

Рублевые корпоративные облигации

29 мая 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- X5: квартальная отчетность, перспектива РЕПО » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Денежная масса поможет » стр. 4
- Мелкие подробности больших интервенций » стр. 5

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск Разгуляй-4 (3 млрд руб.) размещен под 12.04% годовых к оферте через 1 год
- Ставка купона АвтоВАЗ БО-3 (1 млрд руб., 1 год) составила при размещении 9.20%

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

29 мая	Аукцион ОБР-5 (10 млрд руб., погашение 15 сентября 2008 года)
4 июня	Размещение Татфондбанк-4 (1.5 млрд руб., 1.5-годовая оферта) Аукцион ОФЗ-ПД 25062 (6 млрд руб., дюрация 2.7 года) Аукцион ОФЗ-АД 46022 (11 млрд руб., дюрация 9.1 года)
5 июня	Заседание ЕЦБ по ставкам
11 июня	Аукцион ОФЗ-ПД 26200 (8 млрд руб., дюрация 4.4 года) Аукцион ОФЗ-АД 46020 (7 млрд руб., дюрация 12.2 года)

Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-6	100.59	+ 9	1.1	6.52%
ЛУКОЙЛ-4	100.49	+ 9	4.5	7.42%
ОГК-5	99.20	+ 9	1.3	*8.29%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	101.80	+ 80	1.4	8.84%
СевстАвто-2	97.85	+ 27	2.0	*9.01%
ТМК-2	100.00	+ 14	0.8	7.72%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-5	100.00	- 15	0.6	6.76%
РЖД-7	101.90	- 10	3.8	7.17%
Газпром-7	100.05	- 5	1.4	6.86%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	99.55	- 45	1.9	*8.83%
Петроком-2	98.80	- 15	1.2	9.74%
ЦентрТел-4	106.55	- 15	1.1	8.24%

*к оферте

Индикаторы

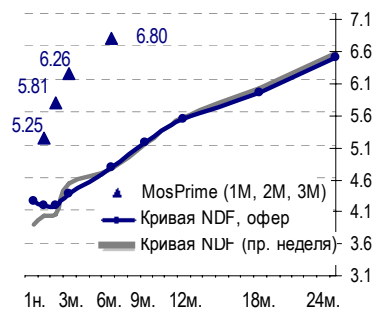
Долларов США за Евро	1.5793	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	23.5518	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 127.25	- 2.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.62%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.41%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	143	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	540.3	+ 18.6
Остатки на д/с, млрд руб.	147.0	- 85.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 31.5	

Объем торгов на ММВБ

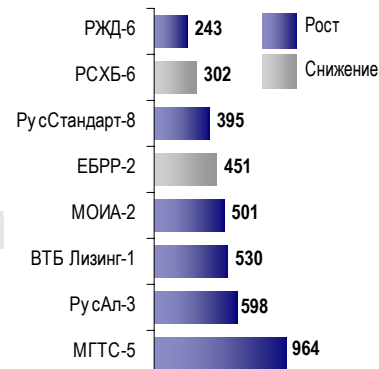


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Х5: квартальная отчетность, перспектива РЕПО

Х5 демонстрирует уверенный рост, долговая нагрузка – без сюрпризов

Сегодня Х5 опубликовала результаты за 1кв2008. По всем трем форматам (гипермаркет, супермаркет, софт-дискаунтер) продажи в рублевом выражении выросли как минимум в 1.5 раза по сравнению с 1кв2007, убедительно выглядят и показатели рентабельности. Долг компании увеличился с начала 2008 года на \$106 млн, в то время как рост показателя EBITDA к 1кв2007 составил 50%. В результате долговая нагрузка снизилась, соотношение Долг/EBITDA в годовом выражении составляет около 2.8x (по Чистому долгу – 2.6x).

Облигации Х5 выглядят предпочтительнее 7К, особенно с учетом возможного включения в Ломбардный список

На наш взгляд, облигации Х5 выглядят сейчас привлекательнее бумаг Седьмого континента. Хотя в ближайшие месяцы рост цены Х5-1 будет сдерживаться ожиданиями по новому увеличению долга компании и длинной дюрацией выпуска, умеренный рост котировок вполне возможен после включения бумаг в список РЕПО Банка России. Формальных препятствий для этого не осталось после того, как S&P присвоило ООО «ИКС 5 Финанс» рейтинг BB-.

Финансовые результаты Х5 Retail Group, \$ млн

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Чистый долг	Чистый Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2006	3 485	26.7%	297	8.5%	999	3.4x	4.1x
1кв2007	1 106	25.9%	107	9.7%	-	-	-
2007	5 320	26.4%	479	9.0%	1 539	3.2x	3.8x
1кв2008	1 786	25.7%	161	9.0%	1 678	2.6x	4.9x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Долговая нагрузка Х5 вновь вырастет во 2-м полугодии – средства от допэмиссии акций покрывают только затраты на Карусели

Текущие потребности Х5 в рефинансировании относительно невелики: доля краткосрочного долга в структуре заимствований составляла на конец марта около 20% (\$358 млн). Соответственно, долговая позиция Х5 в 2008 году будет определяться размерами инвестпрограммы (\$1.2-1.4 млрд) и активностью в сфере M&A. Значительные средства потребуются также на интеграцию гипермаркетов Карусели.

Как мы уже отмечали, средств от SPO скорее всего будет недостаточно для того, чтобы полностью покрыть потребности Х5 в финансировании на текущий год – допэмиссия компенсирует только затраты на приобретение Карусели. За счет долговых источников Х5 необходимо будет привлечь порядка \$500 млн (без учета возможного рефинансирования облигационного займа Карусели на 2 млрд руб. с офертой в сентябре 2008 г.).

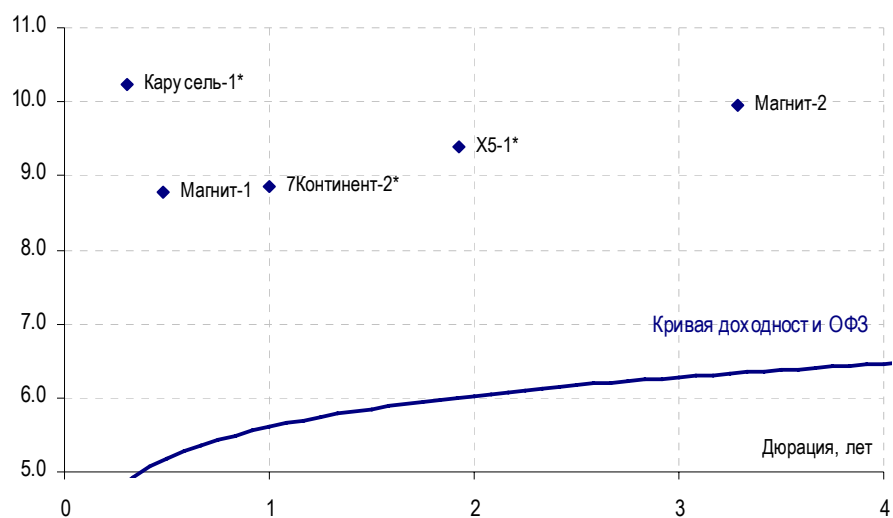
Доходность бумаг 7К за последний месяц опустилась ниже 9%; мы считаем, спрэд между бумагами 7К и Х5 должен сузиться

Таким образом, потенциал роста долговой нагрузки компании в ближайшие месяцы будет оказывать давление на котировки облигаций компании. Тем не менее, в настоящее время рублевый выпуск Х5 выглядит интереснее более короткого выпуска 7К, который также раскрыл на этой неделе финансовые показатели за 1кв2008.

По показателю Долг/EBITDA компании сравнимы: у Седьмого континента он находится на уровне 2.3x. Однако Х5 демонстрирует гораздо более впечатляющие темпы развития: рост продаж LfL за 1-й квартал у Х5 составил 29%, у 7К – 24%; Х5 открыла 62 новых магазина, 7К – всего шесть. Разница в выручке компаний приближается к пятикратной.

Бумаги Х5 торгуются в последние дни с доходностью около 9.40% YTP (дюрация 1.9 лет), облигации Седьмого континента – 8.90% YTP (дюрация 1 год). Несмотря на разницу в дюрации, бумаги Х5, на наш взгляд, выглядят более интересно. Дополнительным стимулом к приобретению облигаций Х5 могло бы стать их включение в список РЕПО ЦБ.

Доходность облигаций на 29 мая



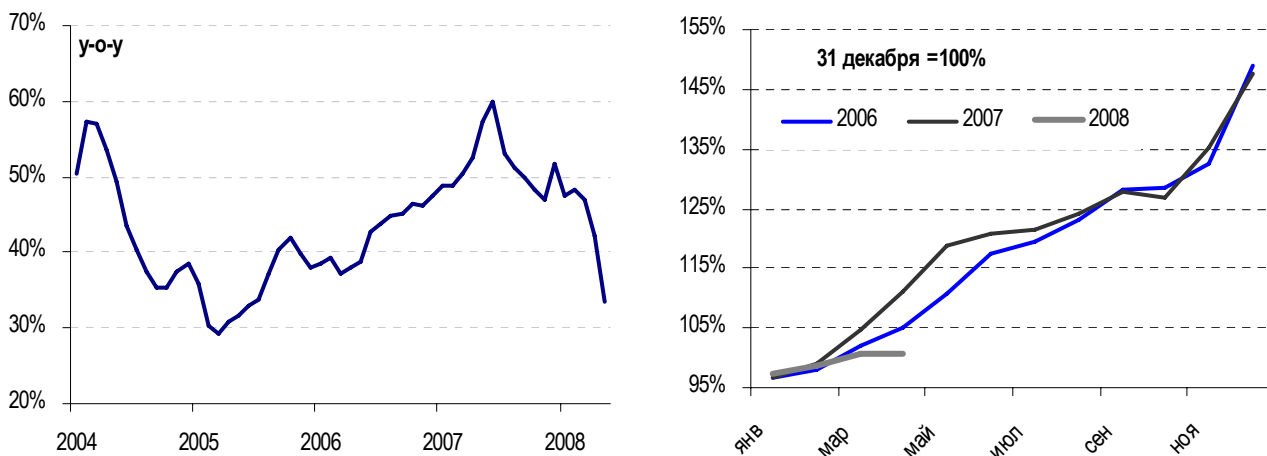
Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Денежная масса поможет

Минфин и ЦБ заявляют о беспрецедентно низком росте денежной массы в этом году. В мае годовые темпы прироста M2 составили 33%, вплотную приблизившись к прогнозируемому диапазону ЦБ на 2008 год (24-30%). За четыре месяца этого года объем денежной массы фактически не увеличился, чего еще не было в послекризисный период. Это дало Алексею Кудрину и Сергею Игнатьеву основания для оптимизма по поводу выполнения цели по инфляции на этот год.

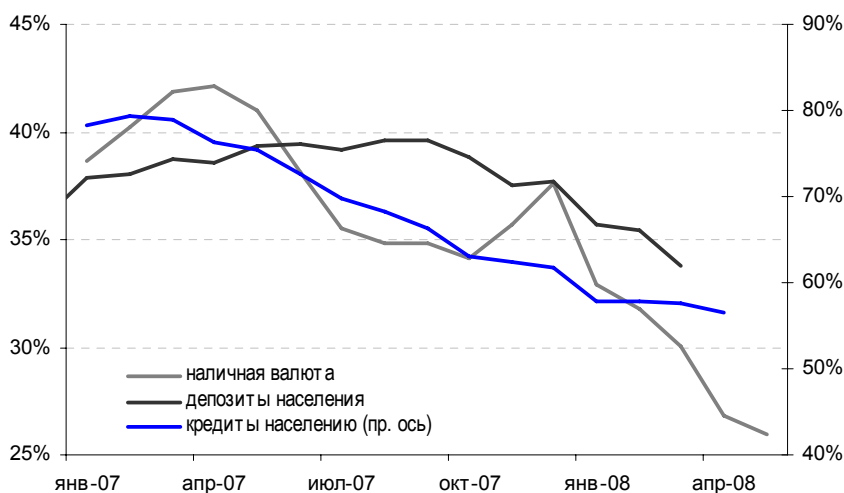
Динамика денежного агрегата M2



Источник: Банк России

По нашему мнению, не стоит переоценивать значение данных по агрегату M2. Мы считаем, что столь низкие годовые темпы роста M2 в начале этого года во многом объясняются чрезвычайно высоким ростом этого агрегата в прошлом году, вызванным притоком денежных средств от распродажи активов ЮКОСа и IPO двух государственных банков. В случае с активами ЮКОСа рост денежного обращения был по сути искусственным и временным: в октябре часть этих денег в размере 450 млрд. руб. ушла в бюджет. Без учета данных средств агрегат M2 увеличился в мае 2008 года не на 33%, а на 39% в годовом исчислении.

Динамика наличной валюты, кредитов и депозитов населению (y-o-y)



Источник: Банк России

В то же время, мы не можем не отметить снижение монетарного давления в этом году. Об этом в частности свидетельствуют снижающиеся темпы роста наличной валюты в обращении, кредитов населению, привлекаемых банками депозитов. С августа прошлого года внешний рынок капитала закрыт для большинства российских компаний и банков, что не может пройти безболезненно для нашей экономики.

Мы полагаем, что в конце концов снижение монетарного давления должно положительно сказаться на инфляции и негативно - на экономическом росте. Даже у государственных корпораций не хватит ресурсов, чтобы восполнить нехватку длинных денег в экономике. Однако мы ожидаем, что снижение монетарного давления начнет реально воздействовать на инфляцию только в конце 2008 - начале 2009 года. Но это не помешает денежным властям заявлять об эффективности предпринимаемых ими мер уже сейчас.

Как мы уже писали, по нашим расчетам темпы инфляции начнут замедляться уже с июня. Причина тому - эффект высокой базы и падение мировых цен на продовольствие, а никак не снижение темпа роста денежной массы. Однако, по нашему мнению, позитивная динамика инфляции и денежной массы позволит денежным властям чувствовать себя более спокойно и воздержаться от резких шагов по ужесточению денежно-кредитной политики наподобие тех, которые предпринимаются сейчас на Украине. Летом возможно повышение ставок ЦБ на 0.25%, а ранней осенью нормативов ФОР на 0.5%.

Мелкие подробности больших интервенций

Сегодняшнее выступление председателя ЦБ Сергея Игнатьева пролило свет на принципы осуществления регулярных валютных интервенций, которые с середины мая начал осуществлять Банк России. Как мы и предсказывали, ежемесячные объемы этих интервенций определяются исходя из планируемого размера конвертации бюджетных средств для пополнения Резервного фонда и Фонда будущих поколений (см. наш обзор от 15 мая). По нашим оценкам сейчас – это около \$10 млрд. в месяц.

Однако, по словам Алексея Улюкаева, объем регулярных интервенций в мае составил всего лишь \$3 млрд. Вероятно, ЦБ решил в этом месяце ограничиться таким скромным объемом, так как в начале мая Банк России уже купил недостающие \$7 млрд. Таким образом, мы ожидаем, что с июня ежедневный объем регулярных покупок валюты ЦБ должен увеличиться.

В то же время, в следующем месяце валютный рынок может не заметить регулярных интервенций ЦБ. Заявления Алексея Улюкаева о плавном укреплении рубля и Сергея Игнатьева о постепенном расширении валютного коридора, похоже, снова привлекли валютных спекулянтов к российской валюте. В результате стоимость бивалютной корзины опустилась до уровня поддержки ЦБ (29.61 руб.), что ставит под сомнение надежды руководителей Банка России на увеличение волатильности курса рубля.

На наш взгляд, оптимизм участников рынка не слишком оправдан. Если укрепление рубля к бивалютной корзине и будет происходить, то очень медленно, растянуто во времени и не превысит 1% в этом году. Мы считаем, что ЦБ не допустит сильного снижения бивалютной корзины, так как и без этого номинальный эффективный курс рубля начинает расти из-за серьезного укрепления доллара на мировых рынках. В результате, мы ожидаем, что в мае укрепление реального эффективного курса рубля превысит 1%, достигнув 3.3% с начала года. По нашему мнению, это не слишком комфортный уровень для ЦБ.

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.