

Рублевые корпоративные облигации

30 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Копейка: решение S&P – еще один повод продать бумаги » *стр. 2*
- Аптеки привлекают капитал вместо долга » *стр. 3*
- ЮТК: МСФО-2006 без сюрпризов » *стр. 4*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3633	– 0.8 %
Рублей за доллар США	25.5167	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 75.77	– 1.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.31%	– 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.11%	+ 4 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	131	+ 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	493.5	– 42.4
Остатки на д/с, млрд руб.	481.9	+ 30.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 43.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

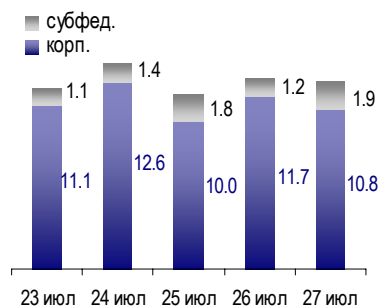
ВЧЕРА

- Завершено размещение рублевых еврооблигаций, обеспеченных лизинговыми платежами МОЭСК (объем 8.3 млрд руб.). Процентная ставка составила 8.875%.
- Ставка 3-8-го купонов по облигациям РТК-Лизинг-5 определена в размере 8.35%, погашение в 2010 году.

СКОРО

- Славинвестбанк планирует разместить облигации 3-й серии объемом 5 млрд руб.

Объем торгов на ММВБ

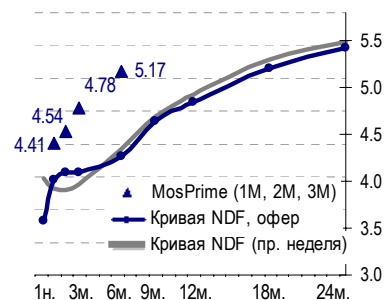


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

30 июл	Уплата налога на прибыль
31 июл	Платеж за пользование недрами за 2 кв. 2006 г.
31 июл	Размещение Держава-Финанс-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
1 авг	Аукцион ОФЗ 2010 (5 млрд руб.)
2 авг	Размещение ИнтехБанк-1 (500 млн руб, годовая оферта)
3 авг	Размещение Сибкакадеминвест (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-6	100.20	+ 5	2.5	*7.60%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	93.50	+ 50	1.3	*15.13%
ЮТК-3	101.22	+ 37	0.2	*4.76%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-6	102.25	– 40	2.9	6.68%
АИЖК-8	103.67	– 33	4.8	*7.05%
ГидроОГК-1	104.00	– 30	3.4	7.04%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мечел-2	103.50	– 37	2.6	*7.16%
НКНХ-4	104.14	– 28	1.5	*7.44%
АК БАРС-2	100.20	– 25	0.0	*0.00%

Лидеры по оборотам

	Обороты	Тренд
ФСК-2	213	Рост
Газпром-9	227	Снижение
РЖД-7	229	Рост
МОЭСК-1	247	Снижение
ФСК-4	350	Снижение
ЛУКОЙЛ-3	381	Снижение
РЖД-6	421	Снижение
ГидроОГК-1	713	Снижение

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте



**Raiffeisen
BANK**

Копейка: решение S&P – еще один повод продать бумаги

Мы разделяем опасения S&P относительно кредитного качества Копейки и считаем бумаги компании переоцененными

В пятницу агентство S&P поместило кредитный рейтинг Копейки в список CreditWatch с негативным прогнозом. Такое решение агентства связано с 2 основными причинами: существенным снижением финансовой прозрачности и агрессивным ростом долговой нагрузки. Мы разделяем мнение агентства по поводу кредитного качества Копейки и продолжаем считать облигации компании существенно переоцененными. Мы полагаем, что действия рейтингового агентства подтолкнут некоторых участников рынка к продаже облигаций компании, поэтому мы ожидаем «проседания» котировок выпусков Копейки.

Основные кредитные проблемы: агрессивные рост долговой нагрузки и снижение прозрачности

Аргументы S&P во многом совпадают с нашими оценками кредитного качества Копейки, данными в специальном обзоре «Продуктовая розница: время выбирать сети» от 12 июля. На наш взгляд, переход Копейки под контроль ФК «Уралсиб» не привел к росту кредитного качества компании. С точки зрения держателей облигаций Копейки мы оцениваем последствия этого события как умеренно-негативные:

- компания до сих пор не опубликовала финансовую отчетность за 2006 г. и, судя по сообщению S&P, не планирует раскрывать ее в ближайшее время;
- приход новых акционеров не уменьшил долговых аппетитов Копейки: основным источником финансирования экспансии остаются заемные средства.

Долговая нагрузка по итогам 2006 г., видимо, превысит 10x Долг/EBITDA

По данным S&P, размер долга компании на конец 2006 г. составил 14.8 млрд руб. (около \$560 млн). Это означает, что за последний квартал прошлого года долг Копейки вырос более чем в 2 раза (по данным меморандума, на 30.09.2006 долг составлял около 6.5 млрд руб.). Таким образом, реальный размер долговой нагрузки компании, судя по всему, выйдет за рамки 10x Долг/EBITDA на конец 2006 г., что представляется уже слишком агрессивным уровнем даже на фоне динамичного развития компании.

Мы не считаем фактор поддержки от Уралсиба определяющим для цены облигаций Копейки

В настоящий момент все 3 выпуска облигаций Копейки торгуются со спредами в 340-370 б.п. к ОФЗ, что представляется нам излишне оптимистичной оценкой кредитного риска компании. Мы отмечаем, что текущие цены облигаций Копейки основываются преимущественно на факторе финансовой поддержки со стороны Уралсиба, однако пока мы не видели реальных примеров такой поддержки. Новый акционер, судя по всему, не стремится финансировать агрессивное развитие сети Копейки за счет капитальных ресурсов.

Кредитный профиль Копейки, на наш взгляд, не сильнее Дикси

Мы в очередной раз отмечаем, что кредитный риск Копейки, на наш взгляд, является риском private equity инвестиционного проекта, финансируемого преимущественно за счет долговых источников. При этом присутствие Уралсиба добавляет инвесторам лишь психологического комфорта, де-факто не повышая оценок кредитного качества компании. Наша оценка «справедливого» спреда облигаций Копейки – на одном уровне с Дикси, – составляет 450-500 б.п. к кривой ОФЗ.

Рекомендуем «зафиксировать прибыль»

Мы полагаем, что в связи с действиями S&P некоторые инвесторы предпочтут продать бумаги Копейки. На наш взгляд, такое решение представляется адекватным, и мы рекомендуем «зафиксировать прибыль» в этих облигациях, т.к. не видим позитивных тенденций в кредитном качестве компании.

Наши ценовые ориентиры для облигаций Копейки:

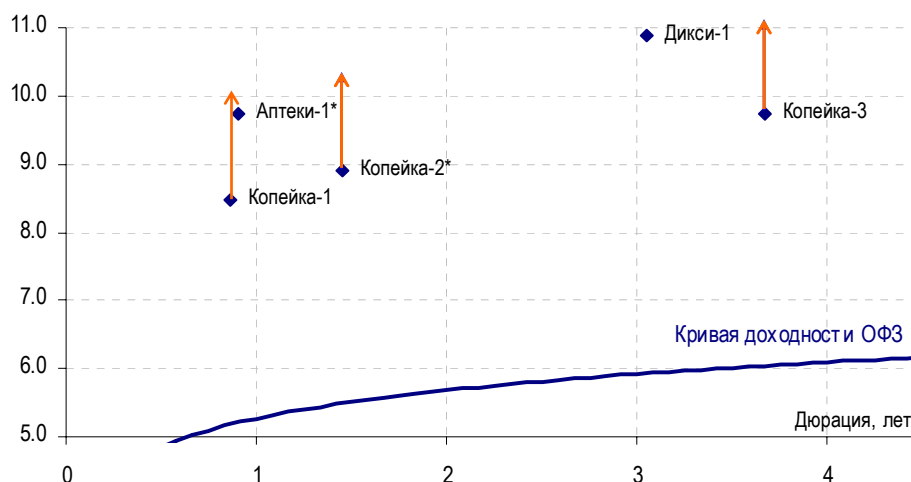
- Копейка-1: 100.30-100.40% (текущая цена: 101.00%);
- Копейка-2: 98.60-99.00% (текущая цена: 100.10%);
- Копейка-3: 98.50-99.00% (текущая цена: 101.50%).

Аптеки привлекают капитал вместо долга

Допэмиссия Аптек – несколько неожиданный, но позитивный фактор

В пятницу Аптечная сеть «36.6» сообщила о том, что планирует проведение допэмиссии на 15.8% от уставного капитала компании. Такое решение стало несколько неожиданным с учетом того факта, что инвестиционные планы компании на 2007 г., по нашим оценкам, могут быть профинансированы за счет других источников. Однако в любом случае мы оцениваем планируемую допэмиссию как позитивное с кредитной точки зрения событие. Полученные в результате размещения акций средства, по нашему мнению, могут быть использованы для новых приобретений или финансирования инвестиций следующего года.

Доходность облигаций на 30 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

По итогам 2006 г. долговая нагрузка Аптек была очень агрессивной

Напомним, что по итогам 2006 г. розничное направление бизнеса компании оказалось убыточным на уровне EBITDA (-0.3% EBITDA Margin). При достаточно существенном объеме долга (более \$240 млн) долговая нагрузка компании выглядела более чем агрессивной – даже процентные расходы не покрывались операционными финансовыми результатами. При этом на 2007 г. Аптеки поставили весьма амбициозные инвестиционные цели: программа расширения сети и строительство логистической инфраструктуры потребуют от компании затрат на сумму около \$200 млн.

Мы полагаем, что Аптеки не могут позволить себе существенно уменьшить инвестиционную активность, т.к. именно динамичное развитие компании является одним из ключевых факторов успеха на рынке акций. При этом дальнейшее увеличение финансовых заимствований для компании при текущем уровне долговой нагрузки также вряд ли возможно. Поэтому менеджмент Аптек планировал использовать другие источники финансирования инвестиций:

- продажу оставшегося пакета акций Верофарма;
- секьюритизацию торговой недвижимости на сумму \$50-100 млн.

Допэмиссия может быть связана с планированием крупной M&A сделки или отказом от продажи Верофарма или недвижимости

В сумме 2 этих источников, по нашим оценкам, было бы вполне достаточно для финансирования капитальных затрат на сумму \$200 млн, поэтому потребность в проведении допэмиссии в данный момент представляется нам неочевидной. Мы полагаем, что дополнительные средства могли понадобиться компании по следующим причинам:

- Аптеки планируют совершить крупную сделку M&A, которая не была заложена в инвестиционный бюджет компании;
- компания могла отложить продажу акций Верофарма или секьюритизацию недвижимости на более поздний срок.

**Привлечение
акционерного капитала в
любом случае является
позитивным кредитным
фактором для компании**

В любом случае, проведение допэмиссии акций является позитивным кредитным фактором для компании: оно означает, что руководство действительно планирует придерживаться политики сохранения общего размера долга на текущем уровне. В настоящий момент компания проводит активные мероприятия по повышению рентабельности бизнеса: запуск массовой программы private labels и построение собственной логистической системы. Мы полагаем, что в 2007 г. розничное направление бизнеса Аптек вполне может выйти на положительный показатель рентабельности EBITDA.

**Позитивные события уже
заложены в цену
облигаций Аптек**

В настоящий момент бумаги Аптек торгуются с доходностью около 9.80% к ofercie через 1 год, что соответствует спреду в 450 б.п. к кривой ОФЗ и около 500 б.п. к кривой NDF. На наш взгляд, это несколько оптимистическая оценка кредитного риска Аптек, которая уже полностью учитывает в себе будущие позитивные изменения (выход на положительную рентабельность, проведение допэмиссии). Поэтому мы не ожидаем сужения спредов облигаций Аптек в течение ближайших месяцев.

ЮТК: МСФО-2006 без сюрпризов

**Отчетность по МСФО
соответствует
предварительным
прогнозам**

На прошлой неделе ЮТК опубликовала отчетность по МСФО за 2006 год. Отчетность в целом соответствует предварительным оценкам и отражает основные позитивные тенденции прошлого года: снижение процентной нагрузки, умеренные инвестиционные расходы, сохранение высокой рентабельности. Однако оба рублевых выпуска ЮТК по текущим ценам представляются нам переоцененными. Мы считаем, что рейтинги компании будут отставать от других МРК Связьинвеста, поэтому потенциал сужения спредов бумаг ЮТК, по нашему мнению, практически отсутствует.

Финансовые результаты ЮТК по МСФО (млрд руб.)

Период	Выручка	OIBDA	Рентабельность по OIBDA	Чистый долг	Чистый Долг / OIBDA, раз	OIBDA / Проценты, раз
2005	18.8	4.8	25.6	23.1	4.8	1.7
2006	18.0	6.2	34.7	20.9	3.4	2.7

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

**Финансовые итоги 2006
года в целом позитивны**

Выручка ЮТК снизилась в 2006 году из-за изменения порядка межоператорских расчетов с Ростелекомом, поэтому этот эффект носит преимущественно бухгалтерский характер. Тем не менее, финансовые итоги 2006 года мы в целом оцениваем позитивно. Прежде всего, мы отмечаем существенное снижение процентных расходов: из-за изменения структуры долга отношение процентных расходов к OIBDA снизилось до 37% с 60% годом ранее.

**Рост рентабельности –
следствие изменения
схемы межоператорских
расчетов**

Мы также позитивно оцениваем операционную эффективность ЮТК: по показателям рентабельности компания не уступает другим МРК. Основным фактором роста рентабельности (OIBDA Margin увеличилась в 2006 г. с 25.6% до 34.7%) стало именно изменение схемы расчетов с Ростелекомом. Однако мы полагаем, что в ближайшие годы рейтинговые агентства в своих оценках компании продолжат ориентироваться на уровень долговой нагрузки ЮТК, который пока остается самым высоким среди МРК Связьинвеста.

**Долговая нагрузка
снижается медленно;
наш прогноз Долг/EBITDA
на конец 2007 года
– не ниже 3х**

Долговая нагрузка на конец 2006 г. по МСФО составила 3.4х Долг/OIBDA (по сравнению с 4.8х по состоянию на конец 2005 г.). В течение ближайших лет ЮТК планирует активно инвестировать (согласно планам компании, инвестиции 2007-2009 гг. составят в среднем 3 млрд руб. ежегодно), поэтому долговая нагрузка будет снижаться достаточно медленно – в большей степени за счет роста доходов, а не уменьшения долга. Судя по всему, ЮТК в среднесрочной перспективе сохранит относительно высокие показатели долговой нагрузки, а ее рейтинги будут отставать от других МРК Связьинвеста. Наш прогноз долговой нагрузки ЮТК на конец 2007 года – около 3х Долг/OIBDA.

По нашему мнению, текущие спреды облигаций ЮТК (около 180-200 б.п. к ОФЗ) в недостаточной степени отражают сравнительно высокую долговую нагрузку компании. Премия к сильнейшим МРК составляет не более 20 б.п., что мы считаем недостаточным с учетом существующей разницы в уровнях долговой нагрузки и рейтингах компаний.

**Не видим потенциала
сужения спредов**

Бумаги ЮТК отреагировали бурным ростом сначала на повышения рейтинга Moody's с «B3» до «B1», а затем на помещение агентством S&P рейтинга ЮТК в список на пересмотр с позитивным прогнозом (текущий рейтинг от S&P – «B-»). Мы все же полагаем, что спред в 180-200 б.п. «справедлив» для бумаг категории «BB», а не «B», как у ЮТК. Мы также считаем неверным рассматривать все МРК в качестве квазигосударственного риска, поскольку вероятность прямой финансовой поддержки относительно невысока.

Наша оценка «справедливого» спреда облигаций ЮТК: 220-240 б.п. к ОФЗ. По текущим ценам выпуск ЮТК-4 (доходность 7.40-7.50%, дюрация: 1.5 года) представляется нам переоцененным. Мы полагаем, что ЮТК-5, который был размещен с доходностью 7.69% к 3-летней оферте, также не будет привлекателен после выхода на торги, т.к. потенциал сужения спредов в этой бумаге практически отсутствует.

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

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
-----------------	----------------------	-------------------

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.