

# Рублевые корпоративные облигации

8 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

### ЭКОНОМИКА

- Платежный баланс: отток капитала и рост импорта » стр.2

### НОВОСТИ

- НК Альянс: выплата дивидендов состоится » стр.4

## Индикаторы

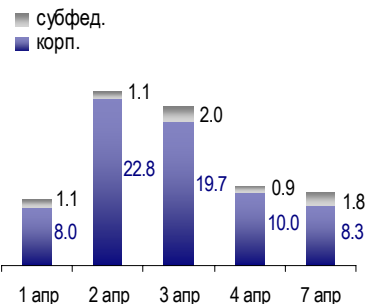
Долларов США за Евро	1.5701	- 0.2 %
Рублей за доллар США	23.5939	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 106.94	+ 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.66%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.25%	- 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	175	- 10 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	529.3	+ 482.9
Остатки на д/с, млрд руб.	249.4	- 11.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 38.6	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

### СКОРО

- 23 апреля планируется размещение Глобэкс-Финанс-1 (4 млрд руб., 3 года)

## Объем торгов на ММВБ

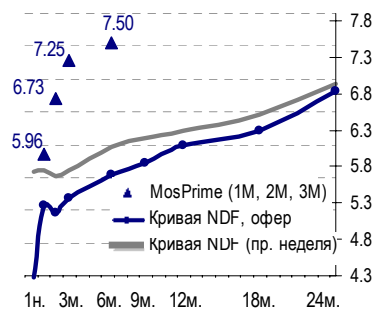


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 9 апр Размещение УРСИ-8 (2 млрд руб., 2-летняя оферта)  
 Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.9 года)  
 Аукцион ОФЗ-АД 46021 (9 млрд руб., дюрация 7.5 года)  
 Аукцион Москва-46 (5 млрд руб., дюрация 1.2 года)
- 10 апр Размещение Сорус Капитал-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)  
 Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008)  
 Заседание ЕЦБ по ставкам
- 14 апр Размещение Арктел-2 (1 млрд руб., оферта через 2 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РСХБ-2	97.45	+ 45	2.6	9.17%
ГидроОГК-1	99.25	+ 40	2.8	8.54%
Газпром-4	102.20	+ 10	1.7	7.04%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	99.25	+ 44	2.0	*8.97%
ЦентрТел-4	106.65	+ 37	1.3	8.72%
Иркут-3	99.30	+ 30	2.2	9.27%

## Лидеры падения

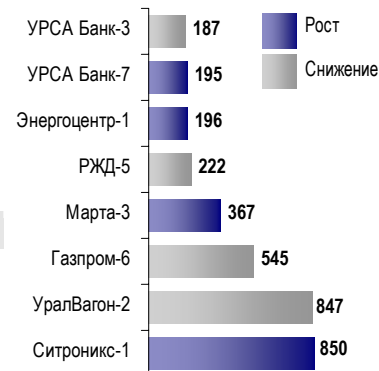
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	93.22	- 53	5.1	9.16%
АИЖК-8	94.40	- 48	4.3	*9.30%
АИЖК-10	94.30	- 35	5.7	9.37%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Росбанк	99.60	- 25	0.8	8.34%
ЮТК-4	101.00	- 25	1.1	9.36%
МиГ-2	100.20	- 20	1.3	*12.18%

## Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

\*к оферте

## ЭКОНОМИКА

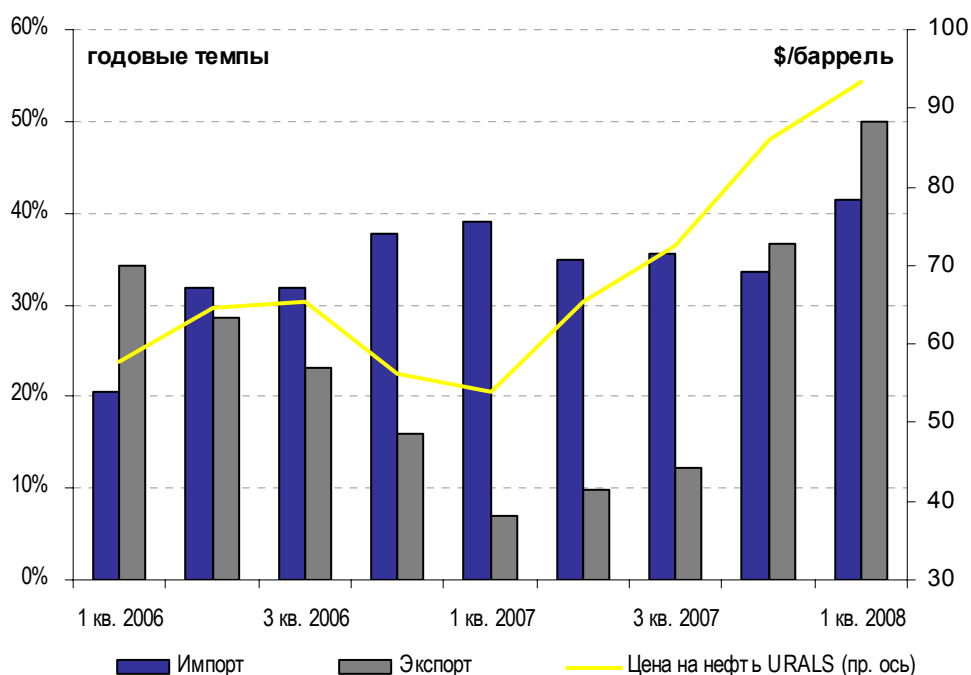
### Платежный баланс: отток капитала и рост импорта

В пятницу Банк России опубликовал предварительную оценку платежного баланса за первый квартал 2008 года. Рекордное сальдо текущего счета и опять же рекордный отток капитала не стали неожиданностью. Однако ряд сюрпризов как негативного, так и позитивного характера в платежном балансе все же есть.

**Темпы роста импорта еще больше: пока равновесие торгового баланса спасают нефтяные цены**

Первой новостью стали чрезвычайно высокие темпы роста товарного импорта: более 40% в годовом исчислении (средние темпы в 2007 году около 35%). Мы считаем, что одной из причин этого могло стать увеличение стоимости импортируемых продовольственных товаров и повышенный общий инфляционный фон в мире - факторы, которые вряд ли исчезнут в ближайшее время. Благодаря заоблачным ценам на нефть экспорт вырос еще больше - на 50%. Однако с точки зрения среднесрочной перспективы столь высокие темпы роста импорта повышают риски резкого снижения сальдо текущего счета в случае, если на фоне замедления мировой экономики нефтяные цены перестанут расти.

#### Торговый баланс России и цена на нефть



Источник: Банк России, ФТС, Reuters

Новые данные по торговому балансу делают укрепление курса рубля к бивалютной корзине еще менее вероятной. Мы считаем, что, несмотря на конъюнктурное повышение сальдо текущего счета, Центральный Банк не пойдет на данный шаг из-за опасности дополнительно подстегнуть рост импорта. По нашему мнению с учетом того, что Стабилизационный фонд стерилизует большую часть прироста экспорта, связанного с повышением цен на нефть, Банк России не должен и не будет реагировать на динамику мирового рынка энергоносителей ни укреплением курса рубля, ни повышением процентных ставок.

**Отток капитала  
произошел в основном за  
счет корпоративного  
сектора (\$15 млрд.)**

Другим негативным моментом платежного баланса стало то, что по оценкам ЦБ отток капитала из России в первом квартале происходил в основном за счет небанковских организаций. Объем вывоза капитала корпоративным сектором составил 15 млрд. долл., банковским – 7,9 млрд. долл. Очень часто увеличение иностранных активов кредитных организаций, которое фиксируется Центральным Банком как отток капитала, в действительности является накоплением валютной ликвидности, которую в случае появления потребности в рублях они могут продать, либо засвоповать. Вывоз капитала корпоративным сектором более инертен, и вряд ли можно ожидать его возвращения, даже если банковский сектор будет испытывать острую нехватку рублевой ликвидности.

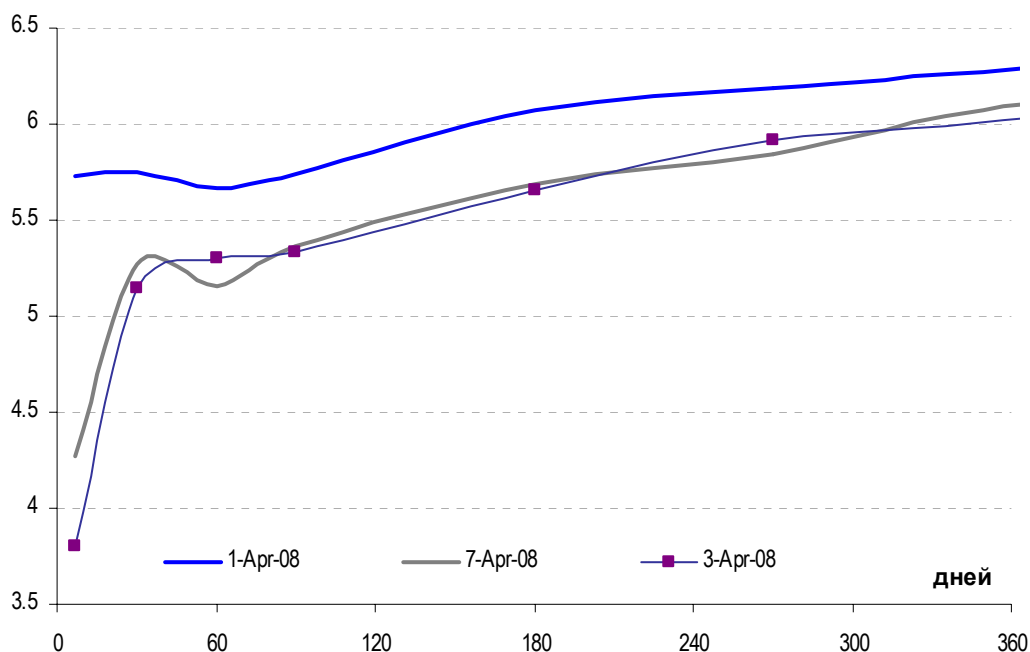
**ПИИ являются  
главным источником  
притока валюты по  
капитальному счету**

В то же время, в первом квартале ЦБ зафиксировал рекордные объемы прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в Россию - 17 млрд. долл. Потрясения на мировых финансовых рынках не снизили инвестиционную привлекательность нашей страны, и иностранцы (в том числе оффшорные компании с российским участием) с удовольствием продолжают покупать доли в российских компаниях. В этой связи можно отметить приобретения иностранными компаниями ряда энергетических и банковских активов. Во втором квартале ПИИ также должны быть достаточно высокими, учитывая, что в этот период РАО ЕЭС намерено закончить распродажу своих дочек. В частности приток валюты в страну должна обеспечить недавнее завершение сделок по продаже акций ТГК-4 и ТГК-13 общим объемом около 1,7 млрд. долл.

**Неопределенность по  
поводу объема притока  
валюты в страну  
остаётся**

В последние дни на денежном рынке и рынке рублевых облигаций мы наблюдаем некоторый позитив, выразившийся в частности в падении коротких ставок по NDF. Однако, исходя из приведенного выше анализа платежного баланса, мы не видим пока фундаментальных предпосылок для смягчения условий фондирования на рынке. У нас нет уверенности в том, что объема покупок валюты Банком России будет достаточно, чтобы снять угрозу нехватки рублевых средств в банковской системе в ближайшие месяцы. По нашим оценкам в первых числах апреля Центральный Банк купил около 2-3 млрд. долл., однако сейчас валютные интервенции приостановились. Чтобы банковская система легко прошла надвигающиеся налоговые платежи в апреле, Банк России должен купить около 20 млрд. долл. в настоящее время мы не видим потенциала для столь существенного притока капитала.

**Кривая NDF**



Источник: Reuters

## НОВОСТИ

### НК Альянс: выплата дивидендов состоится

Вопреки нашим ожиданиям (см. *ежедневный обзор от 04.04.08*) на внеочередном собрании акционеров НК Альянс было принято решение о выплате дивидендов за I квартал 2008 года в размере \$194 млн. По всей видимости, уменьшение активов компании является частью сделки по объединению с West Siberian Resources. В ее результате группа Альянс получит контрольный пакет WSR (60%), акции которой обращаются на Стокгольмской фондовой бирже. Сумма, которая будет выплачена акционерам, сопоставима с годовой прибылью на уровне EBITDA, поэтому недавнее решение ослабляет кредитный профиль объединенной компании (Чистый Долг/EBITDA – около 2.1x).

#### Финансовые результаты НК Альянс по МСФО (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз
2006	1 330	163	10.1%	326	2.0
9M2007	1 151	154	13.3%	409	1.9
9M2007 (Альянс + WSR)	1 397	228	16.3%	685	2.3
2007	1 618	195	12.1%	567	2.9
2007 (Альянс + WSR)	1 998	306	18.9%	843	2.8

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Компании не потребуется привлекать дополнительный долг для выплаты дивидендов, поскольку к концу 2007 года на балансе НК Альянс были аккумулированы денежные средства объемом \$408 млн. Около половины этой суммы (\$191 млн) зарезервировано на специальном счете в ВТБ для осуществления реконструкции Хабаровского НПЗ. Таким образом, для оценки долговой нагрузки НК Альянс имеет смысл использовать показатель Долг/EBITDA.

Напомним, что в ближайшее время объединенной компании предстоит активно инвестировать в развитие: стоимость одного проекта по реконструкции Хабаровского НПЗ оценивается в \$1 млрд в течение 3 лет. Кроме того, WSR имеет собственные инвестиционные проекты: объем капитальных вложений составил \$222 млн в 2007 году. С учетом предстоящей выплаты дивидендов, мы пересматриваем свои оценки долга объединенной компании в среднесрочной перспективе. По нашему мнению, операционного денежного потока WSR не будет достаточно для покрытия капитальных расходов, и долговая нагрузка будет расти.

## 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.