

Рублевые корпоративные облигации

17 октября 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Протек: правильный момент для партнерства с Celesio » *стр. 2*
- Карусель: новая попытка сохранить интригу вокруг опциона X5 » *стр. 4*

Индикаторы

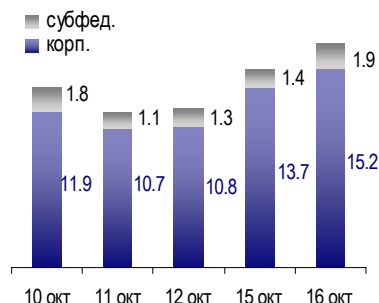
Долларов США за Евро	1.4161	- 0.3 %
Рублей за доллар США	24.9120	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 84.81	+ 1.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.49%	+ 5 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.75%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	111	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	499.3	+ 23.5
Остатки на д/с, млрд руб.	326.3	+ 14.3
Сальдо операций с ЦБ	+ 16.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Размещение выпуска Банк Тинькофф кредитные системы-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта) запланировано на 23 октября
- Планируются выпуски ЧТПЗ-2 (7 млрд руб., 5 лет) и ЧТПЗ-3 (8 млрд руб., 7 лет)

Объем торгов на ММВБ

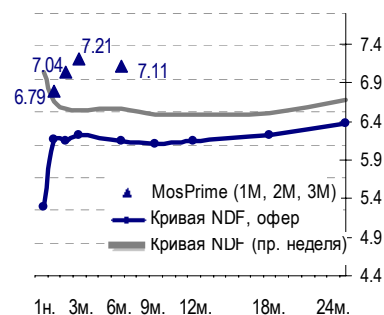


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

17 окт	ОФЗ-ПД 26199 (6 млрд руб., дюрация 4.1 года)
18 окт	Аукцион ОБР-3 (5 млрд руб., погашение 17 марта 2008 года)
22 окт	Уплата НДС
25 окт	Уплата НДС, 1/2 суммы акцизов
29 окт	Уплата налога на прибыль
31 окт	Заседание ФРС США по ставкам
	Платеж за пользование недрами за 3 кв. 2006 г.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	102.30	+ 40	4.2	7.12%
ФСК-4	100.70	+ 30	3.5	7.22%
РЖД-6	101.29	+ 29	2.7	6.99%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-2	97.00	+ 120	1.4	*11.70%
МОИА-2	100.92	+ 107	2.8	7.80%
СевстАвто-2	97.00	+ 50	2.5	*9.14%

Лидеры падения

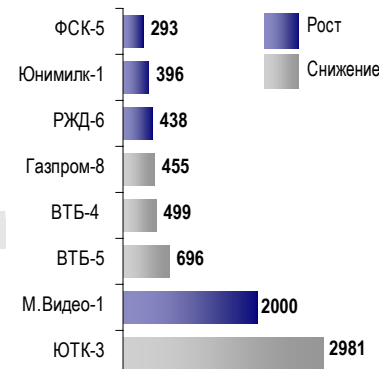
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-8	100.00	- 60	3.5	7.12%
ФСК-3	100.44	- 6	1.1	6.80%
РЖД-5	100.05	- 5	1.2	6.73%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-1	96.00	- 115	0.7	16.74%
Магнит-2	97.05	- 95	3.8	9.22%
НК Альянс-1	98.76	- 64	1.8	*9.87%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Протек: правильный момент для партнерства с Celesio

Крупный европейский фармдистрибутор Celesio ведет переговоры о покупке контрольного пакета акций Протека

В понедельник группа Celesio, ведущий европейский оператор фармацевтической розницы и фармдистрибуции, раскрыла факт ведения эксклюзивных переговоров о приобретении контрольного пакета акций компании Протек. По нашему мнению, возможная сделка с Celesio может существенно усилить кредитный профиль компании, в т.ч. открыть доступ к финансированию дальнейшей экспансии Протека в коммерческих сегментах и снижению зависимости от условий программы ДЛО (дополнительного лекарственного обеспечения). Мы считаем, что облигации Протека привлекательны для покупки с доходностью к оферте выше 10%.

Информация о конкретных условиях сделки должна появиться до конца 2007 года

Как следует из официального пресс-релиза Celesio, стороны рассматривают возможность поэтапной продажи контроля в группе Протек. Переговоры планируется завершить к середине декабря 2007 г. Мы полагаем, что в настоящее время Celesio проводит процедуру due diligence. Судя по комментариям руководителей обеих компаний, вероятность успешного завершения сделки очень высока, при этом представители Celesio заявляют о готовности оказать поддержку развитию как оптового, так и розничного направлений деятельности Протека.

Протек подготовил аудированную отчетность за 2006 год

В начале октября Протек впервые получил аудиторское заключение PriceWaterhouse Coopers на консолидированную отчетность по МСФО. Компания ознакомила нас с основными результатами за 2006 год:

- Выручка 63.7 млрд руб.
- EBITDA 2.9 млрд руб., рентабельность EBITDA 3.8%
- Чистый долг 7.7 млрд руб., Чистый Долг/EBITDA 2.6х
- Чистая прибыль 1.8 млрд руб.

Мы обращаем внимание на следующие ключевые моменты:

Доля сегмента ДЛО в суммарной выручке Протека за 2006 год - 28%, валовая рентабельность – на 11 п.п. выше чем в коммерческой дистрибуции

- На долю продаж в рамках ДЛО в 2006 году приходилось около 28% от совокупной выручки группы. При этом сегмент ДЛО значительно превосходил сегмент коммерческой дистрибуции по валовой рентабельности: 26.6% в сегменте ДЛО против 15.3% в коммерческом. Однако мы отмечаем существенные различия с точки зрения оборачиваемости средств: в прошлом году ФОМС оплачивал поставки дистрибуторам с очень большой задержкой. *Совокупный объем задолженности ФОМС перед Протеком на конец 2006 года составил 11.4 млрд руб., из которых в 1-м полугодии 2007 г. компания получила только 4.2 млрд руб.*

Сложная ситуация с расчетами в системе ДЛО и пожар на складе Протека существенно повлияли на финансовые показатели...

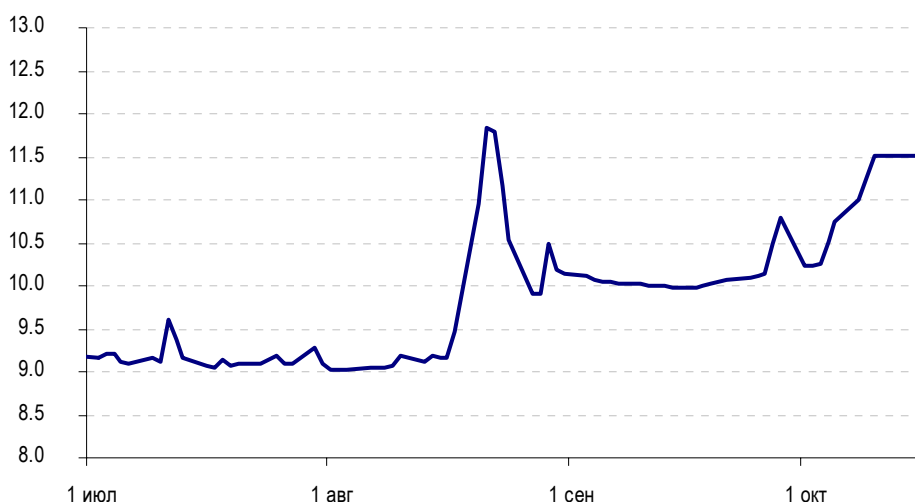
- Прошлогодняя ситуация с задержками выплат по ДЛО со стороны ФОМС привела к уменьшению EBITDA за счет дисконтирования кредиторской (Протека перед производителями) и дебиторской (ФОМС перед Протеком) задолженности по ставкам 5.89% и 9.23% соответственно. *В результате, показатель EBITDA снизился на 172 млн руб., что в свою очередь вызвало снижение маржи EBITDA примерно на 1п.п.*

... однако компания намерена продемонстрировать, что это события разового характера

- Чистый убыток от пожара на складском комплексе Протека в мае 2006 года (за вычетом страховой компенсации) составил 162 млн руб. По данным компании, страховые выплаты Ингосстраха покрывают около 92% от совокупного прямого ущерба от пожара (2.1 млрд руб.), при этом Протек получил от страховщика 100% возмещение страховой стоимости до конца февраля 2007 года. *Однако, помимо прямых убытков, вследствие пожара временно возросли затраты на аренду складских помещений и антикризисные меры, часть клиентов компании были вынуждены воспользоваться логистикой других дистрибуторов.*

Рентабельность EBITDA без учета резервов по ДПО и последствий пожара - около 5%	По мнению компании, начисление резерва на задолженность ФОМС по поставкам в системе ДПО и убытки от пожара (отраженные как разница между страховой и оценочной стоимостью имущества), являлись <i>разовыми событиями</i>, поэтому снижение рентабельности в 2006 году носило временный характер, и, что еще более важно, было ожидаемым и контролируемым. Без учета финансового эффекта от указанных событий, маржа EBITDA Протека составила бы порядка 5%, что, на наш взгляд, является приемлемым уровнем для отрасли с очень высокой конкуренцией. Показатель Чистый Долг/EBITDA также находился на адекватном уровне: с учетом корректировки EBITDA на «разовые» эффекты данный показатель составил бы на конец 2006 года 2.4х.
Ожидаем раскрытие предварительных данных за 1-е полугодие 2007 г.	Компания пока не раскрыла финансовые результаты за 1 полугодие 2007 года. В текущем году конкуренция на рынке фармдистрибуции обострилась, что может повлиять на финансовые результаты Протека. Еще один фактор неопределенности связан с приобретением аптечной сети ОЗ в конце 2006 года. Финансовые результаты ОЗ будут консолидированы в отчетности группы начиная с 2007 года, поэтому оценить результаты этого приобретения пока невозможно. Наконец, показатели Протека будут также зависеть от источников финансирования экспансии. С учетом перечисленных факторов, <i>мы воздерживаемся от прогнозов по рентабельности и долговой нагрузки группы по итогам 2007 года</i>. Мы ожидаем, что в ближайшее время Протек опубликует ключевые показатели за 1-е полугодие, после чего мы планируем более детально проанализировать финансовое состояние компании.
Группа делает акцент на развитии аптечного бизнеса, и сотрудничество с Celesio может усилить это направление	Мы полагаем, что сделка с Celesio могла бы открыть дополнительные возможности по финансированию экспансии розничного сегмента, который со временем должен стать для Протека ключевым и увеличить стоимость компании. Расширение розничной сети может быть сопряжено с существенными затратами на ребрэндинг приобретенных аптек, их «подключение» к системе централизованных поставок и постепенный вывод на положительную рентабельность.
Подтверждение факта переговоров с Celesio – позитивная новость для рынка	По нашему мнению, сотрудничество Celesio и Протека – безусловно позитивная новость с точки зрения кредитного профиля Протека. В случае успешного завершения сделки Протек сможет рассчитывать на финансовую поддержку нового сильного акционера и использование его маркетинговых технологий. Мы также считаем позитивным сам факт интереса со стороны Celesio, проявленного несмотря на негативный новостной фон вокруг Протека в связи с арестом гендиректора компании г-на Смердова.
Облигации Протека имеют потенциал роста на ожиданиях сделки с Celesio и нормализации новостного фона; рекомендуем «покупать» с целью 98.50% от номинала	Ликвидность облигаций Протека не очень высока. Рынок пока не отреагировал на новость о переговорах с Celesio. Доходность облигаций Протека составляла вчера около 11.50% к оферте в ноябре 2009 года (дюрация 1.8 лет, спрэд к ОФЗ 550-560 б.п). При условии позитивного информационного фона вокруг компании котировки рублевого выпуска Протека имеют хорошие шансы вырасти на 50-100 б.п. на ожиданиях сделки с Celesio. <i>На наш взгляд, облигации Протека привлекательны для покупки с доходностью выше 10%. Исходя из текущих ценовых уровней, мы считаем, что адекватная цена облигаций Протека - 98.50% от номинала, что соответствует спреду около 400 б.п. к ОФЗ.</i>

Доходность облигаций Протек к оферте, % годовых



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Карусель: новая попытка сохранить интригу вокруг опциона X5

Совладелец Карусели скептически оценивает вероятность исполнения опциона X5

Сегодня РБК-Daily опубликовала интервью с контролирующим акционером Карусели Андреем Рогачевым, которое в очередной раз демонстрирует непростой характер переговоров о реализации опциона X5 на покупку Карусели. Г-н Рогачев сомневается в том, что X5 удастся собрать достаточные средства для выкупа компании до конца 1 полугодия 2008 года.

В начале сентября крупнейший совладелец Карусели уже дал понять, что цена опциона не стимулирует дальнейший рост сети, и поэтому компания намерена скорректировать план по открытию новых гипермаркетов. В сегодняшнем интервью г-н Рогачев впервые прямо заявил о низкой, по его мнению, вероятности исполнения опциона. Мы по-прежнему считаем переговорные позиции и финансовые возможности X5 достаточно сильными, чтобы не упустить шанс быстрого развития формата гипермаркета. В то же время, неопределенность относительно реализации опциона может продлиться вплоть до окончания его срока, что существенно ограничивает спекулятивный потенциал роста цены облигаций Карусели.

Г-н Рогачев считает, что X5 было бы выгоднее купить Карусель вместе с девелоперскими проектами, однако переговоры приостановлены

В своем интервью г-н Рогачев также раскрыл ряд деталей относительно условий опциона и развития как бизнеса Карусели, так и независимых проектов ее акционеров в сфере девелопмента, в частности:

- цена опциона «будет варьироваться в пределах \$1 млрд»;
- покупка Карусели теоретически может быть частично оплачена акциями X5;
- акционеры Карусели в настоящий момент не ведут переговоров с другими потенциальными инвесторами.

Акционеры Карусели скорректировали планы по открытию новых гипермаркетов...

Мы позитивно оцениваем кредитный профиль Карусели: компания демонстрирует высокую эффективность, при этом долговая нагрузка находится на приемлемом для «молодой» розничной сети уровне (более подробный комментарий к финансовой отчетности Карусели см. в нашем ежедневном обзоре от 02.10.2007г.). Однако корректировка стратегии, связанная с условиями исполнения опциона X5, может повлиять на финансовые результаты 2007 года:

- годовая выручка, скорее всего, окажется несколько ниже изначально запланированных \$900 млн (выручка за 1-е полугодие - \$343 млн);
- с другой стороны, возможное сокращение инвестиционной программы Карусели может означать снижение долговой нагрузки (около 4.6x Долг/EBITDA по итогам 1 пол2007).

...и, возможно, сконцентрировались на девелопменте

У нас складывается впечатление, что акционеры Карусели сконцентрировались на развитии девелоперских проектов, в рамках которых ведется скупка земельных участков и подготовка площадок для строительства торговых центров. При этом, по словам г-на Рогачева, переговоры об участии Х5 в этих проектах приостановлены, так же как и ввод в действие новых гипермаркетов Карусели.

Х5 должна определиться с источниками финансирования сделки

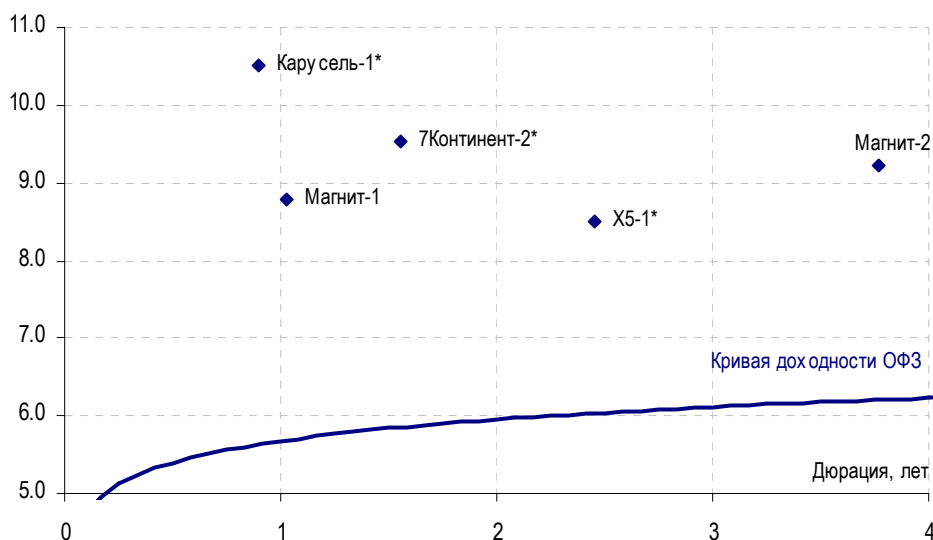
Со своей стороны Х5 в конце сентября подтвердила свои намерения относительно покупки Карусели. Исходя из финансовых показателей Х5, мы считаем, что группа сможет найти достаточные средства для финансирования приобретения Карусели (в пределах \$1 млрд) до истечения срока опциона, даже с учетом необходимости рефинансировать краткосрочные банковские кредиты в конце 2007 года.

В случае отмены допэмиссии реализация опциона может привести к значительному увеличению долговой нагрузки Х5 в 2008 году. Однако, по нашему мнению, интеграция гипермаркетов Карусели имеет стратегическое значение для развития бизнеса Х5, а цена опциона - достаточно привлекательна. Поэтому мы по-прежнему считаем вероятность исполнения опциона высокой. Мы полагаем, что Х5 теоретически может отказаться от сделки только если акционеры примут решение о продаже самой компании.

Бумаги Карусели торгуются с доходностью к оферте около 10.50% - не очень привлекательный уровень в т.ч. из-за неопределенности с исполнением опциона

Доходность облигаций Карусели несколько снизилась за последние дни и составляет около 10.50% YTP (дюрация 0.9 года). На наш взгляд, по текущим ценам бумаги Карусели несколько потеряли в привлекательности. При этом сохранение интриги вокруг продажи Карусели ограничивает потенциал роста цены на ожиданиях интеграции в Х5. Если ситуация не прояснится до конца 2007 года, держателям бумаг Карусели вряд ли стоит рассчитывать на существенный рост до прохождения оферты в сентябре 2008 года.

Доходность облигаций на 16 октября



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

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
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

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.