

Рублевые корпоративные облигации

22 декабря 2006 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- ГидроОГК: новые инвестиции – новые долги » *стр. 3*
- МСФО АИЖК: важен сам факт! » *стр. 4*
- ЗК «Настюша»: все дело в структуре займа » *стр. 4*
- Бразерс и Ко: комментарий к размещению » *стр. 6*

Индикаторы

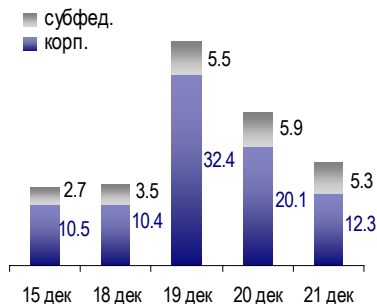
Долларов США за Евро	1.3171	- 0.0 %
Рублей за доллар США	26.2934	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 62.40	+ 0.4 %
Москва-39, дох. % год.	6.69%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.60%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	514.1	+ 36.7
Остатки на д/с, млрд руб.	83.7	- 0.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 33.4	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Дебютный выпуск ГАЗЭК-Финанс (1 млрд руб.) размещен под 10.78% годовых к оферте через 1.5 года
- Размещен выпуск УМПО-1 (4 млрд руб.) под 9.73% годовых к 1.5-годовой оферте
- Патэрсон-Инвест-1 (2 млрд руб.) размещен под 10.38% годовых к оферте через 1.5 года
- Марийский НПЗ-2 (1.5 млрд руб.) размещен под 12.36% годовых к 1.5-годовой оферте
- Пеноплэкс Финанс-1 (1.5 млрд руб.) размещен по доходности 11.57% годовых к оферте через 1.5 года

Объем торгов на ММВБ

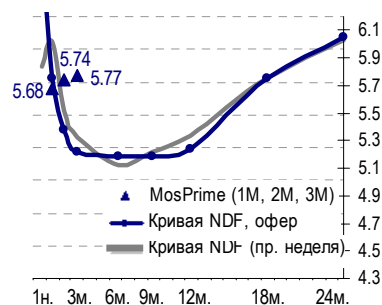


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 22 дек Размещение Еврокоммерц-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
Размещение Зерновая компания "Настюша"-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Размещение Волжская текстильная компания-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
Размещение Бразерс и Компания-1 (500 млн руб., годовая оферта)
- 25 дек Уплата акцизов, НДС
- 27 дек Размещение дебютного выпуска РИГрупп (1.2 млрд руб., 1.5-годовая оферта)
- 28 дек Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	100.50	+ 15	4.1	7.30%
РЖД-7	102.90	+ 10	4.8	7.06%
ОГК-5	99.60	+ 8	2.5	*7.80%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-4	102.40	+ 25	0.8	7.18%
Зенит-2	99.90	+ 20	2.0	8.61%
Русснефть	99.32	+ 12	1.8	*9.87%

Лидеры падения

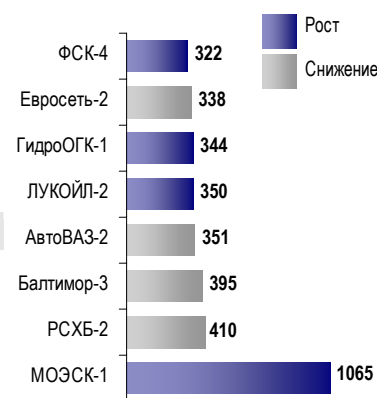
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	99.65	- 10	5.9	7.96%
Газпром-6	100.80	- 10	2.4	6.72%
РЖД-6	101.60	- 5	3.4	6.99%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Содружество-1	99.70	- 30	2.5	10.84%
ЦентрТел-4	114.25	- 25	2.3	7.92%
Дальсвязь-3	101.20	- 20	1.7	8.02%

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.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.80	-	7.04	0.27	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.37	100.35	7.74	1.11	178	180	↔
ОМК	30/11	Покупать	101.70	101.80	8.11	1.41	207	200	↓ 5
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.25	7.99	1.37	197	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	15/09	Фиксировать прибыль	103.35		7.35	3.76	100	120	↑
ГАЗ: «покупать» на хороших финансовых результатах и поддержке Базового Элемента									
ГАЗ-1	30/08	Покупать	100.05	100.20	8.60	1.09	265	250	↓ 15
Белон: «фиксировать прибыль» на временном росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.30	99.45-99.85	9.16	2.25	298	320-340	↑ 20-40
ЮТК: привлекательны как самые доходные среди МРК Связьинвеста									
ЮТК-3	27/10	Держать	102.10	-	8.28	0.78	242	-	↔
ЮТК-4	27/10	Держать	103.20	-	8.43	1.77	232	-	↔
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	15/11	Фиксировать прибыль	104.36	103.85-104.05	8.00	2.06	185	200-210	↑ 15-25
САНОС: «фиксировать прибыль» в связи с недостаточной премией к выпуску СИБУРа									
СанОС-2	20/12	Держать	105.05	104.90-105.15	8.17	2.57	195	190-200	↔
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.93	1.37	291	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.60	100.20	8.05	3.94	170	180	↑ 10

Облигации Аптечной сети «36.6» достигли нашего ориентира

Вчера котировки облигаций Аптек существенно просели и достигли нашего ориентира в 100.50% от номинала. В связи с этим мы снимаем рекомендацию «фиксировать прибыль». При этом мы пока не рекомендуем покупать эти бумаги, т.к. агрессивная инвестиционная политика и отрицательная операционная рентабельность аптечной сети будут удерживать долговую нагрузку на очень высоком уровне.

ГидроОГК: изменение рекомендации

Новые ориентиры по инвестиционной программе ГидроОГК, судя по всему, приведут к существенному росту долга. Мы не считаем, что этот факт негативно отразится на долговой нагрузке компании, однако рекомендуем «зафиксировать прибыль» на ожиданиях расширения спреда до 120 б.п. к ОФЗ.

ГидроОГК: новые инвестиции – новые долги

*Инвестпрограмма
увеличена. Ожидаем роста
долга*

Вчера Совет Директоров ГидроОГК утвердил инвестиционную программу на 2007 г., также компания опубликовала ориентиры по капитальным затратам до 2011 года. Основным источником финансирования, судя по всему, станут долговые ресурсы. По нашему мнению, ожидаемое увеличение долговой нагрузки не скажется негативно на кредитном качестве компании, т.к. «государственный» статус гидрогенерации является очень существенным фактором поддержки.

*Ожидаем расширения
спрэдов до 120 б.п. к ОФЗ*

Текущий спред ГидроОГК-1 (около 100 б.п.) соответствует нашим представлениям о «справедливой» доходности облигаций компании. Однако с учетом существенного роста предложения долга мы не исключаем «отката» облигаций компании до спреда в 120 б.п. к ОФЗ и рекомендуем зафиксировать прибыль в облигациях компании по текущим ценам.

*Инвестиции более \$14
млрд на ближайшие 5 лет*

В пресс-релизе компании содержатся 2 ориентира по инвестпрограмме ГидроОГК:

- 52.2 млрд руб. на 2007 г.;
- 381 млрд руб. до 2011 г.

Предполагается, что в следующем году компания получит 8.8 млрд руб. из бюджета в качестве оплаты допэмиссии акций.

*Основное направление на
2007 г.: достройка
станций*

Масштабы инвестиционных потребностей ГидроОГК существенно увеличились с момента размещения облигаций (предыдущий ориентир – 250 млрд руб. на 5 лет). Однако столь существенный прирост представляется нам вполне обоснованным: с учетом указаний Президента РФ по уменьшению доли газа в топливном балансе отрасли, необходимо ускорить строительство гидромощностей. В течение следующего года компания планирует инвестировать средства в основном в достройку Бурейской, Богучанской и ряда других строящихся станций.

*Основной источник
финансирования: судя по
всему - долг*

Судя по всему, основным источником финансирования инвестпрограммы компании на ближайшие годы станет привлечение долговых ресурсов, т.к. доступ ГидроОГК к размещению акций на рынке ограничивается требованием по сохранению доли государства в капитале компании не ниже контрольной. В следующем году, судя по данным пресс-релиза, компания планирует получить 8.8 млрд руб. из бюджета на увеличение уставного капитала, но дальнейшие допэмиссии, на наш взгляд, могут оказаться под вопросом из-за сложности бюрократических процедур.

*Мы не считаем, что это
ослабляет кредитное
качество компании*

По нашим оценкам, в следующем году потребность компании в привлечении долговых ресурсов может составить 20-30 млрд руб., что приведет к существенному росту долговой нагрузки. Однако в случае ГидроОГК мы не склонны драматизировать ситуацию:

- компания имеет доступ к длинным и дешевым инвестиционным кредитам (в текущем году она привлекла кредит ЕБРР на 6.3 млрд руб. сроком на 14 лет);
- процентные расходы по кредитам закладываются в тариф компании и по сути перекладываются на потребителей.

Мы не ожидаем, что у ГидроОГК могут возникнуть сложности с привлечением ресурсов, однако предполагаем, что в следующем году компания будет достаточно активно привлекать средства на рынке публичных заимствований.

На наш взгляд, определяющими факторами для кредитного качества ГидроОГК являются ее стратегическая значимость для энергосистемы страны и высокая вероятность финансовой поддержки со стороны государства в случае необходимости. Поэтому несмотря на ожидаемый рост долговой нагрузки мы не пересматриваем нашей оценки «справедливого» спреда облигаций компании в 100-120 б.п. к ОФЗ.

Ожидаем расширения спреда на 20 б.п., рекомендуем зафиксировать прибыль

На наш взгляд, к текущему моменту облигации ГидроОГК полностью исчерпали потенциал роста котировок, т.к. их текущий спред находится на нижней границе «справедливого» диапазона (100 б.п.). Мы рекомендуем постепенно фиксировать прибыль в бумагах компании, т.к. уже в начале следующего года рынку будет предложен значительный объем долга компаний отрасли с более высоким уровнем доходности.

МСФО АИЖК: важен сам факт!

Подготовка МСФО – важный шаг к получению рейтинга

Позавчера АИЖК опубликовала МСФО за 2005 г. Сама по себе отчетность не содержит никаких сюрпризов для участников рынка: финансовые результаты по РСБУ позволяют достаточно точно оценить деятельность компании. Однако мы отмечаем, что подготовка МСФО является важным шагом к решению главной проблемы облигаций компании – получению кредитного рейтинга от международных агентств.

Бонды АИЖК могут получить рейтинг на инвестиционном уровне

С учетом обеспечения по облигациям АИЖК в форме бюджетных гарантий, мы ожидаем, что бумагам в течение следующего года может быть присвоен кредитный рейтинг на уровне суверенного или на 1 ступень ниже. Таким образом, облигации АИЖК перейдут в разряд бумаг с инвестиционным рейтингом, и мы ожидаем существенного повышения спроса на них со стороны иностранных инвесторов и роста ликвидности бумаг. Но эти события вряд ли произойдут в течение ближайших месяцев.

По нашему мнению, покупка «длинных» облигаций АИЖК в настоящий момент является весьма привлекательной идеей для консервативных инвесторов:

- «длинная» дюрация позволит заработать на росте цен с учетом ожиданий относительно снижения доходностей на рублевом рынке в 2007 году;
- ожидаемое присвоение рейтинга повысит спрос на бумаги, и также будет способствовать росту котировок.

Рекомендуем покупать «длинные» выпуски АИЖК с горизонтом от 6 месяцев

Мы рекомендуем «покупать» длинные выпуски АИЖК (5й, 6й, 7й и 8й) по текущим уровням (спреда этих бумаг составляют 130-150 б.п. к ОФЗ). Наша оценка «справедливого» спреда в случае присвоения рейтинга – около 100 б.п. Однако мы отмечаем, что эта идея может реализоваться только на «длинном» горизонте – от 6 месяцев и более.

ЗК «Настюша»: все дело в структуре займа

Сегодня на ММВБ состоится размещение дебютного выпуска облигаций ООО «ЗК Настюша», управляющей компании крупного зернового холдинга (1 млрд руб, 1.5-годовая оферта). Доходность к оферте, прогнозируемая организатором (11.70-11.90%), по нашему мнению, является заниженной из-за сложной юридической структуры группы, высокой долговой нагрузки и значительных операционных рисков, присущих сельскому хозяйству.

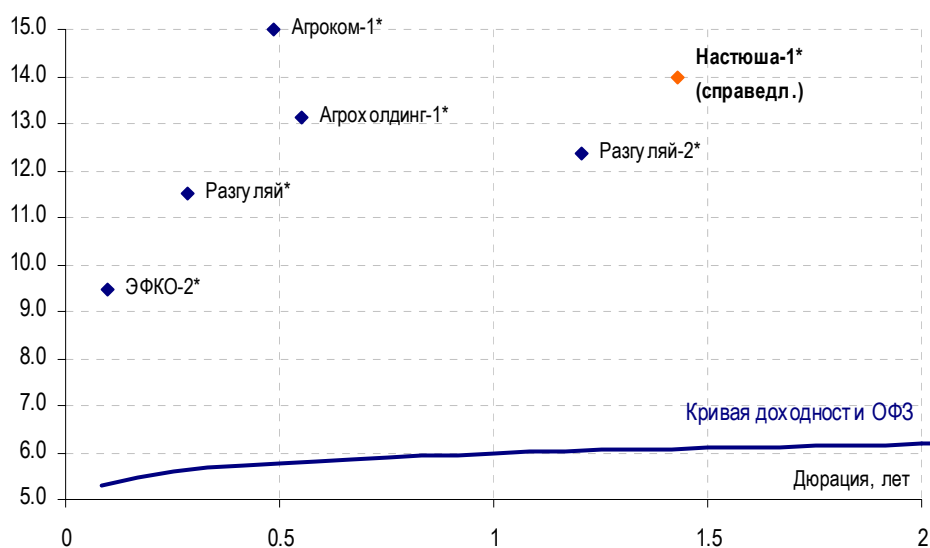
Настюша – один из лидеров зернового рынка России

Холдинг Настюша является одним из лидеров на зерновом рынке России. В его структуре представлены следующие бизнес-направления:

- производство зерна: посевные площади в Липецкой области (128 тыс га) и в Казахстане (200 тыс га);
- закупка и продажа зерна: совокупная мощность 30 элеваторов и хлебоприемных предприятий составляет 3 070 тыс тонн;
- переработка зерна: холдингу принадлежат 2 мелькомбината в Москве и 1 – в Кемеровской области общей производительностью 3300 тонн зерна в сутки, а также 3 хлебобулочных предприятия в Москве общей производительностью 60 тыс тонн.

В состав холдинга также входят транспортные предприятия, позволяющие минимизировать затраты по доставке зерна из хозяйств к элеваторам.

Доходность облигаций на 21 декабря



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Основное направление деятельности – оптовая торговля зерном

Основную часть в выручке холдинга занимают доходы от оптовой торговли зерном. Настюша занимает первое место среди игроков российского рынка по объемам хранения зерна и является одним из лидеров на рынке зернового трейдинга с долей 7%. Холдинг стремится диверсифицировать свою деятельность: в 2004 г. было начато производство муки (сейчас Настюша занимает 39% рынка муки в Москве и 15% - в Кемеровской области). В 2006 г. были приобретены хлебобулочные заводы в Москве, занимающие значительную долю столичного рынка.

Сложная юридическая структура

В настоящий момент юридическая структура холдинга является достаточно сложной: в него входит более 40 компаний, при этом только половина из них консолидирована на балансе эмитента – ООО «ЗК Настюша». Консолидация активов холдинга запланирована на 2007 г.

Низкая финансовая прозрачность

Текущая структура холдинга определяет его крайне низкую финансовую прозрачность: в материалах к размещению представлена только отчетность эмитента по РСБУ (основная часть оптовой торговли зерном) и поручителя (часть производства хлебобулочных изделий). По нашему мнению, отчетность этих компаний практически не отражает реальных результатов деятельности всей группы.

Долг эмитента непропорционально высок

Выручка эмитента в 2005 г. составила 7.6 млрд руб. и несколько уменьшилась в 2006 г. Операционная прибыль компании очень невелика (141 млн руб. за 9М2006) и, судя по всему, не отражает реальных финансовых результатов деятельности компании. Долг эмитента по сравнению с его финансовыми результатами непропорционально высок: соотношение Долг/Операционная прибыль превышает 20х. Огромная долговая нагрузка эмитента является отчасти бухгалтерским эффектом: консолидированные на балансе компании доли в «дочках» приобретены с использованием долгосрочных займов.

Основная проблема – неудовлетворительная структура займа

На наш взгляд, основной проблемой облигаций ЗК Настюша является неудовлетворительная структура займа:

- финансовые результаты эмитента не будут покрывать даже процентных расходов по привлекаемому облигационному займу;
- находящиеся на балансе эмитента активы не могут рассматриваться в качестве обеспечения займа, т.к. приобретены на заемные средства;
- финансовые результаты единственного поручителя пренебрежимо малы по сравнению с размером размещаемого займа (операционная прибыль: 18 млн руб. за 9М2006)

Таким образом, реальные денежные потоки или активы, которые могли бы рассматриваться в качестве обеспечения по облигациям, в структуре займа отсутствуют.

Доходность 12%, прогнозируемая организатором, не отражает рисков слабой структуры займа. Наш ориентир – не ниже 14%

Крайне слабая структура облигационных займов является общей чертой всех выпусков зерновых компаний. Однако в случае ЗК Настюша у потенциальных инвесторов отсутствует даже управленческая отчетность группы. На наш взгляд, облигации компании должны размещаться с существенной премией к Разгуляю (12.35% к оферте в апреле 2008 г.). Мы оцениваем «справедливую» доходность бумаг ЗК Настюша на уровне не ниже 14% к оферте. Ориентир организатора (около 12%), на наш взгляд, не отражает рисков, связанных с крайне слабой структурой займа.

Бразерс и Ко: комментарий к размещению

«Справедливая» доходность: 12.50-13.00%

Сегодня состоится размещение дебютного облигационного займа сетевой компании ресторанного бизнеса ООО «Бразерс и Ко» (0.5 млрд руб, оферта через 1 год). По нашему мнению, достаточно слабая структура займа должна компенсироваться доходностью в диапазоне 12.50-13.00%, что чуть выше ориентиров организатора.

Бразерс и Ко – франчайзи корпорации Sbarro Inc., развивающий в России сеть ресторанов итальянской кухни. Рестораны работают как на фудкортах торгово-развлекательных комплексов, так и в отдельно стоящих зданиях. В ноябре 2006 г. сеть включала 108 ресторанов, из них 77 – пиццерии Sbarro, 28 – рестораны восточной кухни Баш-на-Баш и Восточный базар, 3 – рестораны полного обслуживания Viaggio.

Позитивные факторы

- наличие логистического комплекса (центральная кухня, склады и собственный транспорт), рассчитанного на обслуживание 300 ресторанов;
- высокие темпы роста за счет увеличения количества ресторанов сети: в 2005 г. выручка выросла на 45% по сравнению с 2004 г., при увеличении количества ресторанов на 42%;
- высокий уровень рентабельности по EBITDA: 12.4%.

Негативные факторы

- существенный риск повышения арендной платы: более 95% площадей, занимаемых компанией, арендуется;
- непрозрачная организационная структура, слабое обеспечение структуры займа;
- относительно высокая долговая нагрузка: 3.6x Долг/EBITDA с учетом размещаемого облигационного займа.

Финансовые результаты Бразерс и Ко по МСФО (млн руб)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый Долг*	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	1 530	157	10.2%	263	1.7	6.0
9M2006	1 316	163	12.4%	511	2.4	6.1

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка; * - с учетом обязательств по лизингу

Стратегической целью компании является четырехкратное увеличение выручки сети к 2009 г. за счет увеличения количества ресторанов в 4.6 раза. Средства от облигационного займа будут направлены на расширение ресторанной сети (55%), а также на рефинансирование кредитного портфеля компании (45%).

Негативный фактор: слабая структура займа

Негативным моментом является слабая структура займа: хотя эмитент и генерирует почти всю выручку группы, совокупная операционная прибыль компаний, представленных в структуре займа, составляет не более 65% операционной прибыли группы.

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.