

Рублевые корпоративные облигации

30 июля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Дикси: по текущим ценам уже можно купить » *стр. 2*
- ОГК-2, ОГК-6: приход Газпрома по сути ничего не меняет » *стр. 3*
- Moody's повысило рейтинг ВБД с «В1» до «Вз3»
- Moody's изменило прогноз рейтинга X5 Retail (B1) на «Позитивный»
- Fitch повысило рейтинг Абсолют Банка с «В» до «А-»

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- МТС планирует до конца 2007 года разместить первый транш дебютного выпуска рублевых облигаций (объем транша 15 млрд руб., ориентировочный срок 3-7 лет)

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 31 июля Платеж за пользование недрами за 2 кв. 2006 г.
- 31 июля Размещение Держава-Финанс-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
- 1 авг Аукцион ОФЗ 25061 (5 млрд руб.)
- 2 авг Аукцион ОБР 4-02-21BR0-7 (20 млрд руб.)
- 2 авг Размещение ИнтехБанк-1 (500 млн руб, годовая оферта)
- 3 авг Размещение Сибкакадеминвест (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

Лидеры роста

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4103.38	+ 23	5.1	6.85%
РЖД-6102.45	+ 20	2.9	6.61%
ГидроОГК-1104.05	+ 5	3.4	7.02%

2 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть96.70	+ 320	1.3	*12.26%
ОМЗ-5103.14	+ 20	1.9	*7.28%

Лидеры падения

1 эшелон

Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4102.00	- 15	3.6	6.85%
РЖД-7104.34	- 11	4.4	6.67%
ОГК-5100.40	- 10	2.0	*7.42%

2 эшелон

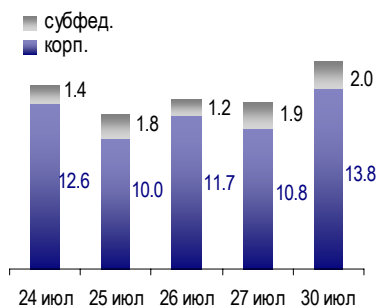
Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-3100.05	- 145	3.6	10.15%
Копейка-299.64	- 46	1.4	*9.25%
Копейка-1100.57	- 43	0.8	9.01%

*к оферте

Индикаторы

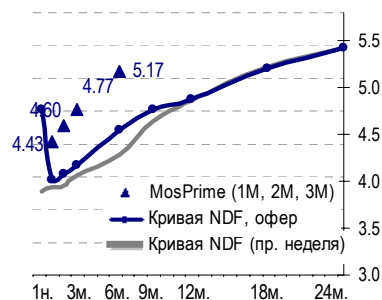
Долларов США за Евро	1.3692	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	25.5943	+ 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 76.86	- 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.34%	+ 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	6.14%	+ 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	133	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	429.9	- 63.6
Остатки на д/с, млрд руб.	449.7	- 32.2
Сальдо операций с ЦБ	+ 43.6	

Объем торгов на ММВБ

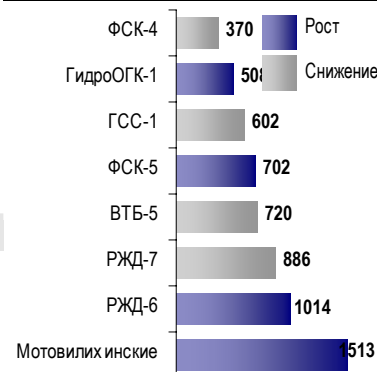


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

Дикси: по текущим ценам уже можно купить

Партнерство с Ritzio пока не имеет значения для кредитного профиля Дикси

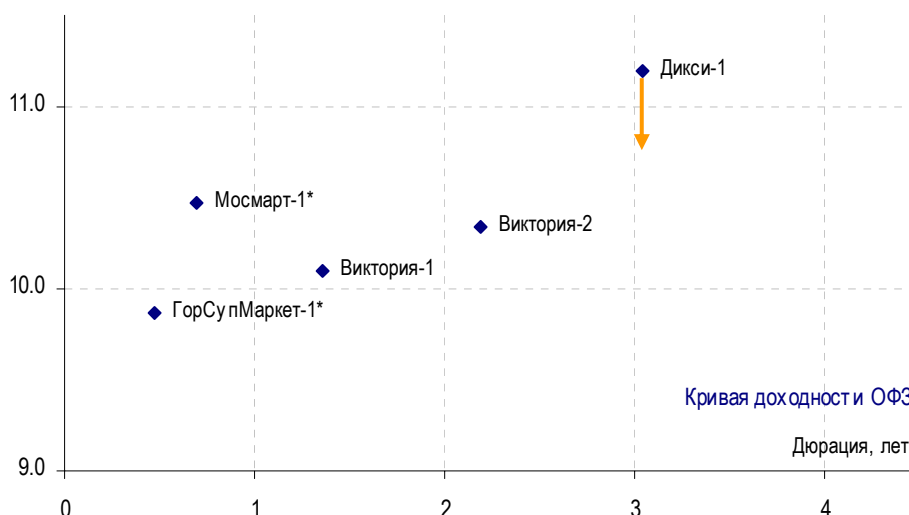
Сегодня в Коммерсанте появилась новость о том, что Дикси в партнерстве с Ritzio Entertainment планирует открывать магазины небольшого формата (около 100 кв. м. торговой площади) на базе бывших игровых клубов. Судя по данным газеты, это СП на начальном этапе будет находиться под контролем Ritzio, а инвестиции Дикси в этот проект будут сводиться к небольшой денежной сумме, поэтому прямого влияния на кредитное качество компании это событие не окажет.

Долговая нагрузка Дикси пока остается достаточно высокой, но постепенно снижается

В целом мы отмечаем, что руководство Дикси в настоящий момент, судя по всему готово придерживаться несколько более консервативной финансовой политики, чем в прошлом году. Несмотря на то, что наш прогноз долговой нагрузки компании на конец 2007 г. (около 4х Долг/EBITDA) превышает ориентиры руководства компании (3.5х Долг/EBITDA), мы считаем возможным говорить о постепенном снижении долговой нагрузки.

С учетом очень низких текущих цен облигаций компании (около 96% от номинала, доходность: 11.20%, дюрация: 3 г.), мы считаем возможным рекомендовать их к покупке инвесторам с высоким аппетитом к риску, ориентированным на доходность выше 11%.

Доходность облигаций на 30 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

За счет средств от IPO Дикси уменьшила долг...

Основной проблемой кредитного качества Дикси в 2006 г. стал существенный рост долговой нагрузки: с 1.7 до 6.5х Долг/EBITDA, связанный с активным открытием магазинов, в результате валовый долг компании по состоянию на конец 2006 г. составил \$250 млн. Весной 2007 г. компания провела IPO, в ходе которого разместила допэмиссию акций на сумму \$144 млн. За счет этих средств компания погасила бридж-кредиты, в результате чего ее чистый долг «оптически» уменьшился до \$130 млн.

... но мы ожидаем, что к концу года он снова вырастет из-за инвестиций

Мы полагаем, что к концу 2007 года Дикси вновь придется увеличить долг, т.к. запланированный объем инвестиций (около \$140 млн на 2007 г.) не может быть профинансирован за счет операционных денежных потоков. По нашим прогнозам, долговая нагрузка компании по итогам года составит около 4х Долг/EBITDA, что несколько выше прогнозов менеджмента: не выше 3.5х.

Мы неоднократно отмечали основные негативные аспекты кредитного профиля Дикси:

- низкую рентабельность;
- высокую потребность в долге в связи с планами динамичного роста;
- агрессивную финансовую политику.

В целом наш взгляд на эти характеристики компании остается неизменным – кредитное качество Дикси пока существенно отстает от 3 других публичных компаний (Х5, Магнит, 7К).

Текущие уровни доходности делают бумаги Дикси привлекательными

Однако текущие уровни доходности облигаций Дикси (11.20% при дюрации 3 года, спрэд к ОФЗ: более 500 б.п.) ставят компанию в один ряд с более слабыми представителями отрасли (Мосмарт, Азбука Вкуса, Патэрсон). Наша оценка «справедливого» спреда бумаг Дикси составляет 450-500 б.п.

Кредитный профиль Дикси, на наш взгляд, не слабее Мосмарта, Патэрсона и Азбуки Вкуса

По нашему мнению, кредитный профиль Дикси выглядит не менее привлекательно по сравнению с перечисленными компаниями по следующим причинам:

- существенно больший масштаб бизнеса;
- более высокая финансовая прозрачность;
- сопоставимые уровни долговой нагрузки (около 5х Долг/EBITDA у Мосмарта и Патэрсона, около 4х у Азбуки Вкуса с тенденцией к росту в 2007 году).

Рекомендуем бумаги Дикси к покупке с ориентиром по цене до 97.00-97.50%

Мы считаем возможным рекомендовать бумаги Дикси к покупке по текущим ценовым уровням инвесторам с высоким аппетитом к риску. Однако покупка этих бумаг, на наш взгляд, будет целесообразной только до цены в 97.00-97.50% от номинала.

ОГК-2, ОГК-6: приход Газпрома по сути ничего не меняет

Доли в ОГК-2 и ОГК-6 по решению СД РАО ЕЭС будут отданы под контроль Газпрома

В пятницу Совет Директоров РАО ЕЭС принял решение, в соответствии с которым Газпром может получить контроль над 2 крупными генерирующими компаниями: ОГК-2 и ОГК-6. Таким образом, наше предположение о том, что в течение достаточно короткого периода времени практически все ОГК перейдут под контроль сильных стратегических инвесторов, находит подтверждение. Пока мы не склонны рассматривать этот фактор как определяющий для кредитного качества ОГК-2 и ОГК-6, т.к. реализация всех корпоративных процедур займет весьма длительное время. Однако мы отмечаем, что в свете этой новости ОГК-5 теряет свой «исключительный» статус единственной компании, которая вошла в зону влияния сильного «стратега».

Мы нейтрально оцениваем бумаги ОГК-2, ОГК-5 и ОГК-6 по текущим ценам

После «проседания» котировок ОГК-5 на недавней волне продаж, бумаги компании опять выглядят вполне адекватно по отношению к облигациям оставшихся ОГК. В связи с этим мы нейтрально оцениваем перспективы роста котировок и сужения спредов выпусков ОГК-2, ОГК-5 и ОГК-6.

Газпром получит доли в ОГК-2 и ОГК-6 только через год, но де-факто они уже вошли в его зону влияния

Суть решения Совета Директоров РАО сводится к тому, что Газпром получил возможность обменять причитающуюся ему после ликвидации РАО долю в ГидроОГК на госдоли в ОГК-2 и ОГК-6. Пока это решение зафиксировано в виде записей в разделительном балансе РАО, а физически свои доли в этих генкомпаниях Газпром получит только после ликвидации энергохолдинга. В настоящий момент идут дискуссии о том, получит ли Газпром возможность воспользоваться преимущественным правом выкупа акций при допэмиссиях компаний. Однако общий вывод остается без изменений: ОГК-2 и ОГК-6 де-факто вошли в зону стратегического влияния Газпрома.

Газпрому может быть интересна Сургутская ГРЭС-1 (ОГК-2)...

Интерес Газпрома к ОГК-2 представляется нам вполне логичным с учетом характеристик основной станции компании – Сургутской ГРЭС-1. Эта станция работает на относительно дешевом газе и поставляет энергию в дефицитный Сургутский энергорайон – зону высокого спроса на энергию со стороны нефтяных компаний. При этом станция вполне эффективна с точки зрения расхода топлива. Рыночные перспективы этой станции также вполне благополучны: по данным менеджмента средняя цена ее энергии на «свободном» рынке РСВ на 30% превышает регулируемый тариф.

... и Киришская ГРЭС (ОГК-6)

Для ОГК-6, по нашему мнению, переход под контроль Газпрома также будет весьма позитивным событием. Компании, скорее всего, удастся решить имеющиеся проблемы с выделением лимитов поставки газа для запланированных к постройке новых энергоблоков на Киришской ГРЭС.

Пока мы не рассматриваем приход «стратегов» в качестве определяющего кредитного фактора для ОГК

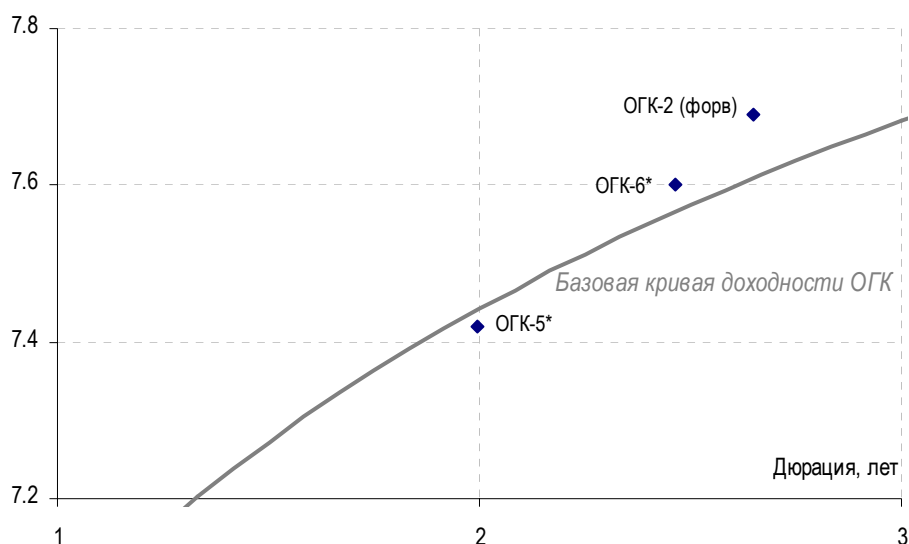
Пока мы не склонны рассматривать ожидаемый переход этих компаний под контроль Газпрома в качестве определяющего фактора для их кредитного качества. Также мы не видим причин, по которым облигации тепловых ОГК в настоящий момент должны были бы торговаться на по разным доходностям. Все ОГК схожи между собой по базовым характеристикам (установленная мощность, износ оборудования, расположение станций), и каждая из них может стать объектом интереса со стороны сильного стратегического инвестора. Еще одна общая черта для всех генкомпаний: высокая потребность в инвестициях. При этом мы ожидаем, что в среднем 20-40% инвестиционных затрат компаний в течение ближайших 3-5 лет будет финансироваться за счет долговых источников.

Бумаги всех Тепло-ОГК в настоящий момент оценены вполне адекватно

Мы оцениваем «справедливый» спрэд тепловых ОГК на уровне 170-180 б.п. к ОФЗ. Текущие котировки ОГК-2 (100.40% на форвардах, спрэд: около 180 б.п. к ОФЗ) и ОГК-6 (100.20%, спрэд к ОФЗ: около 180 б.п.) вполне соответствуют нашим оценкам.

Бумаги ОГК-5 после периода роста на новостях о покупке госдоли компании итальянским концерном ENEL до 100.80-101.00% вновь вернулись на уровень около 100.40% (спрэд к ОФЗ: около 175 б.п.). Мы считаем такой уровень вполне адекватным для бумаг ОГК-5 и рекомендуем воздерживаться от агрессивных покупок в случае возобновления роста цен данного выпуска.

Доходность облигаций на 30 июля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

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.