/ЕБИТДА 1.8x). Мы по-прежнему высоко оцениваем кредитное качество ВБД и считаем, что опубликованные результаты не повлияют существенным образом на цены рублевых облигаций компании.

Показатели 4-го квартала отражают рост себестоимости молочной продукции

Операционные результаты ВБД за IV квартал имеют важное значение для оценки финансовой устойчивости компании, поскольку на этот период пришелся пик увеличения стоимости молочного сырья (76% выручки). Кроме того, в середине октября менеджмент ВБД заключил с правительством соглашение о замораживании цен на ряд товарных категорий, которое позже было продлено до мая текущего года.

Финансовые результаты Группы ВБД по US GAAP (\$млн)

Год	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	Капитальные затраты, кроме M&A
2006	1 762	234	13.3%	407	1.7	130
9М2007	1 758	229	13.0%	487	1.6	128
2007	2 438	301	12.3%	546	1.8	193

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Рост цен на молочную продукцию – основной фактор увеличения выручки

В 2007 году выручка ВБД выросла на 38% в долларовом выражении, в национальной валюте рост выглядит чуть менее впечатляюще на фоне укрепления рубля на 6.3%. Основным фактором увеличения доходов группы стал значительный рост цен на молоко и, как следствие, конечную продукцию (+22%).

В определенной степени ВБД удалось компенсировать рост себестоимости продукции

Ухудшение конъюнктуры на рынке молочной продукции сказалось на рентабельности соответствующего сегмента бизнеса ВБД. По нашим оценкам, валовая маржа молочного направления в 4-ом квартал составила около 27%, что несколько ниже аналогичного показателя за 4кв.2006 – 30%. Таким образом, можно утверждать, что компании в определенной степени удалось компенсировать рост цен на сырье за счет увеличения стоимости собственной продукции в августе-сентябре 2007 года.

Рентабельность ЕБИТДА снизилась в связи с увеличением SG&A

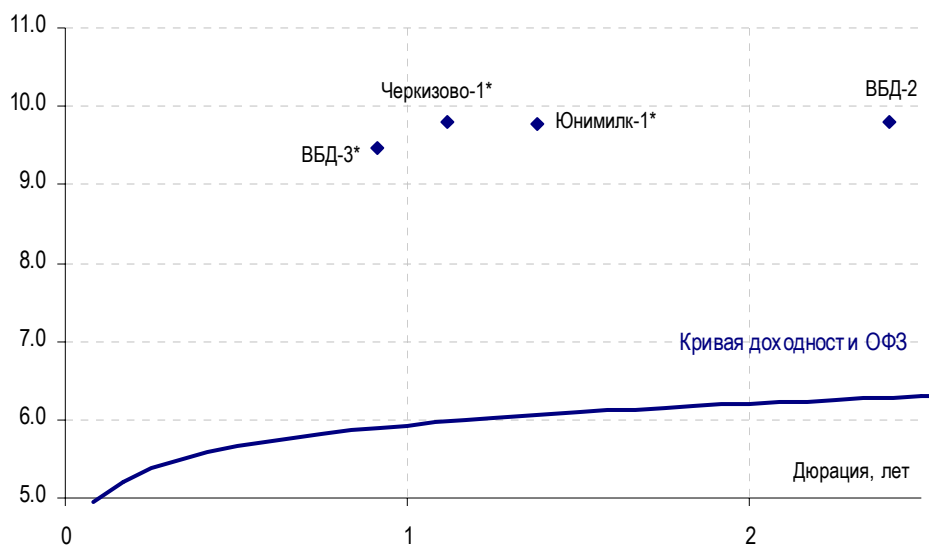
Более сильные результаты продемонстрировали сегменты соков и детского питания: валовая рентабельность этих направлений выросла на 2-4 п.п. по сравнению с 2006 г. Это позволило компании сохранить валовую рентабельность всего бизнеса на уровне предыдущего года – 32.1%. Однако в результате увеличения административных и управленческих расходов, рентабельность ЕБИТДА снизилась до 12.3% (- 0.7 п.п.) по итогам 2007 года.

Долговая нагрузка Долг/ЕБИТДА по результатам 2007 года остается на достаточно консервативном уровне – 1.8x. На конец 2007 года 74% долга было представлено в виде краткосрочной задолженности: в мае компании предстоит погасить два выпуска еврооблигаций общим объемом \$300 млн. Компания, по всей видимости, не столкнется с трудностями при рефинансировании долга: в марте 2008 года был размещен рублевый облигационный заем на 5 млрд руб.

Не ожидаем повышения рейтинга в ближайшие полгода

Одним из факторов роста стоимости облигаций ВБД может стать, на наш взгляд, повышение рейтинга ВБД (BB- / Ba3 / -). Поскольку значительная часть бизнеса сконцентрирована на молочном сегменте, рейтинговые агентства, по всей видимости, будут внимательно следить за динамикой операционной рентабельности в связи с увеличением цен на сырье. По этой причине мы не ожидаем повышения рейтингов в ближайшие полгода.

Доходность облигаций на 28 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЗАО «Райффайзенбанк»

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
Константин Сорин	konstantin.g.sorin@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Антон Плетенев	anton.pletenev@raiffeisen.ru	(+7 495) 221 9801

Операции на рынке корпоративных облигаций

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231
Анастасия Евстигнеева	anastasia.s.evstigneeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9971
Антон Кеняйкин	anton.kenyaykin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9978

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 Михалевиц	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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfazullin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк» (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.