

Рублевые корпоративные облигации

13 мая 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Содружество: результаты за июль-декабрь 2007 » стр.2

ТОРГОВЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

- КМБ банк-2 лучше, чем МДМ Банк-3 » стр. 4

ЭКОНОМИКА

- Продовольственная инфляция замедлится » стр.5

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется выпуск Северо-Западный Телеком-5 (3 млрд руб., 5 лет, с амортизацией)
- 22 мая планируется размещение НС-Финанс-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
- Планируется выпуск УМПО-3 (3 млрд руб., 3 года)

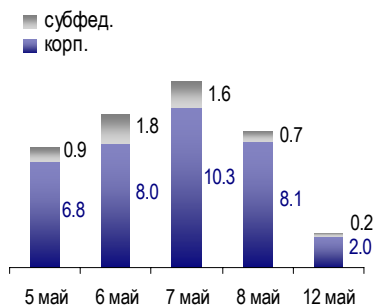
КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 13 мая Размещение бюджетных средств на депозиты (50 млрд руб., 28 дней)
- 14 мая Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (8 млрд руб., дюрация 4.5 года)
Аукцион ОФЗ-АД 46020 (6 млрд руб., дюрация 12.3 года)
Размещение Москва-50 (5.5 млрд руб., дюрация 3.1 года)
- 15 мая Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
Уплата ½ суммы акцизов
- 26 мая Уплата НДС, ½ суммы акцизов

Индикаторы

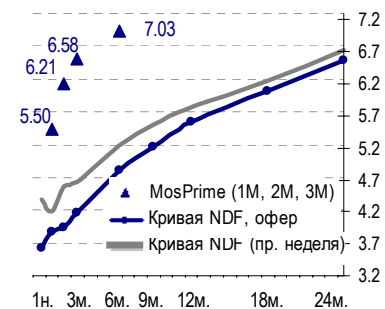
Долларов США за Евро	1.5545	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	23.8144	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 122.01	- 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.45%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.25%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	153	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	587.9	+ 15.5
Остатки на д/с, млрд руб.	212.2	- 20.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 81.8	

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-11	96.20	+ 30	5.4	9.21%
РСХБ-2	98.77	+ 12	2.5	8.62%
Газпром-8	99.90	+ 10	3.1	7.16%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	107.00	+ 40	1.2	8.06%
НК Альянс-1	98.68	+ 38	1.3	*10.22%
ГЭС-2	100.95	+ 30	1.4	*10.28%

Лидеры падения

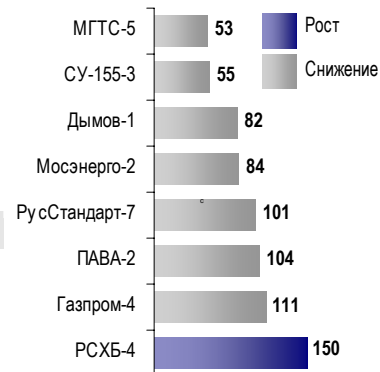
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	99.80	- 40	4.5	7.58%
ОГК-6	97.00	- 25	1.8	*9.48%
АИЖК-7	95.00	- 15	5.1	8.98%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	99.60	- 48	2.1	9.12%
Зенит-4	100.21	- 44	0.4	*9.52%
Транскредит-2	98.20	- 30	1.0	*9.23%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Содружество: результаты за июль-декабрь 2007

Результаты за июль-декабрь 2007 года: позитивная динамика подтверждается

Группа компаний Содружество представила предварительные результаты за период с июля по декабрь 2007 года – первую половину финансового года компании. Отчетность соответствует прогнозам, озвученным еще в конце января, и подтверждает позитивную динамику основных показателей после ввода в эксплуатацию портовых и перерабатывающих мощностей в Калининграде.

Мы придерживаемся положительного мнения о способности компании вывести операционные показатели на плановые уровни и снизить долговую нагрузку до приемлемых значений уже до конца текущего финансового года. Облигации Содружества торгуются с доходностью выше 12% (дюрация 1.37), и, несмотря на относительно невысокую ликвидность, мы считаем выпуск привлекательным с точки зрения «риск/доходность» для buy-and-hold инвесторов.

Консолидированные финансовые результаты ГК Содружество по МСФО за 31.12.2007г.

- Выручка: \$287 млн, валовая рентабельность: 20.3%
- EBITDA: \$25.8 млн, рентабельность EBITDA: 9.0%, EBITDA/Проценты: 12.9x
- Валовый долг: \$278 млн, Долг/EBITDA: 5.4x, Чистый Долг/EBITDA: 5.1x

Источники: предварительная управленческая отчетность компании, оценки Райффайзенбанка

Кредитные характеристики значительно улучшились по сравнению с предыдущим финансовым годом

Финансовые показатели на конец 2007 года не учитывают январскую сделку по привлечению средств IFC в объеме \$100 млн: продажу акций допэмиссии на \$50 млн. и 7-летний кредит под Libor+350б.п. Мы полагаем, что в результате сделки с IFC чистая долговая позиция Содружества сократится на \$45-50 млн, и структура финансирования в целом станет более благоприятной. Выплаты по всем долгосрочным кредитам Содружества начинаются с декабря 2009 года, т.е. после погашения облигационного займа, при этом доля краткосрочных кредитов в структуре обязательств Содружества еще до сделки с IFC сократилась примерно до 20%.

Группа демонстрирует впечатляющий рост продаж после долгожданного запуска калининградского проекта

По результатам 1-го полугодия ориентир Содружества по годовой EBITDA на уровне \$50 млн представляется вполне достижимым. При этом, за счет впечатляющего роста продаж в последние три месяца 2007 календарного года (после запуска первой очереди маслоэкстракционного завода) выручка за июль-декабрь составила 88% от выручки за весь прошлый год. Рентабельность вернулась на уровень 9% EBITDA после завершения периода наиболее масштабных капвложений.

Прогноз долговой нагрузки: 4.0-4.5x Чистый долг/EBITDA

В целом, мы не ожидаем радикального сокращения долга в 2008 году, поскольку, во-первых, у компании возникают сезонные потребности в пополнении оборотных средств на фоне роста цен на соевые бобы, а во-вторых, Содружество как производитель аграрной продукции пользуется субсидированием процентной ставки (в частности, это выражается в высоком значении показателя EBITDA/Расходы на обслуживание долга), и соответственно, не заинтересовано в быстром погашении кредитов. Исходя из результатов за 6 месяцев, мы ожидаем, что соотношение Чистый долг/EBITDA в 2008 году снизится до 4.0-4.5x.

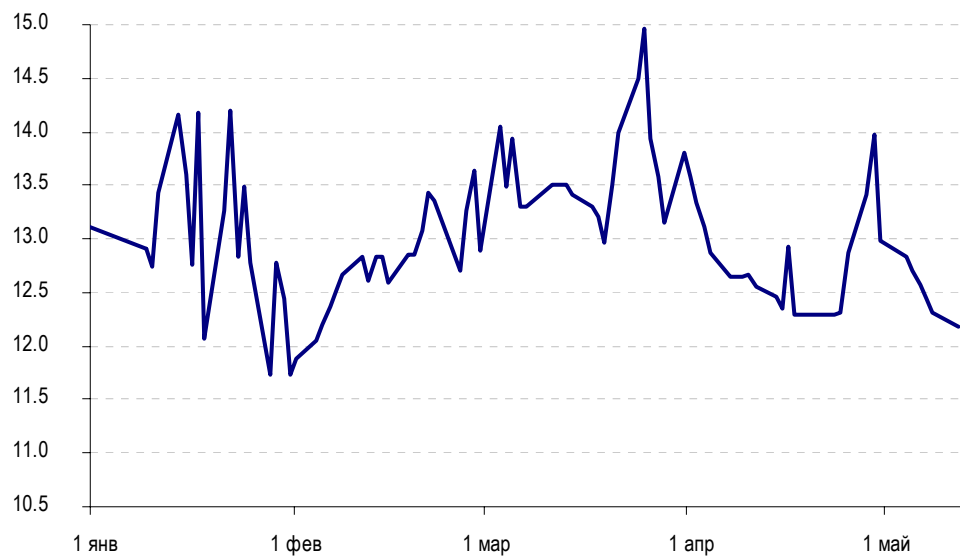
Таким образом, негативный эффект от отложенного запуска проекта в Калининграде будет постепенно нивелирован за счет запуска новых производственных площадок и портовых мощностей, роста рентабельности переработки сои, хорошей ценовой динамики рынков сельхозпродукции и наличия у Содружества собственной развитой логистики.

**Содружество
наращивает импорт
сырья в интересах
производства более
высокого уровня**

Мы отмечаем, что инвестпроекты Содружества существенно меняют российский рынок соевых ингредиентов (в первую очередь, соевого шрота), который в предыдущие годы сильно зависел от импорта готовой продукции. Запуск производственного и складского комплекса в Калининграде уже вызвал резкий рост импорта сырья (соевых бобов), а после запуска второй очереди комплекса Содружество может превратиться в крупного экспортера кормовой продукции. Кроме того, компания планирует наладить выпуск соевого масла в бутылках и наладить переработку производимого в области рапса.

Облигации Содружества в последние дни торговались с доходностью около 12.20% к погашению в октябре 2009 года. На наш взгляд, это вполне адекватная компенсация кредитного риска Содружества, хотя в целом отмечается широкий разброс котировок из-за невысокой ликвидности выпуска и сравнительно длинной дюрации (1.37 года). Однако, учитывая хороший потенциал роста показателей компании, мы считаем, что бумаги Содружества могут заинтересовать buy-and-hold инвесторов.

Доходность облигаций Содружество-Финанс



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ТОРГОВЫЕ РЕКОМЕНДАЦИИ

КМБ Банк-2 лучше, чем МДМ Банк-3

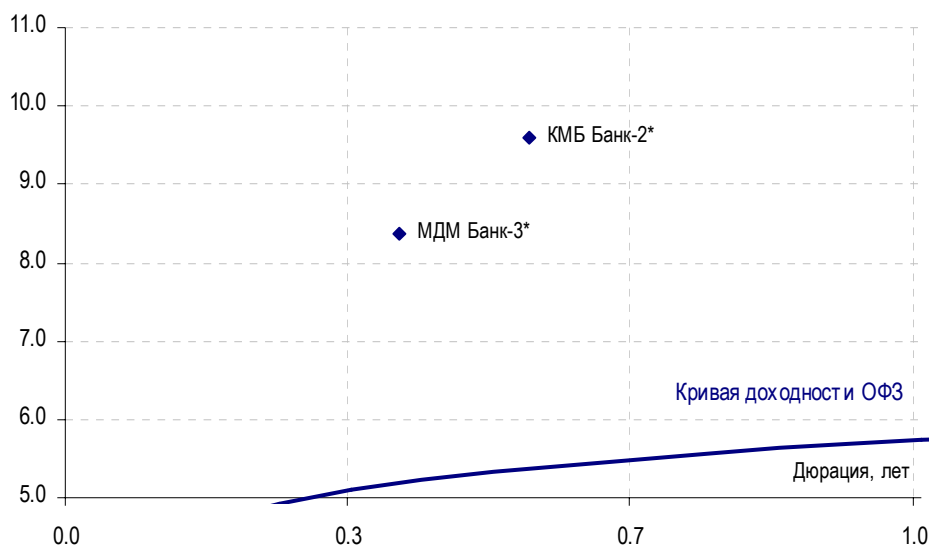
Мы обращаем внимание инвесторов на существенное расширение спредов рублевых облигаций КМБ Банка второй серии против несколько более короткого выпуска МДМ-Банк-3. Доходность выпуска КМБ Банк-2 к оферте в декабре 2008 года (дюрация 197 дней) составляла вчера 9.59%, в то время как доходность МДМ-Банк-3 к оферте в октябре 2008 года (дюрация 142 дня) находилась вчера на уровне 8.37%.

По нашему мнению, данная ситуация является аномальной с фундаментальной точки зрения. Не вдаваясь в детальное сопоставление кредитных характеристик обоих банков, мы предлагаем довериться мнению международных рейтинговых агентств, которые оценивают кредитное качество Банка КМБ (Ваа3) на уровень выше, чем МДМ Банка (Ва1/ВВ/ВВ).

Несмотря на то, что крупнейший акционер КМБ Банка - Intesa Sanpaolo (Aa2/AA-/AA-) - не является поручителем по выпуску КМБ банка, нам сложно представить ситуацию, когда крупнейшая итальянская банковская группа с активами более 570 млрд. евро пожертвует своей репутацией на одном из самых перспективных и интересных для нее рынков.

Мы считаем, что данная ситуация может быть интересна держателям бумаг МДМ-Банк -3, т.к. представляет возможность альтернативного вложения в более доходные облигации эмитента с лучшим кредитным качеством, которые также находятся в ломбардном списке ЦБ. Сегодня выпуск МДМ-Банк-3 можно продать на рынке с доходностью около 8.6%, а купить выпуск КМБ-банк-2 с доходностью порядка 9.3%. Мы не считаем, что небольшая разница в дюрации и отсутствие выпуска КМБ в котировальном списке А1 оправдывает текущую разницу в доходностях выпусков.

Доходность облигаций на 12 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

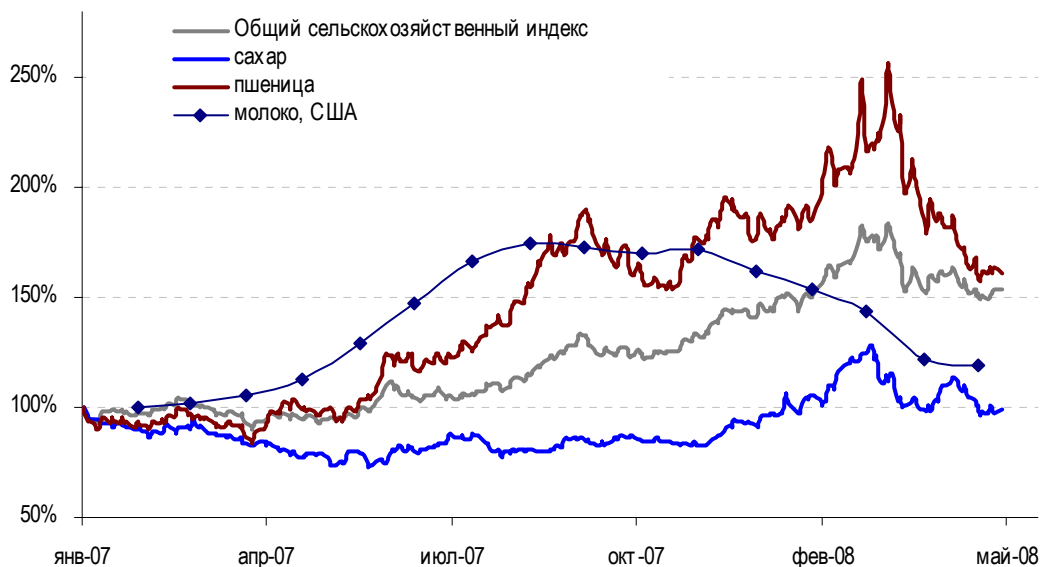
ЭКОНОМИКА

Продовольственная инфляция замедлится

По целому ряду продовольственных товаров на мировом рынке наблюдается сильная коррекция

Похоже, конъюнктура на мировом рынке продовольствия постепенно меняется. В течение последних двух месяцев по целому ряду товаров – пшеница, крупы, сахар, молоко наблюдается сильная коррекция. Правда снижение цен происходит не по всему спектру продуктов питания – стоимость риса и кукурузы, к примеру, продолжает бить рекорды. Но, по нашему мнению, есть все основания говорить о том, что повышательный ценовой тренд на мировом рынке продовольствия себя исчерпал.

Ценовая конъюнктура на продовольственные товары в мире (31.12.2006 = 100%)



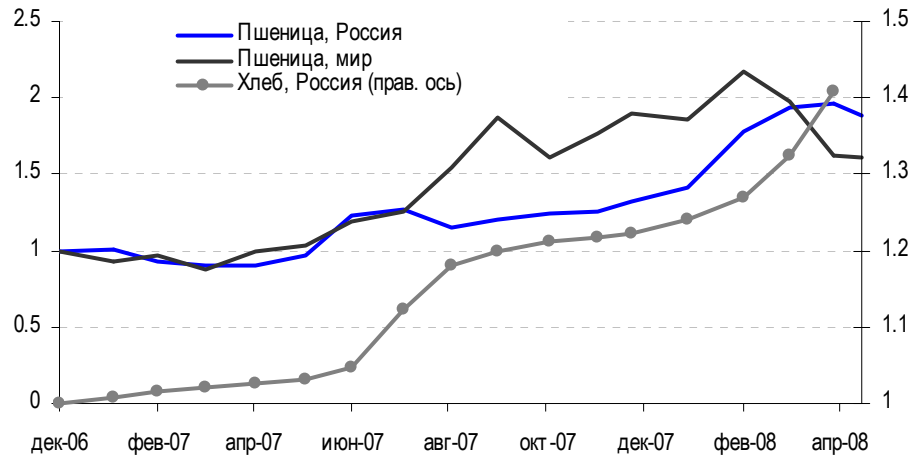
Все показатели, кроме цен на молоко рассчитаны из индексов S&P GSCI

Источник: Bloomberg

Изменение мировой конъюнктуры на продовольственные товары должно затронуть и Россию. Мы ожидаем снижения продовольственной инфляции уже в июне

Мы считаем, что в ближайшие месяцы изменение мировой конъюнктуры на продовольственные товары должно затронуть и Россию. По данным SovEcon с середины апреля на российском рынке начали снижаться оптовые цены на пшеницу, рожь, подсолнечное масло. По нашему мнению, тот ошеломляющий рост потребительских цен на хлеб, молочные продукты и подсолнечное масло, который мы наблюдали с лета прошлого года, должен наконец прекратиться. Уже в июне мы ждем значительного снижения продовольственной инфляции. Предоставляемые Росстатом недельные данные также подтверждают замедление темпа роста цен на ряд ключевых продовольственных товаров в конце апреля – начале мая.

Зависимость цены на хлеб в России от мировой конъюнктуры (31.12.2006 = 100%)



Источник: Bloomberg, Росстат, SovEcon

**Поэтому летом от
денежных властей
стоит ожидать
умеренных действий по
ограничению роста
денежной массы**

По нашим оценкам, снижение продовольственной инфляции в целом будет иметь сдерживающий эффект на ограничительную денежно-кредитную политику России. В то же время, в этом случае рост цен на продовольствие уже нельзя будет использовать для «оправдания» зашкаливающей потребительской инфляции. Темпы роста цен на непродовольственные товары продолжают увеличиваться, что мы связываем со вторичным инфляционным эффектом всплеска цен на продукты питания. Поэтому, по нашему мнению, летом от денежных властей стоит ожидать умеренных действий по ограничению роста денежной массы.

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	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
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.