

Рублевые корпоративные облигации

18 апреля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

- Очаково: еще один год без роста » стр.2

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- X5: инвестиционные риски - под контролем » стр.4

ЭКОНОМИКА

- Долгожданный НДС » стр.6

Индикаторы

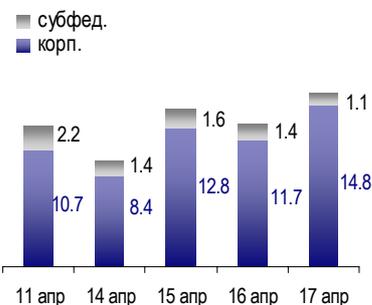
Долларов США за Евро	1.5897	- 0.3 %
Рублей за доллар США	23.3603	- 0.4 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 112.03	- 0.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.74%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.32%	+ 5 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	164	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	634.7	- 17.9
Остатки на д/с, млрд руб.	141.0	+ 23.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 22.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск Стройтрансгаз-3 (5 млрд руб.) размещен под 11.57% годовых к оферте через 1 год
- УРСА Банк-8 (10 млрд руб.) размещен под 11.50% годовых к оферте через 1 год
- Банк Ренессанс Капитал-2 (3 млрд руб.) размещен под 12.00% годовых к оферте через 1 год

Объем торгов на ММВБ

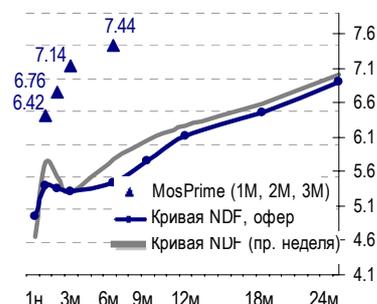


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 18 апр Размещение Амурметалл-3 (3 млрд руб., годовая оферта)
- 23 апр Размещение Объединенные Кондитеры-2 (3 млрд руб., годовая оферта)
- Размещение ХКФ Банк-5 (4 млрд руб., годовая оферта)
- Размещение ГЛОБЭКС-1 (4 млрд руб., годовая оферта)
- Размещение ОФЗ-ПД 26200 (6 млрд руб., дюрация 4.5 года)
- Размещение ОФЗ-АД 46020 (10 млрд руб., дюрация 12.3 года)
- 24 апр Размещение Желдорипотека-2 (2.5 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	99.70	+ 65	2.8	8.37%
Газпром-8	99.99	+ 30	3.1	7.13%
АИЖК-11	95.65	+ 20	5.5	9.31%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Магнит-2	94.95	+ 65	3.4	10.01%
ВолгаТел-4	99.80	+ 43	1.3	*8.39%
7Континент-2	98.65	+ 40	1.1	*9.23%

Лидеры падения

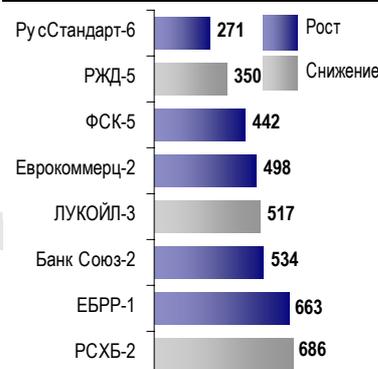
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-3	99.66	- 34	3.2	7.33%
АИЖК-8	95.00	- 13	4.3	*9.14%
АИЖК-9	94.10	- 5	5.1	8.97%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СЗТел-4	98.50	- 40	2.6	8.98%
Мечел-2	99.50	- 40	2.0	*8.84%
РусСтандарт-6	96.55	- 25	0.8	*13.07%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

Очаково: еще один год без роста

Результаты 2007 года в целом нейтральны

Мы ознакомились с годовой отчетностью головной компании холдинга Очаково по РСБУ за 2007 г. Компания демонстрирует низкие темпы роста выручки, однако рентабельность остается на достаточно высоком уровне и даже несколько увеличивается (маржа EBITDA 2007: 21.8%; 2006: 21.1%). Этот тренд обусловлен существенным падением продаж в сегменте слабоалкогольных напитков, который был компенсирован растущим объемом продаж кваса – сегментом рынка, в котором Очаково занимает лидирующие позиции.

Мы нейтрально оцениваем финансовые результаты компании, однако не видим существенных поводов для изменения оценки кредитного риска: позиции компании на рынке безалкогольных напитков могут ухудшиться из-за масштабного выхода Coca-Cola на рынок кваса уже в апреле 2008 года, а планы по повышению рентабельности пивного бизнеса за счет премиальных брэндов пока только предстоит реализовать.

Потеря доли на рынке пива компенсируется лидирующими позициями по квасу

По данным агентства «Бизнес-Аналитика», доля рынка Очаково в пивном сегменте сократилась в 2007 с 4.8% до 4.2%. Продажи слабоалкогольных напитков снизились почти на 50% в связи с существенным увеличением акцизов на спирт. По результатам 2007 года продажи пива составили 65% от совокупной выручки компании, кваса – порядка 20% (остальное приходится на продажи слабоалкогольных и прочих напитков). Постепенно сдавая позиции на пивном рынке более крупным игрокам, Очаково сконцентрировалось на относительно свободном рынке кваса, что также частично компенсировало падение продаж в сегменте слабоалкогольных напитков.

Компания стремится к стабилизации доли на пивном рынке в 2008 году

Менеджмент Очаково ожидает, что в 2008 году продажи пивного направления не будут отставать от средних по рынку, что позволит компании зафиксировать текущую рыночную долю. Для этого компания уже предприняла ряд мер: а) в 2007 году были отлажены дистрибуционные каналы, введена система премирования сетей и существенно увеличен маркетинговый бюджет; б) компания сфокусировалась на производстве пива в наиболее быстро растущих премиальных сегментах; в) дополнительную поддержку премиальному сегменту должно оказать соглашение о розливе пива лицензионной марки «Кальтенберг», продажи которого стартуют в 2008 году. В целом, перечисленные меры могут замедлить сокращение доли компании на пивном рынке в 2008 году, однако дать оценку их эффективности можно будет только по итогам года.

Конкуренция на рынке кваса со временем станет не менее жесткой, чем среди пивоваров

Что же касается планов Очаково по дальнейшему наращиванию доли рынка кваса, то они могут быть существенно ограничены растущей конкуренцией в этом сегменте. Начиная со второй половины апреля 2008 года, компания Coca-Cola начинает федеральные продажи кваса, которые будут поддерживаться существенным маркетинговым бюджетом. В то же время, основные локальные конкуренты Очаково на рынке кваса – компании Дека и Бородино – существенно нарастили производственные мощности и в 2008 году могут оказаться более серьезными «соперниками». Мы считаем, что в ближайший сезон обострение конкурентной среды вряд ли приведет к ухудшению финансовых показателей компании. Однако в более отдаленной перспективе Очаково, по-видимому, столкнется с теми же проблемами, которые ей сейчас приходится решать в пивоваренном бизнесе.

Финансовые результаты Очаково по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / активы, %	Долг / EBITDA, Раз
2004	7.1	2.3	31.8%	4.4	36.2%	1.9
2005	6.3	0.9	14.0%	6.0	43.3%	6.8
2006	7.1	1.5	21.1%	7.0	46.3%	4.6
2007	7.4	1.6	21.8%	6.7	45.5%	4.2

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Несмотря на скромный рост выручки, рентабельность осталась на приемлемом уровне

На фоне весьма скромного роста выручки, Очаково, показала достаточно стабильные показатели рентабельности, что в основном произошло благодаря росту продаж высокомаржинальной продукции. Стоит отметить, что выручка ключевых направлений бизнеса компании составила бы порядка 70% от консолидированной выручки холдинга, поскольку часть дохода генерируется другими компаниями – в основном ОАО «Сатурн» (производство оборудования для космической отрасли) и двумя элеваторами (Добринским и Тербунским). Однако ввиду отсутствия достаточной информации по остальным предприятиям группы мы не беремся судить о рентабельности группы Очаково на консолидированном уровне. В целом мы считаем, что в 2008 году компания покажет больший, чем в 2007, рост выручки, удерживая рентабельность на текущем уровне.

Существенный рост долговой нагрузки маловероятен

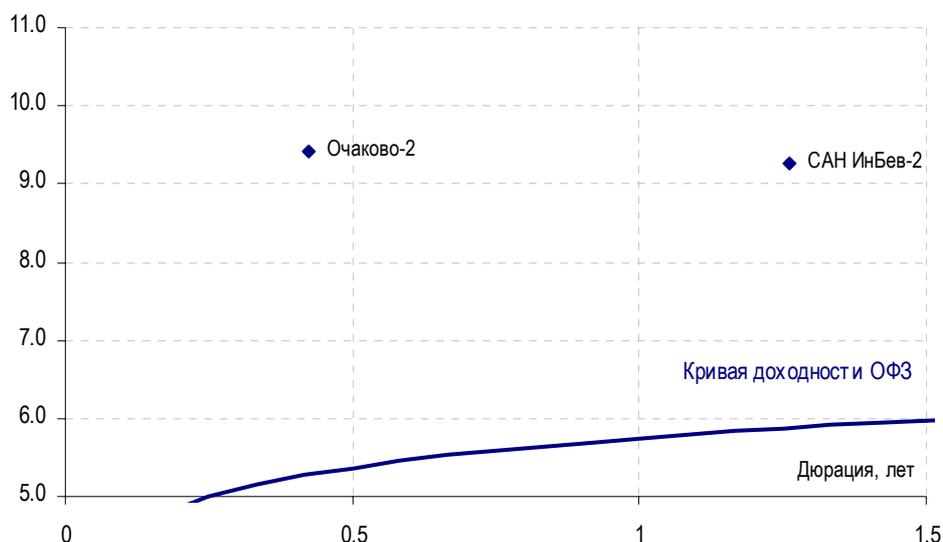
Долговая нагрузка Очаково в прошлом году снизилась, однако осталась достаточно высокой: 4.2x Долг/EBITDA по сравнению с 6.8x в 2005 году. Компания не раскрывает объем инвестиционной программы на 2008 год, но мы отмечаем, что благодаря наличию современного оборудования, Очаково не нуждается в крупных капитальных вложениях. Основным капиталоемким направлением в этом году может стать проект развития сети спортбаров в Москве (компания планирует открыть порядка 300 заведений в течение 3 лет). Однако масштабный запуск проекта планируется осуществить лишь в случае успеха небольшого количества первых «пилотных» баров, что позволяет надеяться на ограниченный рост валового долга в 2008 году.

Также, в сентябре Очаково предстоит погасить остаток полуторамиллиардного амортизируемого выпуска рублевых облигаций (600 млн руб.). По нашему мнению, компании вряд ли удастся осуществить погашение исключительно за счет внутренних ресурсов, однако сумма не столь значительна, чтобы у компании возникли серьезные проблемы с ее рефинансированием. Мы надеемся, что долг компании останется на уровне, который позволит избежать возвращения долговой нагрузки к агрессивному уровню 2005 года.

Поводов для переоценки риска Очаково пока нет

В целом, мы нейтрально оцениваем финансовые результаты Очаково за 2007 год и не считаем, что они могут стать поводом для переоценки риска компании, тем более что в настоящее время инвесторы уделяют больше внимания негативным данным об изменении ее доли на рынке пива. Очевидно, что по кредитному качеству Очаково значительно уступает Сан Интербрю. Последние котировки бумаг Очаково-2 предлагают премию немногим более 50 б.п. к выпуску САН Инбев-2, что, на наш взгляд, не является обоснованным даже с учетом короткой дюрации первого выпуска. Мы полагаем, что в текущей рыночной конъюнктуре выпуск Очаково-2 не представляет интереса для инвесторов ни с точки зрения роста цены, ни в рамках стратегии *buy and hold*.

Доходность облигаций на 17 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Х5: инвестиционные риски – под контролем

Годовые результаты Х5 соответствуют предварительным оценкам

Розничная группа Х5 опубликовала вчера аудированные результаты по МСФО за 2007 год. Отчетность отражает значительный рост операционного денежного потока компании, который в прошлом году позволил развивать бизнес без существенного увеличения долговой нагрузки. Мы ожидаем, что в текущем году долговая нагрузка Х5 возрастет, при этом из-за негативной рыночной конъюнктуры компании будет сложнее привлечь рыночные заимствования для реализации ряда амбициозных проектов. Однако в целом кредитный профиль группы по-прежнему выглядит позитивно.

На рост котировок длинного выпуска Х5 можно рассчитывать в случае присвоения рейтинга SPV

На наш взгляд, потенциал роста цены облигаций Х5 (доходность по текущим котировкам – 10.00% YTP) ограничен из-за длинной дюрации. Тем не менее, на повышение котировок можно рассчитывать в случае возможного присвоения кредитного рейтинга непосредственному эмитенту выпуска – компании «ИКС 5 Финанс», т.е. устранения формальных препятствий для включения бумаг в Ломбардный список. Мы считаем более интересным короткий выпуск Карусели (доходность 9.95%, дюрация 0.42), поскольку у нас остается все меньше сомнений относительно реализации опциона Х5 на покупку компании.

Финансовые результаты Х5 Retail Group по МСФО, \$ млн

Период	Выручка	Валовая маржа	EBITDA	Рентабельность EBITDA	Чистый долг	Чистый Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2006	3 485	26.7%	297	8.5%	999	3.4x	4.1x
2007	5 320	26.4%	479	9.0%	1 539	3.2x	3.8x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Чистый долг / EBITDA: 3.2x

Основные финансовые показатели 2007 года соответствуют предварительным оценкам: выручка в долларовом эквиваленте увеличилась на 53%, рентабельность EBITDA осталась на уровне чуть выше 26%. Совокупный объем инвестиций за прошлый год составил около \$900 млн, включая средства в размере \$231 млн, потраченные на поглощения. Долговая нагрузка Х5 также совпала с предварительными прогнозами – на конец 2007 года показатель ЧистыйДолг/EBITDA составил 3.2x.

Кредитный риск Х5 определяется планами по финансированию амбициозной инвестпрограммы

Цены облигаций Х5 в последнее время снижались на фоне неопределенности относительно возможных новых заимствований и ситуации с опционом по Карусели. Публикация аудированной отчетности воспринята долговым рынком позитивно и за последние два дня подтолкнула вверх котировки примерно на 50 б.п. Однако мы считаем, что для оценки кредитного качества Х5 более важное значение имеют способы финансирования, которые компания использует для продолжения агрессивной экспансии – как через органический рост, так и за счет M&A.

На прошлой неделе Х5 подтвердила получение разрешения ФАС на покупку Карусели; окончательная цена должна быть определена в мае, а завершение сделки должно состояться до конца 1-го полугодия 2008 г. По сообщению Х5, цена сделки может составить \$920-950 млн плюс стоимость недвижимости, при этом денежными средствами планируется оплатить 75% от стоимости.

Исходя из предварительных данных о структуре сделки, а также объявленного компанией общего объема инвестиций, мы выделяем следующие факторы, в значительной степени определяющие финансовый профиль Х5 в 2008 году:

- Текущие потребности в рефинансировании относительно невелики: доля краткосрочного долга в структуре заимствований составляла на конец 2007 года около 15%. Соответственно, долговая позиция Х5 в 2008 году будет в первую очередь определяться размерами инвестпрограммы компании и активностью в сфере слияний и поглощений.

- Объем капвложений составит рекордные \$1.2-1.4 млрд, что приблизительно на 30-40% превышает собственный операционный денежный поток X5. Кроме того, денежная составляющая сделки по приобретению Карусели может составить \$500-700 млн, значительные средства потребуются также на интеграцию и ребрендинг гипермаркетов Карусели, еще больше увеличивая затраты X5.
- Соответственно, компании уже сейчас необходимо определиться с источниками финансирования на текущий год. С нашей точки зрения, из-за сложной ситуации на долговом рынке у компании практически нет альтернатив проведению SPO.

**Рост долговой нагрузки
до 3.5-4.0х
Чистый Долг/ЕБИТДА
вполне возможен...**

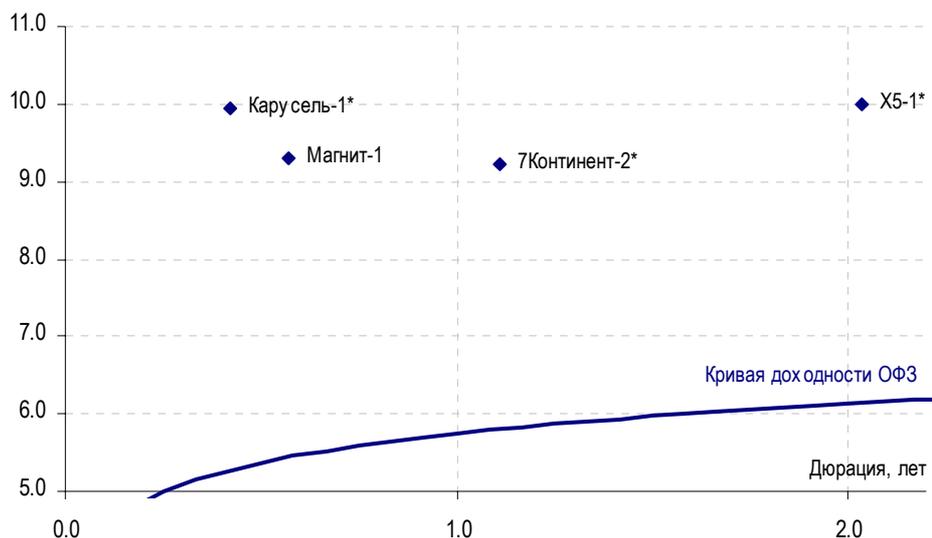
Решение о размещении допэмиссии акций может быть принято уже до конца апреля. В то же время, средства от SPO не закроют потребности X5 в финансировании на текущий год – скорее, компенсируют затраты на приобретение Карусели. Поэтому мы ожидаем постепенного увеличения долговой нагрузки компании.

Руководители компании ранее сообщали о планах по размещению еврооблигаций во 2-м полугодии, однако более вероятным мы считаем привлечение синдицированных банковских кредитов. Учитывая, что за счет долговых источников X5 необходимо будет привлечь до \$500 млн (без учета рефинансирования облигационного займа Карусели, который может перейти на баланс X5 после завершения сделки), к концу года долговая нагрузка компании может вплотную приблизиться к 4х Чистый Долг/ЕБИТДА, что соответствует внутреннему ориентиру группы на 2008 год и удовлетворяет ковенантам по действующим кредитным соглашениям.

**...но в целом кредитный
профиль X5 остается
одним из сильнейших в
ритейле**

Оферта по облигациям Карусели (3 млрд руб.) состоится в середине сентября 2008 года. По нашему мнению, в случае успешного завершения сделки по покупке Карусели X5 может быть заинтересована в том, чтобы оставить облигации на рынке. Вполне вероятно, что для этого необходимо будет предложить премию, однако это будет премия к доходности бумаг X5. Текущий уровень котировок облигаций Карусель-1, на наш взгляд, выглядит достаточно привлекательно с учетом короткой дюрации и высокой вероятности реализации опциона.

Доходность облигаций на 17 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Долгожданный НДС

По нашим оценкам, существенный объем НДС уже был уплачен в бюджет

В ближайшие дни наконец-то свершится то, что так пугало несколько месяцев российские денежные власти. Мы полагаем, что уже сегодня пройдут первые крупные платежи по квартальному НДС. Но ожидать единовременного изъятия ликвидности на 400-500 млрд. руб. в течение этой пятницы и следующего понедельника не стоит. По нашим оценкам, существенный объем налога уже был уплачен в бюджет в течение этой и в конце прошлой недели. Именно этим мы объясняем то, что, несмотря на значительные объемы валютных интервенций Банка России в этот период, ликвидность банковской системы существенно не увеличивалась и даже в ряде случаев уменьшалась.

НДС заберет еще 250-300 млрд. руб., что повысит объем РЕПО с ЦБ до 100 млрд. руб.

Мы считаем, что оставшийся объем НДС составляет 250-300 млрд. руб., из которых около 80 млрд. руб. будет уплачено 18 апреля, а остальное 21 апреля. Таким образом, учитывая, что избыток банковской ликвидности составляет около 100 млрд. руб. и еще 20 млрд. руб. придет от аукциона по размещению бюджетных средств, в эту пятницу банковский сектор не будет испытывать серьезного недостатка в свободных денежных средствах. Если сегодня в ЦБ не продадут больше 1-2 млрд. долл., то в понедельник объем операций РЕПО Банка России может достигнуть 100-130 млрд. руб., а ставки денежного рынка поднимутся до 6-7%.

Банк Русский стандарт на первом же аукционе по размещению бюджетных средств исчерпал весь свой лимит

Как мы и ожидали, вчера активность на аукционе по размещению бюджетных средств на банковские депозиты была невысокой. Интересно, что по сообщению РБК-daily Банк «Русский стандарт» привлек на аукционе 3,4 млрд. руб. Таким образом, по нашим оценкам, этот банк исчерпал весь выделенный ему лимит на бюджетные средства (10% от собственного капитала). Похоже, месячные бюджетные деньги по ставке 7.25% будут пользоваться спросом у ряда банков, даже если дефицита банковской ликвидности не будет ощущаться вовсе. Вопрос теперь в том, захочет ли Минфин за счет средств бюджета поддерживать их ликвидность.

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

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 Михалевиц	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.