

Рублевые корпоративные облигации

12 декабря 2006 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Л'Этуаль: комментарий к размещению » стр. 3
- Салават пока не продается » стр. 5
- «Декабрьское ралли» отменяется? » стр. 6

Индикаторы

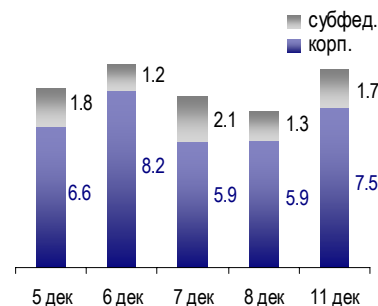
Долларов США за Евро	1.3235	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	26.2981	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 62.43	+ 0.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.72%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.58%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	103	- 5 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	372.8	- 15.2
Остатки на д/с, млрд руб.	60.8	- 2.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 39.8	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 20 декабря состоится публичное размещение облигаций ГПБ-Ипотека (3 млрд руб., дюрация 11 лет)
- 21 декабря планируются размещения Марийский НПЗ-2 (1.5 млрд руб, оферта через 1.5 года) и Жилищный Капитал-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

Объем торгов на ММВБ

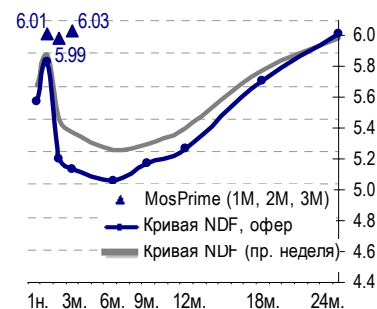


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

12 дек	Размещение Алькор и Ко-1 (1.5 млрд руб., годовая оферта) Заседание ФРС США по ставкам
13 дек	Аукцион ОФЗ-АД 46018 (6 млрд руб., дюрация 8.6 лет) Размещение НБ Ретал-1 (1 млрд руб., оферта через 2 года)
14 дек	Размещение Лукойл-3 (8 млрд руб., 5 лет) и Лукойл-4 (6 млрд руб., 7 лет) Размещение Северо-Западный Телеком-4 (2 млрд руб., 5 лет, опцион call через 2 года) Размещение Ленэнерго-2 (3 млрд руб., 5 лет)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпромбанк	99.45	+ 12	3.6	7.38%
Газпром-6	100.90	+ 10	2.4	6.68%
РЖД-5	99.99	+ 9	2.0	6.78%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	102.80	+ 40	2.7	7.56%
Иркут-3	103.94	+ 19	3.2	7.66%
Пятерочка-1	109.55	+ 15	2.9	8.36%

Лидеры падения

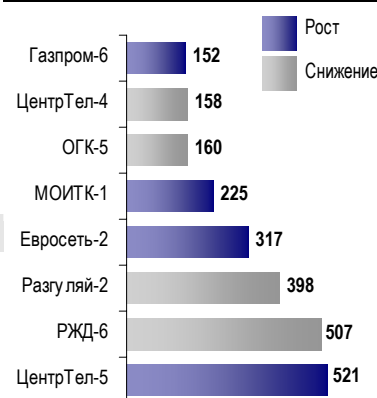
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	99.60	- 20	5.9	7.97%
Газпром-4	104.30	- 10	2.8	6.80%
ЛУКОЙЛ-2	100.90	- 10	2.7	7.02%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.00	- 35	2.6	8.20%
Пятерочка-2	103.45	- 30	3.3	8.44%
Кокс-1	100.75	- 24	2.3	8.80%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
ТМК, ОМК: бумаги достигли справедливых уровней, рекомендуем «держать»									
ТМК-2	05/09	Держать	100.87	-	7.06	0.29	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.35	100.40	7.77	1.14	183	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.90	101.85	7.99	1.44	198	200	↔
ЧТПЗ: облигации слишком сильно выросли, рекомендуем зафиксировать прибыль									
ЧТПЗ	30/11	Фиксировать прибыль	102.50	102.35	7.87	1.39	187	200	↑ 15
ГидроОГК: сужение спреда до 100-120 в долгосрочной перспективе									
ГидроОГК-1	15/09	Держать	103.10	102.70-103.45	7.42	3.78	110	100-120	↔
Аптеки 36.6: «фиксировать прибыль» в связи с ростом долговой нагрузки									
Аптеки 36.6-1	01/09	Фиксировать прибыль	100.70	100.50	10.56	1.42	455	470	↑ 15
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	100.00	100.25	8.65	1.11	272	250	↓ 20
Белон: «фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.30	99.50-99.90	9.16	2.27	300	320-340	↑ 20-40
ЮТК: привлекательны как самые доходные среди МРК Связьинвеста									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.11	-	8.35	0.80	253	-	↔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.16	-	8.27	1.58	223	-	↔
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.39	103.95-104.15	8.01	2.08	188	200-210	↑ 10-20
САНОС: «фиксировать прибыль» в связи с недостаточной премией к выпуску СИБУРа									
СанОС-2	23/11	Фиксировать прибыль	105.35	105.00-105.25	8.06	2.59	186	190-200	↑ 5-15
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.86	1.40	286	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль» на форвардах, ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.00-100.20	7.97	4.0	163	180	↑ 15

Л'Этуаль: комментарий к размещению

*«Справедливая»
доходность: не ниже 10.90-
11.00% к годовой оферте*

Сегодня на ММВБ состоится размещение дебютного выпуска ООО «Алькор и Ко» (1.5 млрд руб, оферта через 1 год), розничной компании крупной парфюмерно-косметической сети Л'Этуаль. Несмотря на приемлемое финансовое положение по данным управленческой отчетности, мы отмечаем низкую операционную и финансовую прозрачность группы. По нашему мнению, «справедливый» спред сегодняшнего выпуска составляет не менее 500 б.п. к кривой ОФЗ, что соответствует доходности на уровне 10.90-11.00% к оферте.

*Лидер розничного рынка
парфюмерии и косметики*

Группа Л'Этуаль является лидером среди парфюмерно-косметических сетей в России как по количеству магазинов (262 на конец октября 2006 г.), так и по объему выручки (169.2 млн евро по итогам 2005 г.). Деятельность группы диверсифицирована по географическому признаку: на долю Москвы приходится около половины выручки, на долю остальных городов – не более 2% (за исключением Санкт-Петербурга – 7%).

При такой масштабной географии деятельности основными факторами, снижающими эффективность операций, являются высокие транспортные издержки. Благодаря развитию собственной логистической системы Л'Этуаль смогла избежать данной проблемы. В настоящий момент логистическая система группы состоит из распределительного центра, несколько складов в Москве, а также собственного транспорта, осуществляющего доставку товаров в магазины Москвы и Московской области. Для доставки товаров в другие регионы привлекаются сторонние компании.

*Негативный фактор: все
магазины в аренде*

В качестве существенного бизнес-риска мы отмечаем тот факт, что группа арендует все свои магазины. Несмотря на долгосрочный характер договоров аренды и ограничения по повышению ставок (3-5% в год), мы считаем, что такая модель бизнеса будет оказывать существенное давление на рентабельность компании.

*Расширение географии и
новые направления
бизнеса*

В настоящий момент московский рынок близок к насыщению, поэтому компания планирует дальнейшее развитие за счет увеличения количества магазинов в регионах: в 2007 г. планируется открыть 97 новых магазинов. Альтернативным источником доходов станут доходы от мини-салонов красоты, которые будут располагаться на территории магазинов. Сейчас группа открыла уже 6 салонов, и планирует довести их количество до 60 в ближайший год. Инвестиционная программа на 2007 г. оценивается в 40 млн евро.

*Низкая прозрачность
юридической структуры –
один из главных рисков
займа*

Одним из существенных рисков займа, по нашему мнению, является отсутствие единой юридической структуры: эмитент владеет 100% в уставном капитале 45 региональных операторов, другими компаниями группы через оффшоры владеет основной бенефициар и основатель группа г-н Климов. Центр консолидации прибыли и активов отсутствует.

Дополнительный элемент непрозрачности, на наш взгляд, вносится в бизнес группы существенным объемом закупок продукции у компании, принадлежащей напрямую акционеру – около 45% от всех поставок на текущий момент.

*Финансовая отчетность
непрозрачная и неполная*

Из-за сложной юридической структуры группы ее финансовая прозрачность также невысока. В материалах к размещению представлена управленческая отчетность, которая консолидирует только часть предприятий группы. Результаты логистической компаний, а также оператора складских помещений группы (поручителя по займу) в данные управленческой отчетности не вошли.

По данным управленческой отчетности финансовое положение компании представляется нам вполне устойчивым:

- Выручка составила 169.2 млн евро (+42% к 2004 г.), EBITDA – 27 млн евро (+59%);
- Валовая рентабельность: 52%, рентабельность по EBITDA – 16%;
- Чистый финансовый долг: 28.6 млн евро; соотношение Долг/EBITDA: 1.1х.

**Рентабельность
повышается**

За счет относительно большого масштаба бизнеса группе удалось повысить показатели рентабельности: валовая маржа и рентабельность по EBITDA в 2005 г. выросли на 2 п.п. и составили 52% и 16% соответственно. Это произошло как за счет более выгодных условий закупок, так и за счет «эффекта масштаба» (коммерческие и административные расходы росли медленнее выручки).

**Долговая нагрузка –
вполне приемлемая**

Основную часть данного облигационного займа планируется направить на расширение сети, остальное - на пополнение оборотного капитала и частичного рефинансирования кредитного портфеля. Долговая нагрузка Л'Этуаль вырастет к концу 2006 г., однако, по оценкам организаторов займа, не превысит 2.5х Долг/EBITDA.

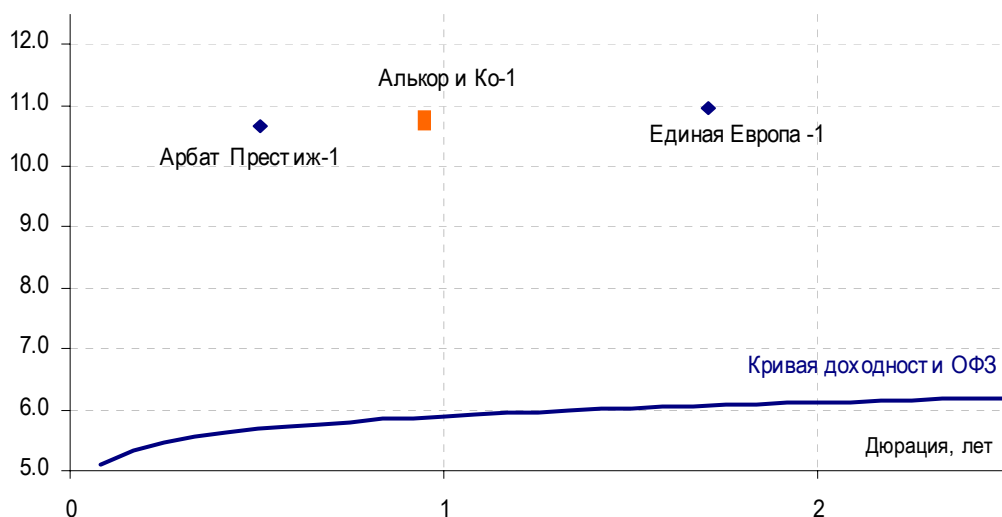
**Структура займа
недостаточно обеспечена
поручительствами**

Мы невысоко оцениваем структуру займа: доля эмитента в выручке группы составляет около 45%, при этом его валовая маржа значительно ниже аналогичного показателя группы: 25% против 52%. Рыночная оценка основных средств, находящихся на балансе поручителя, не проводилась с 2003 г., а потому не может рассматриваться как существенный фактор комфорта для инвесторов.

**Спрэд: не менее 500 б.п. к
ОФЗ**

Основным факторами, которыми мы руководствовались при определении справедливой доходности, являются низкая прозрачность юридической структуры группы и слабое обеспечение структуры займа. Эти же недостатки в значительной мере свойственны и другим операторам розничного и оптового рынка косметики и парфюмерии: Арбат-Престиж, Единая Европа Холдинг. Мы считаем, что доходность по займу должна составлять не ниже 10.90-11.00% к оферте, что соответствует спреду в 500 б.п. к кривой ОФЗ.

Доходность облигаций на 11 декабря



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Салават пока не продается

**Отмена спецаукциона
несущественна, но все же
мы считаем САНОС
переоцененным**

Вчера Правительство Башкирии сообщило об отмене спецаукциона по продаже контрольного пакета акций Салафатнефтеоргсинтеза. Судя по всему, это не меняет расстановки сил и в итоге САНОС все же перейдет под контроль Газпрома в следующем году. Однако мы продолжаем считать облигации САНОС переоцененными, поэтому мы рекомендуем замещать их на более привлекательные бумаги СИБУРа.

**Переход под контроль
Газпрома представляется
решенным делом**

Отмена спецаукциона, по нашему мнению, может иметь несколько возможных объяснений:

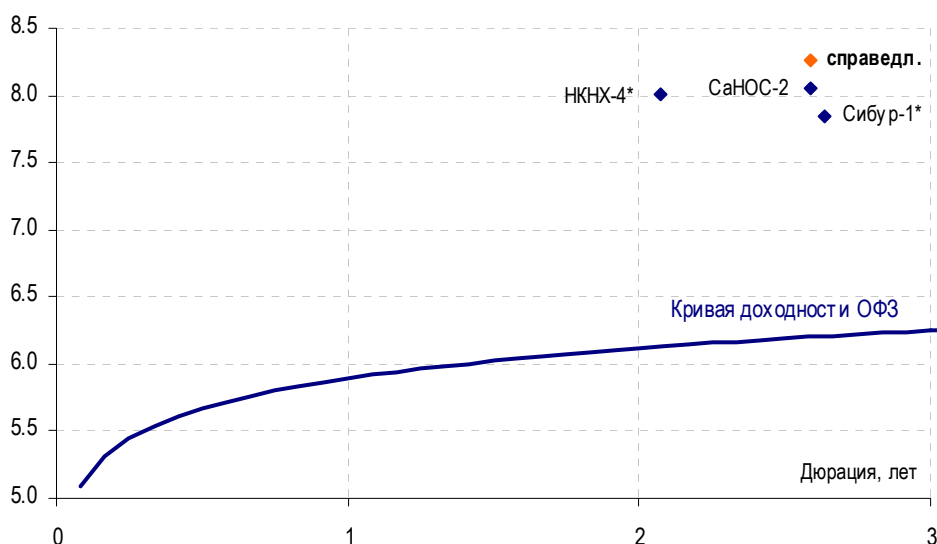
- аукциона может быть перенесен на более поздний срок, чтобы доходы от продажи акций попали в бюджет следующего года;
- была найдена альтернативная схема передачи акций САНОСа таким образом, чтобы Газпром не переплачивал за пакет более контрольного.

В любом случае, сам факт перехода САНОСа под контроль Газпрома практически не вызывает сомнений. По нашим оценкам, кредитное качество САНОСа как обособленной компании не очень высоко из-за высокой долговой нагрузки, снижающейся рентабельности и огромных потребностей в инвестициях. Поэтому Газпром представляется единственным реальным претендентом на компанию.

**Рекомендуем
«фиксировать прибыль» в
САНОСе и замещать его на
СИБУР**

В настоящий момент на облигационном рынке уже присутствует другая альтернатива риска «квази-Газпрома» в химической отрасли – СИБУР. Бумаги СИБУРа обращаются на вторичном рынке и являются, по нашему мнению, существенно более привлекательными, чем облигации САНОСа. Текущая премия САНОСа к СИБУРу составляет всего 10-15 б.п., хотя по фундаментальным соображениям она должна быть не менее 30 б.п. (см. наш ежедневный обзор от 23 ноября). Поэтому мы рекомендуем фиксировать прибыль в выпуске САНОС-2 с ориентиром по цене около 105.00% (текущая цена – около 105.40%) и замещать их на более «качественные» бумаги СИБУРа.

Доходность облигаций на 11 декабря



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

«Декабрьское ралли» отменяется?

*Ликвидность
восстановилась, а «ралли»
так и не начинается*

К настоящему моменту ликвидность банковской системы практически восстановилась: суммарные остатки на корсчетах и депозитах в ЦБ уже вернулись к достаточно высоким значениям середины осени. Однако столь ожидаемое многими «декабрьское ралли», судя по всему, не состоится по причине отсутствия участников.

*Причины: ставки
остаются высокими плюс
большой объем «первички»*

Причины такой ситуации мы видим в сохраняющихся довольно высоких ставках денежного рынка и существенном «навесе» ожидаемых первичных размещений. Исходя из опубликованных вчера данных Мнифина, мы не ожидаем очень большого притока ликвидности в банковскую систему до конца года.

*На конец года в бюджете
осталось 660 млрд руб.
неиспользованных
средств*

Вчера Минфин опубликовал предварительную оценку исполнения бюджета за январь-ноябрь. Наиболее существенной для рынка цифрой является фактический параметр кассового исполнения расходов: 84.8% за январь-ноябрь. Это означает, что на декабрь придется 15.2% от бюджетной росписи на год, что составляет около 660 млрд руб. Для сравнения: за октябрь кассовое исполнение составило 326 млрд, за ноябрь – 469 млрд.

*Мы ожидаем, что большая
часть расходов будут
перенесена на следующий
год*

По нашему мнению, значительная часть неиспользованных средств относится к крупным бюджетополучателям, которые не успели завершить свои операции в текущем году. Поэтому мы ожидаем, что значительная часть расходов будет перенесена на начало следующего года. Соответственно, «сверхпредложение» рублевой ликвидности в течение декабря представляется нам маловероятным. В таких условиях мы не ожидаем существенного снижения ставок денежного рынка, наш прогноз среднего уровня ставки «овернайт» до конца года – 4-5%.

*Ожидаем сохранения
текущих уровней
доходности до января*

На наш взгляд, сложившиеся на сегодняшний день уровни доходности на рублевом рынке продержатся еще около месяца – до середины января. С одной стороны мы можем констатировать, что рынок «устоял» в условиях очень неблагоприятной конъюнктуры, с другой стороны – существенных причин для роста к настоящему моменту нет. Доходности ОФЗ и первого эшелона находятся вблизи исторических минимумов, а сохраняющиеся на относительно высоком уровне ставки РЕПО и овернайт делают покупку низкодоходных бумаг с фондированием за счет РЕПО непривлекательной.

Еще одним фактором, который будет сдерживать рост рублевого рынка до конца года останется, на наш взгляд, существенный запланированный объем первичных размещений. Мы рекомендуем участвовать в «интересных» аукционах, т.к. эмитенты, судя по всему, будут давать некоторую премию для успешного размещения. Также мы сохраняем рекомендацию на покупку недооцененных бумаг 2го эшелона.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900
Ольга Базюкина	obazyukina@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Начальник аналитического отдела

Мадина Бутаева	mbutaeva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9928
----------------	------------------------	-------------------

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@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) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

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.