

Рублевые корпоративные облигации

14 июля 2008 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

- Аптеки 36.6: обзор результатов за 2007 год » стр. 2

ЭКОНОМИКА

- Укрепление рубля: 15 копеек вместо десяти » стр. 4

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

В ПЯТНИЦУ

- Выпуск Номос-Лизинг-1 (3 млрд руб.) размещен под 12.36% годовых к погашению через 3 года

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 15 июля Размещение ВТБ-Лизинг-2 (10 млрд руб., годовая oferta)
Размещение Ханты-Манский СтройРесурс-2 (2 млрд руб., 1.5-годовая oferta)
Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
Уплата ½ суммы акцизов
- 16 июля Размещение М-Индустрия-2 (1.5 млрд руб., годовая oferta)
- 17 июля Размещение КОМОС Групп-1 (2 млрд руб., годовая oferta)
- 21 июля Уплата НДС

Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОГК-5	98.74	+ 14	1.2	*8.77%
Газпром-4	101.21	+ 11	1.5	7.53%
ФСК-4	99.00	+ 10	2.9	7.79%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-3	98.95	+ 56	1.2	9.41%
РусСтандарт-6	98.52	+ 27	0.6	*11.07%
МБРР-2	101.00	+ 15	0.8	*9.43%

*к offerте

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-10	90.00	- 75	5.6	10.29%
АИЖК-11	89.85	- 70	5.3	10.60%
АИЖК-9	89.35	- 55	4.9	10.14%

2 эшелон

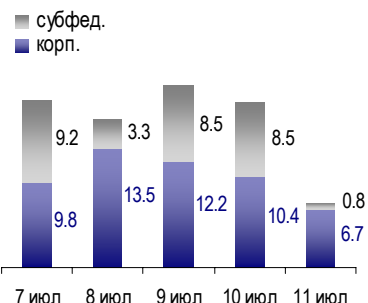
	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ХКФБ-5	99.55	- 47	0.7	*13.77%
ТМК-3	101.05	- 15	1.5	*9.07%
Карусель-1	99.99	- 12	0.2	*9.89%

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.5940	+ 1.0 %
Рублей за доллар США	23.3699	- 0.3 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 144.38	+ 1.9 %
Москва-39, дох. % год.	7.42%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.59%	+ 3 б.п.

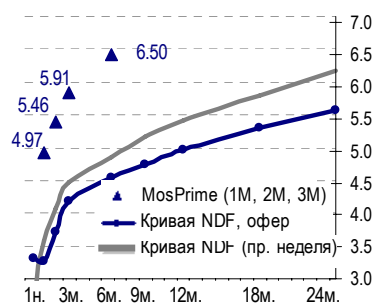
Остатки на к/с, млрд руб.	705.7	+ 28.7
Остатки на д/с, млрд руб.	409.6	- 24.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 73.0	

Объем торгов на ММВБ



Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

MosPrime и кривая NDF



Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.



**Raiffeisen
BANK**

КРЕДИТНЫЙ КОММЕНТАРИЙ

Аптеки 36.6: обзор результатов за 2007 год

Консолидированная отчетность Аптек не дает поводов для оптимизма

В пятницу Аптечная сеть 36.6 опубликовала консолидированные показатели за 2007 год. Отчетность подтверждает слабые финансовые результаты прошлого года, также как и ключевой риск кредитного профиля Аптек – наращивание долга при отрицательном операционном денежном потоке. Руководство компании намерено принять меры для исправления ситуации в розничном сегменте. Однако риск рефинансирования Аптек остается высоким из-за большого объема краткосрочных обязательств и обременения активов.

После оферты доходность облигаций Аптек достигла 18%, но и этот уровень, по нашему мнению, не компенсирует высокий кредитный риск

Мы по-прежнему считаем, что в сложившихся условиях даже продажа производственного направления группы не решит полностью проблемы, связанные со слабыми результатами розницы и очень высокой долговой нагрузкой компании. Значительная часть (около 80% от объема выпуска) облигаций Аптек была возвращена в рынок после оферты в начале июля по цене 93.40-93.50%, и с тех пор выпуск торгуется с доходностью около 18% к погашению в июне 2009 года. На наш взгляд, на текущих ценовых уровнях бумаги Аптек не привлекательны даже для инвесторов с высоким аппетитом к риску.

Финансовые результаты Аптек 36.6 за 2007 г. (\$ млн)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2006	528.9	25.5	4.8%	253.1	9.9x	1.5x
2007	871.1	-7.0	-	294.7	-	-

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Финансовые показатели выглядят слабо даже с учетом Верофарма

Отметим, что приведенные в таблице цифры включают в себя результаты Верофарма, относительно успешного производственного подразделения группы. Это означает, что в 2007 году убытки розничного дивизиона перекрыли результаты Верофарма и остальных прибыльных направлений более чем на \$7 млн.

Группа показала чистый убыток в размере \$99 млн

Валовая маржа розничного бизнеса сократилась с 29.1% до 25.4%, в то время как общие и административные расходы выросли на 78% в связи с региональной экспансией, что привело к отрицательному результату на уровне консолидированной операционной прибыли - \$29 млн, а с учетом более чем двукратного роста финансовых расходов – к чистому убытку за 2007 год в размере \$99.4 млн.

Основные издержки связаны с региональной экспансией

В пресс-релизе Аптек слабые результаты ритейла объясняются действием четырех факторов – расходами на расширение региональной сети и адаптацию новых аптек, неэффективным ценообразованием в Московском регионе в связи с проблемами ERP-системы, «консолидацией логистического бизнеса» в Екатеринбурге и усилением конкуренции.

В 2008 году темпы роста замедлятся – компания сфокусируется на вопросах эффективности и решении проблемы рефинансирования

Новая стратегия Аптек подразумевает переход от агрессивной экспансии к качественному росту в 2008 году. Компания надеется стабилизировать ситуацию с ценами в московском регионе, создать централизованную логистическую систему, расширить линейку продукции private label, продолжить процесс реформирования приобретенных аптек.

Действительно, по этим направлениям у компании есть широкое поле для деятельности: на конец 2007 года централизованная логистика Аптек обслуживала лишь 4% от розничных продаж, на долю private label приходилось около 2% от совокупных продаж, под единым брэндом работали менее половины аптек компании. Однако мы полагаем, что компании так или иначе придется сфокусироваться на проблеме рефинансирования, определяющей для кредитного профиля Аптек.

Практически весь долг компании – краткосрочный, поэтому процесс реструктуризации и рефинансирования идет постоянно

Совокупный долг группы (включая лизинговые обязательства) составлял на конец 2007 года около \$295 млн, из которых на Верофарм приходится лишь \$20 млн, остальное – долг аптечного бизнеса. Ключевой негативный фактор – увеличение доли краткосрочных заимствований с 26% до 93%. На деле это означает, что по состоянию на конец 2007 года компании предстояло выплатить более \$270 млн по основной сумме краткосрочного долга. Затраты на обслуживание кредитов и займов составили в 2007 году около \$29 млн. Учитывая отрицательный операционный денежный поток компании, долговая нагрузка достигла в 2007 году такого уровня, при котором рефинансирование требуется не только для основного долга, но и для процентных выплат, а погашение крупных займов возможно только за счет продажи активов.

Основной источник средств – продажа активов

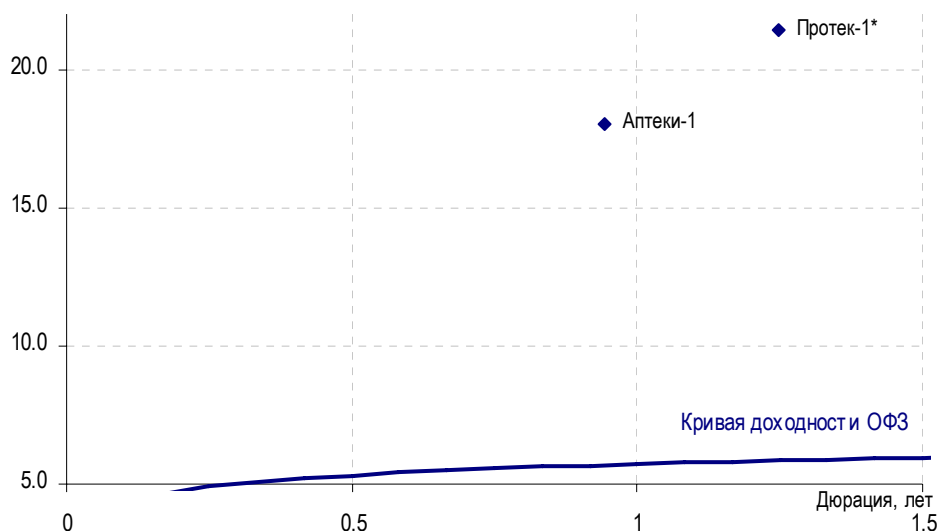
Поскольку сделки по продаже непрофильных активов (в т.ч. медицинского бизнеса) состоялись уже в 2008 году, отчетность компании не дает представления об их структуре и объеме вырученных средств. По сообщениям прессы, к 1 июня 2008 г. была закрыта сделка по продаже ЕМЦ, стоимость которого составляет порядка \$110 млн. Другой источник средств для рефинансирования долга – продажа доли Аптек в закрытом ПИФе недвижимости, в который войдет ряд московских и екатеринбургских объектов компании.

Июльская оферта пройдена, но бумаги вернулись на рынок; следующий пик выплат скорее всего следует ждать в конце 2008 г.

Продажа ЕМЦ и сделки с недвижимостью должны были обеспечить прохождение Аптек через оферту по выпуску облигаций объемом 3 млрд руб. в начале июля 2008 г. Однако мы полагаем, что необходимость рефинансировать значительный объем краткосрочных банковских кредитов, а также обязательств перед поставщиками, представляет собой не менее сложную задачу. Для решения этой проблемы Аптекам, вероятнее всего, придется вернуться к рассмотрению возможности продажи Верофарма, т.к. пока нет оснований рассчитывать на быстрое оздоровление розничного дивизиона.

Инвесторы предъявили к оферте около 94% от объема выпуска. Судя по оборотам в РПС, сразу после выкупа бумаги на 2.4 млрд руб. были «возвращены» в рынок, при этом сделки проходили по цене 93.40-93.50%. Таким образом, определен новый уровень доходности облигаций Аптек – около 18.00-18.30% к погашению через 1 год. Однако, на наш взгляд, даже этот уровень доходности выпуска Аптек не привлекателен с учетом высокого кредитного риска компании.

Доходность облигаций на 11 июля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

ЭКОНОМИКА

Укрепление рубля: 15 копеек вместо десяти

Сегодня с утра стоимость бивалютной корзины резко упала до 29.36-29.37 руб., тогда как в пятницу она торговалась не ниже 29.43 руб. По нашему мнению, сегодняшнее движение курса не было связано с очередным укреплением рубля ЦБ. Скорее всего, на прошлой неделе Банк России расширил границы валютного коридора не на 10, а на 15 копеек в обе стороны. Рынок же нижней границы тогда не увидел, так как одновременно ЦБ резко увеличил объемы регулярных интервенций, и стоимость бивалютной корзины пошла вверх.

Мы констатируем, что пока Банк России не может достигнуть своей цели по повышению непредсказуемости курса. Увеличение объема регулярных интервенций смогло лишь на несколько дней отложить повышение курса рубля, и сегодня у спекулянтов появилась возможность зафиксировать прибыль от игры на укрепление.

Однако у нас нет уверенности в том, что корзина надолго задержится у нижней границы ЦБ. Если Банк России не откажется от регулярных покупок по \$1 млрд. в день, то стоимость бивалютной корзины может опять вырасти. Центральный банк будет чувствовать себя очень некомфортно, если этого не произойдет. Ведь это будет означать, что он «просто так» купил несколько миллиардов долларов по завышенному курсу.

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
Семен Гавриленко	semen.gavrilenko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9974

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrachin@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
Татьяна Костина	tatyana.s.kostina@raiffeisen.ru	(+7 495) 225 9184
Тимур Файзуллин	tfaizullin@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.



**Raiffeisen
BANK**