

Рублевые корпоративные облигации

16 июля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Крупнейшие ритейлеры: операционные результаты 1 п/г 2008 » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Неопределенное укрепление рубля » стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5918	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	23.1063	- 0.5 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 138.59	- 3.4 %
Москва-39, дох. % год.	7.54%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.59%	- 1 б.п.

Остатки на к/с, млрд руб.	591.1	- 21.8
Остатки на д/с, млрд руб.	466.0	- 9.2
Сальдо операций с ЦБ	+ 123.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

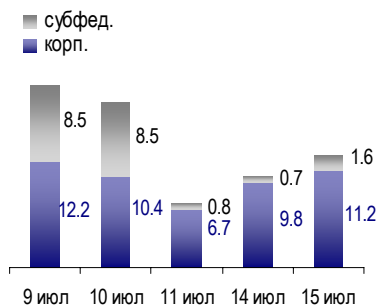
СКОРО

- Планируется выпуск Сибирская Аграрная Группа-2 (1 млрд руб.)

ВЧЕРА

- ВТБ-Лизинг-2 (10 млрд руб.) размещен под 9.20% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

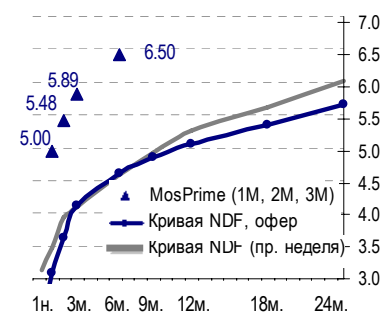


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

16 июл	Размещение М-Индустрия-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
17 июл	Размещение КОМОС Групп-1 (2 млрд руб., годовая оферта) Аукцион ОБР-6 (20 млрд руб., погашение 15 декабря 2008 года)
21 июл	Уплата НДС
22 июл	Размещение Нижне-Ленское-Инвест-3 (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
23 июл	Аукцион ОФЗ-ПД 26201 (7 млрд руб.) Аукцион ОФЗ-АД 46021 (11 млрд руб., дюрация 7.2 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-7	99.80	+ 30	1.2	7.06%
ОГК-5	98.80	+ 30	1.2	*8.73%
Мосэнерго-2	98.29	+ 29	3.1	*8.37%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Белон-1	100.00	+ 15	0.9	9.29%
Зенит-3	100.55	+ 10	0.8	*9.37%

Лидеры падения

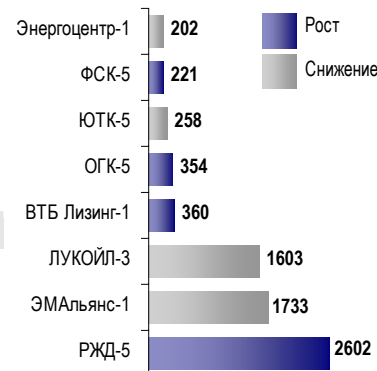
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	90.00	- 75	5.6	10.29%
АИЖК-8	90.80	- 60	4.1	*10.40%
АИЖК-11	90.14	- 41	5.3	10.54%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	99.25	- 25	1.8	*9.02%
ВБД-2	99.90	- 20	2.2	9.25%
Промсвязь-5	98.50	- 15	0.8	*10.09%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Крупнейшие ритейлеры: операционные результаты 1 п/г 2008

На текущей неделе стали доступны операционные результаты трех крупных розничных сетей – X5, Магнита и Седьмого Континента. Главный вывод – X5 и Магнит продолжают активную экспансию, демонстрируя хорошие темпы роста выручки, сопоставимых продаж (LFL) и открытия новых магазинов. Седьмой Континент по-прежнему отстает по динамике роста, и по итогам 1 п/г 2008 г. уступает по размеру чистой выручке Магниту – в 2.5 раза, а X5 – почти в 5 раз. Хотя операционные результаты практически никак не влияют на оценку кредитного качества компаний, мы полагаем, что на сегодняшний день относительно привлекательно выглядят только бумаги X5 с доходностью около 10.16% и дюрацией 1.86.

Наиболее полные операционные данные раскрывает группа X5, причем в отчете за 1-е полугодие впервые приведены результаты сети гипермаркетов Карусель. Мы отмечаем динамичный рост продаж – в рублевом выражении выручка увеличилась на 48% по сравнению с 1 пол2007 и с учетом Карусели достигла 103 млрд руб. Остальные операционные показатели X5 выглядят следующим образом:

- рост продаж LFL в рублевом выражении (без Карусели) – 27%;
- средний чек увеличился на 14%, количество покупателей – на 30%, трафик – на 7%;
- компания также отмечает 13%-й рост средней цены на товары, находящиеся в продаже в магазинах сети;
- число магазинов под управлением сети - 991 (+123 к началу 2008 года, включая 23 гипермаркета Карусели);
- прирост совокупной торговой площади – 30% (8% без учета Карусели).

Компания не приняла окончательного решения относительно возможного сохранения бренда Карусели. X5 планирует до конца августа (скорее всего, вместе с публикацией финансовой отчетности за 1-е полугодие) предоставить обновленный план по финансовым показателям 2008 года. В пресс-релизе также есть обещание информировать инвесторов о ходе урегулирования всех возможных проблем с бывшими акционерами Карусели. Напомним, что X5 получила операционный контроль над сетью Карусели 27 июня 2008 г.

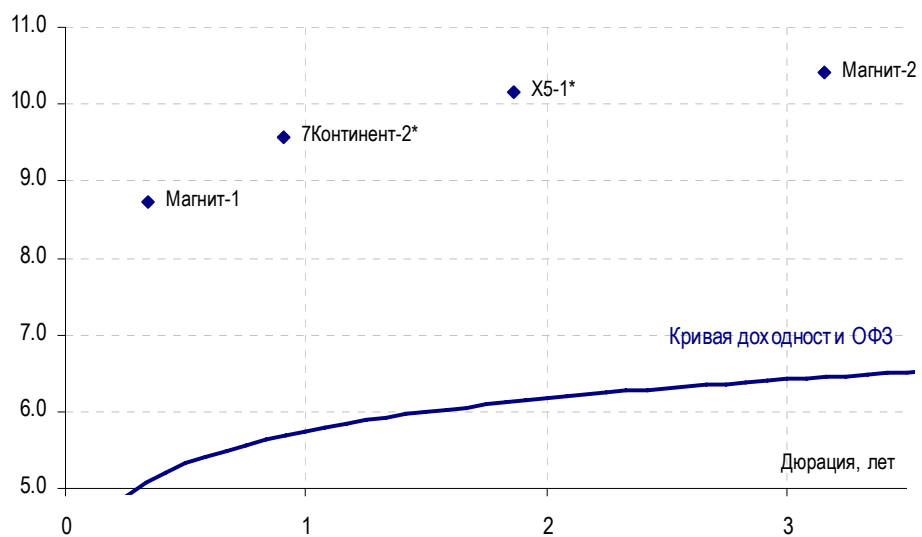
Сеть Магнит также раскрыла все ключевые операционные показатели на конец 1-го полугодия:

- чистая выручка за 6 месяцев - 58.8 млрд руб. (+39% к 1 п/г 2007 г.);
- количество магазинов – 2 321 (+124 к началу 2008 г., включая 6 новых гипермаркетов);
- рост продаж LFL в рублевом выражении – 18.4%, причем средний чек увеличился на 22%, а количество чеков – снизилось на 3.3%;
- прирост совокупной торговой площади – 25%.

Мы отмечаем, что в целом X5 и Магнит показывают схожую позитивную динамику операционных показателей. Седьмой Континент раскрывает операционные результаты в ограниченном формате и только в долларовом эквиваленте, и самое главное, отсутствуют данные о продажах LFL. Выручка 7К за 1-е полугодие увеличилась на 34% и составила \$882 млн. Что касается основной проблемы сети – низких темпов открытия новых магазинов, то и в 1-м полугодии 2008 г. компания существенно отставала от X5 и Магнита: всего за 6 месяцев Седьмой Континент открыл 10 новых магазинов, включая 3 гипермаркета. Количество магазинов 7К на конец июня – 137 (128 супермаркетов плюс 9 гипермаркетов).

Поскольку публикация операционных данных не подразумевает раскрытия финансовых показателей, которые позволили бы оценить рентабельность и долговую нагрузку сетей, результаты 1-го полугодия не могут повлиять на оценку кредитного риска. Между тем, компании сравнимы по долговой нагрузке (в пределах 2.5-3х Чистый долг/EBITDA в 1-м квартале 2008 г.), а опасения рынка связаны в основном с источниками финансирования экспансии. В особенности это касается X5 – рынок ожидает допэмиссии акций, а в случае 7К – пока нет определенности относительно среднесрочной стратегии акционеров.

Доходность облигаций на 15 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Неопределенное укрепление рубля

Участники валютного рынка гадают, где же все-таки находится новый уровень поддержки ЦБ. В понедельник они думали, что бивалютная корзина остановится у 29.36, так как на этом уровне чувствовалась определенная поддержка. Однако в конце торгов корзина без проблем пробила уровень 29.30., а во вторник корзина она опустилась еще ниже, до 29.27, и здесь рынок опять ощутил некоторую активизацию покупок валюты, после чего курс рубля начал снижаться.

Динамика бивалютной корзины 14 и 15 июля



Источник: ММББ, Reuters, оценки Райффайзенбанка

Мы не беремся утверждать, где находится сейчас нижняя граница поддержки ЦБ, но обращаем внимание на нестандартную ситуацию, к которой привели действия Банка России. ЦБ пошел на существенное укрепление рубля и на увеличение объема регулярных интервенций, в результате рынок уже несколько дней не может найти дна. Раньше, после сдвига границ бивалютной корзины, курс уже через несколько часов приходил к его новому биду. Однако существующая сейчас курсовая неопределенность – это конечно не то, чего хочет ЦБ. Люди гадают не о том, будет ли рубль ослабляться или укрепляться, а о том насколько большим будет укрепление.

Пока у спекулянтов хватает сил, чтобы продавать ЦБ ежедневно более \$1 млрд. в рамках его регулярных интервенций. Слишком привлекательным выглядит возможность дальнейшего укрепления валюты. В ситуации, когда bid ЦБ ниже 29.30, и участники рынка ожидают, что, в конце концов, корзина туда придет, уже на уровне 29.36 начинается активное открытие коротких позиций по корзине.

По нашему мнению решающим моментом в игре ЦБ и спекулянтов станут приближающиеся налоговые дни, в особенности выплата квартального НДС. Если в ближайшие дни на валютный рынок поступит еще \$10 млрд., как это было во время прошлой уплаты НДС в апреле, то стоимость корзины придет к биду ЦБ, и спекулянты смогут успешно закрыть позиции. Но ситуация с ликвидностью сейчас значительно более благоприятная, чем в апреле и столь больших объемов валюты на рынок может не прийти. По нашим оценкам в банковской системе находится около 400 млрд. руб. свободных средств. Если прибавить к этому оставшийся объем регулярных интервенций ЦБ в этом месяце, то на налоги этих денег хватит с избытком.

Поэтому мы считаем, что нынешняя ситуация напоминает пирамиду, которая может рухнуть, если у участников вдруг пропадет спекулятивный настрой и на российский валютный рынок перестанут поступать новые горячие доллары. В этом случае регулярные покупки ЦБ могут загнать курс вверх даже в период налоговый платежей.

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
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

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 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.