

Рублевые корпоративные облигации

2 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- СаНОС: извилистый путь к Газпрому » *стр. 3*
- РСХБ получает знаки поддержки от государства » *стр. 4*
- ВБД: новый рейтинг становится ближе » *стр. 5*
- Магнит: предварительный взгляд на МСФО-2006 » *стр. 5*

Индикаторы

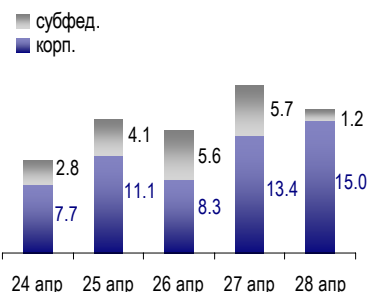
Долларов США за Евро	1.3611	- 0.3 %
Рублей за доллар США	25.7387	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 66.99	- 1.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.53%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.64%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	451.8	+ 37.4
Остатки на д/с, млрд руб.	615.7	- 63.1
Сальдо операций с ЦБ	84.7	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Планируется размещение выпуска НПО Сатурн-3 объемом 3.5 млрд руб.

Объем торгов на ММВБ

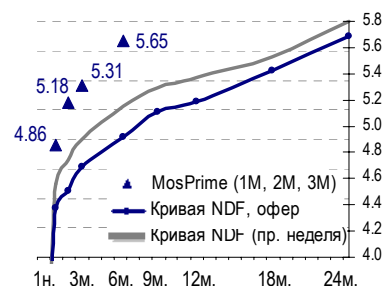


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 мая	Аукцион ОФЗ-ПД 25061 (11 млрд руб., дюрация 2.8 лет)
15 мая	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
16 мая	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (15 млрд руб., дюрация 7.9 лет)
21 мая	Уплата НДС
25 мая	Уплата акцизов, НДС
28 мая	Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	101.75	+ 44	5.2	7.19%
Газпром-9	101.20	+ 20	5.4	7.13%
РЖД-6	101.80	+ 20	3.1	6.88%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-5	102.49	+ 24	2.1	*7.76%
Ленэнерго-2	102.60	+ 20	3.9	8.02%
Зенит-2	100.85	+ 15	1.7	8.02%

Лидеры падения

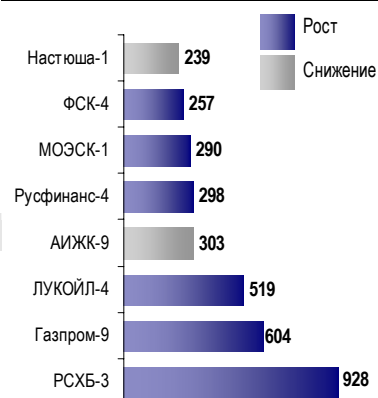
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-5	100.10	- 9	4.2	7.53%
РЖД-7	102.80	- 1	4.5	7.05%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Содружество-1	99.85	- 15	2.2	10.80%
МОИА-1	102.08	- 10	2.6	8.35%
Дальсвязь-2	104.10	- 10	2.6	*7.44%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спрэда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.40	100.05	7.50	1.81	160	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.55	7.23	0.80	165	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.90	101.95	7.54	1.07	185	180	↓ 5
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.40	102.30	7.40	1.09	170	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	99.75	9.02	1.90	309	350	↑ 40
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.40	100.70	7.81	3.74	161	180	↑ 20
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.75	99.75-99.90	8.79	1.32	301	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.70	100.20-100.60	8.32	2.16	235	240-260	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.95	101.00	7.22	2.22	123	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	102.05	101.35	7.26	4.10	102	120	↑ 20
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.96	1.77	206	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.00	7.55	2.27	155	140	↓ 15
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.50	8.83	3.32	267	300	↑ 35
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.60	100.20-100.40	9.86	1.12	415	530-550	↑ 115-135
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	8.88	1.90	295	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	103.00	-	9.43	3.73	323	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.10	109.75	8.18	2.56	211	190	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.95	104.45	8.18	3.09	206	190	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.25-103.60	8.15	1.80	225	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.70	103.10-103.35	7.69	1.47	187	210-230	↑ 25-45



СаНОС: извилистый путь к Газпрому

**Возможно
Правительство Башкирии
уже продало часть акций
СаНОСа структурам
близким к Газпрому**

Сегодня Ведомости со ссылкой на источники в Газпроме сообщают о том, что правительство Башкирии уже продало структурам, близким к НПФ Газфонд, значительный пакет акций Салаватнефтеоргсинтеза. Официального объявления о сделке пока не было и мы полагаем, что даже если опубликованная информация окажется достоверной, то формальное вхождение СаНОСа в группу Газпрома затянется еще на несколько месяцев.

**Фундаментальной
переоценки риска СаНОСа
мы не ожидаем, «фактор
Газпрома» уже в цене**

Доходности облигаций СаНОСа, на наш взгляд, уже в достаточной мере учитывают фактор будущего перехода под контроль Газпрома, и мы не видим в сегодняшних новостях существенного повода для переоценки рисков компании. Однако высокая текущая доходность бумаг СаНОСа и общий дефицит инвестиционных идей на рынке могут вызвать кратковременный всплеск спроса на облигации компании.

История с возможным переходом СаНОСа под контроль Газпрома длится уже более года. За это время в прессе неоднократно появлялись новости о том, что сделка уже завершена, однако впоследствии они оказывались недостоверными. Мы считаем, что вероятность покупки Газпромом как минимум контроля в компании за счет уменьшения доли правительства Башкирии очень вероятна, однако не ожидаем, что сделка завершится быстро. Для Газпрома нет необходимости торопиться в этом вопросе, т.к. де-факто он осуществляет операционный контроль над компанией.

**СаНОС, возможно, будет
много занимать в
ближайшее время**

В качестве одного из определяющих факторов кредитного качества СаНОСа мы выделяем достаточно высокую потребность в инвестициях, которые, судя по всему, будут финансироваться в значительной мере за счет долговых источников. Еще в октябре 2006 г. внеочередное собрание акционеров одобрило будущие сделки на весьма крупные суммы, в т.ч. размещение рублевых облигаций в объеме до 10 млрд руб.

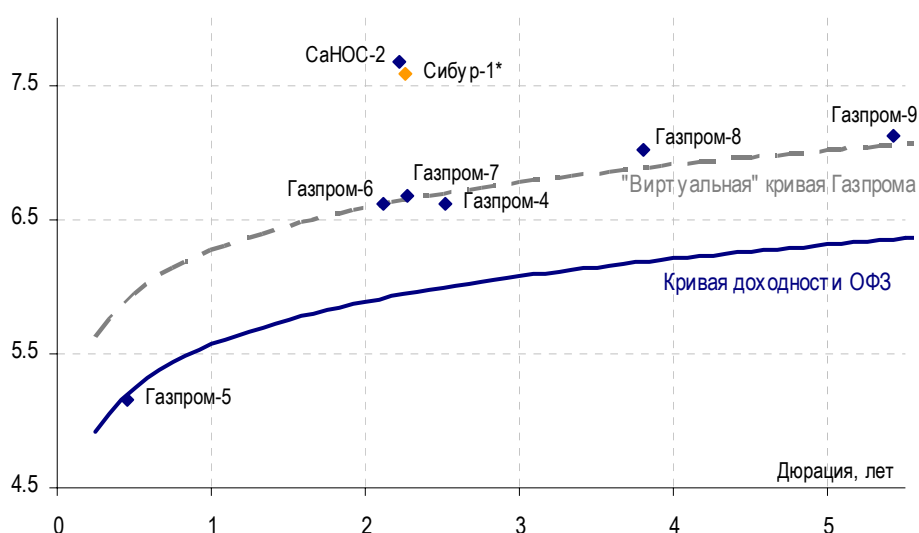
**Бумаги СаНОСа уже
оценены вполне
адекватно**

По нашему мнению, «справедливый» спрэд СаНОСа без учета ожиданий относительно вхождения в структуру Газпрома составлял бы 200-220 б.п. к ОФЗ (на одном уровне с бумагами НКНХ). Текущие спрэды бумаг Салавата (около 175 б.п. к ОФЗ), на наш взгляд, уже содержат в себе достаточный дисконт за «фактор Газпрома».

**Риск Сибура выглядит
предпочтительнее**

Среди нефтехимических компаний, входящих в сферу влияния Газпрома, мы продолжаем считать кредитный риск Сибура более предпочтительным по сравнению с СаНОСом. Сибур представлен более современными предприятиями, рентабельность компании существенно выше, а долговая нагрузка – ниже, чем у Салавата. Поэтому бумаги Сибура представляются нам более привлекательными для покупателей с длинным инвестиционным горизонтом.

Доходность облигаций на 28 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

РСХБ получает знаки поддержки от государства

**Государство может
внести деньги в капитал
РСХБ уже в 2007 году**

В понедельник председатель правления РСХБ г-н Трушин объявил о планах увеличения уставного капитала банка до 50 млрд руб. к 2010 г. (в настоящее время - 20.8 млрд руб.). При этом часть средств, которые планировалось выделить банку из бюджета в 2008 г. (5.7 млрд руб.) могут пойти на увеличение капитала уже в текущем году. Сегодня Ведомости сообщили о том, что вице-премьер Дмитрий Медведев поддержал эту идею.

Таким образом, потребность РСХБ в постоянном увеличении капитала будет в ближайшие три года удовлетворяться только за счет государства. Мы по-прежнему придерживаемся мнения о том, что приватизация банка до 2010 г. маловероятна и не имеет серьезной поддержки ни в Правительстве, ни в самом банке.

В бюджете на 2008 год предусмотрены 5.7 млрд руб. на выкуп дополнительных эмиссий акций Россельхозбанка. По словам г-на Трушина, в настоящее время рассматривается вопрос о переносе этих средств на 2007 год. Кроме того, в течение 2007 года в качестве вноса в уставный капитал банку должны быть переданы более 100 зданий бывших расчетно-кассовых центров ЦБ (оценка рыночной стоимости – около 1 млрд руб.) и сумма возвращенных долгов сельхозпредприятий перед бюджетом, по которым РСХБ выступает в качестве агента (еще около 600 млн руб.).

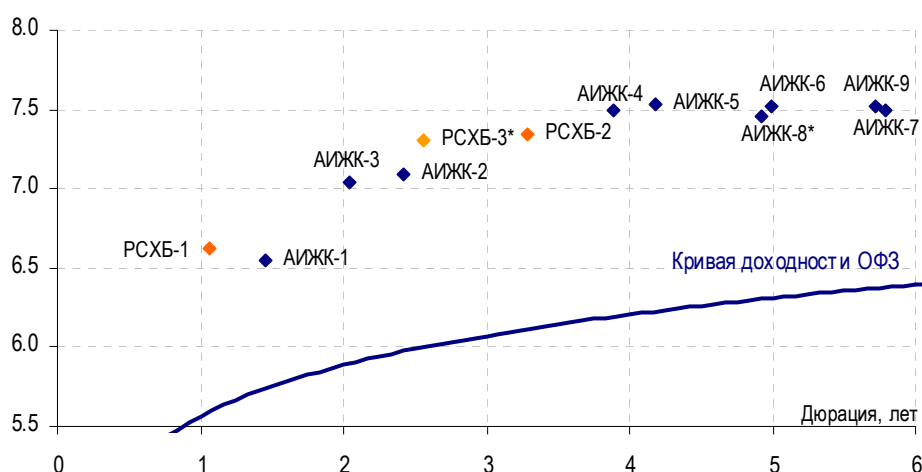
**Фактор господдержки
будет оставаться
ключевым для РСХБ**

Учитывая стремительный рост кредитного портфеля банка (в 2.8 раза за 2006 год, по данным отчетности РСБУ), предложения менеджмента по опережающему росту капитала выглядят вполне обоснованными. РСХБ является одним из ключевых инструментов в реализации нацпроекта по развитию АПК, поэтому мы считаем вероятность дополнительных вливаний государства в капитал банка достаточно высокой, хотя реализация этих планов может замедляться длительными процедурами согласования в Правительстве.

**Бумаги РСХБ оценены
вполне адекватно**

При условии сохранения высоких темпов роста и господдержки, РСХБ должен закрепиться в Топ-10 российских банков. Мы полагаем, что инвесторы и рейтинговые агентства будут и далее рассматривать кредитный риск банка как квазисуверенный. Наша оценка «справедливого» спреда бумаг РСХБ: 120-140 б.п. к ОФЗ. По нашему мнению, все три рублевых выпуска РСХБ оценены в настоящий момент вполне адекватно, при этом спекулятивный потенциал бумаг РСХБ очень невелик.

Доходность облигаций на 28 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ВБД: новый рейтинг становится ближе

Рейтинг ВБД перемещен в категорию CreditWatch, ожидаем повышения на одну ступень

В пятницу агентство S&P поместило рейтинг ВБД в список CreditWatch с возможностью повышения. Мы ожидали такого решения: в нашем ежедневном обзоре от 29.03 мы высказали мнение о том, что текущий кредитный рейтинг ВБД (В+) существенно недооценивает операционные и финансовые результаты компании. На наш взгляд, вероятность повышения рейтинга ВБД на одну ступень по итогам пересмотра весьма высока. Единственным фактором, который может удержать S&P от повышения рейтинга компании, на наш взгляд, может стать активность ВБД в области сделок M&A. Однако мы склоняемся к мнению о том, что рейтинг, скорее всего, все же будет повышен.

Повышение рейтинга уже учтено в спредах

Мы отмечаем, что текущие цены облигаций компании уже вполне соответствуют доходностям рейтинговой категории «BB-/BB», поэтому мы не ожидаем существенного сужения спредов бумаг ВБД на новостях о возможном повышении рейтинга. Текущий спред бумаг ВБД составляет около 180 б.п. к ОФЗ, что, на наш взгляд, является вполне адекватной оценкой кредитного качества компании.

Магнит: предварительный взгляд на МСФО-2006

Сегодня утром Магнит опубликовал консолидированную отчетность по МСФО за 2006 год. Основные финансовые результаты были опубликованы ранее и не принесли сюрпризов:

- выручка: \$ 2 505 млн (+58.8%);
- EBITDA: \$123 млн, маржа EBITDA: 4.9%;
- Долг: \$257 млн, Долг/EBITDA: 2.1x.

Рентабельность почти не изменилась несмотря на рост арендных расходов и зарплат

Рентабельность Магнита на уровне EBITDA практически не изменилась по сравнению с 2005 годом, однако мы отмечаем существенные изменения в структуре финансовых результатов:

- в 2006 г. валовая маржа компании повысилась на 1.5 п.п. до 18.3%;
- при этом отношение коммерческих и административных расходов к выручке также заметно выросло: с 12.7% до 14.6%.

Таким образом, Магнит в 2006 г. во многом повторил тренд развития X5 и большинства других российских ритейлеров, которые компенсируют рост арендных расходов и зарплат повышением валовой рентабельности.

Прогноз долговой нагрузки на 2007 год: 3.0-3.5x Долг/EBITDA

Долговая нагрузка Магнита составила около 2.1x Долг/EBITDA, что относительно немного для динамичного российского ритейлового сектора. Однако мы ожидаем, что в 2007 г. долг Магнита продолжит расти достаточно быстро. В зависимости от инвестиционных планов компании, мы прогнозируем, что размер долга Магнита на конец года составит \$500-650 млн, а долговая нагрузка вырастет до 3.0-3.5x Долг/EBITDA. Несмотря на ожидаемый рост долговой нагрузки, мы продолжаем считать кредитное качество Магнита очень высоким.

Дисконт Магнита к Пятерочке представляется необоснованным

На наш взгляд, рынок пока недооценивает будущий рост долговой нагрузки Магнита в 2007 году. В связи с этим мы продолжаем считать бумаги компании переоцененными: дисконт Магнита к бумагам Пятерочки представляется нам необоснованным.

Более подробный анализ отчетности Магнита за 2006 год мы опубликуем в завтрашнем ежедневном обзоре.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mraskosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@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

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