

# Рублевые корпоративные облигации

2 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Х5: большой рознице – глобальное рефинансирование » стр. 3

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3021	- 0.1 %
Рублей за доллар США	26.4909	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 57.21	+ 2.0 %
Москва-39, дох. % год.	6.71%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.84%	- 5 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	- 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	412.6	- 13.0
Остатки на д/с, млрд руб.	138.0	+ 26.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 3.3	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

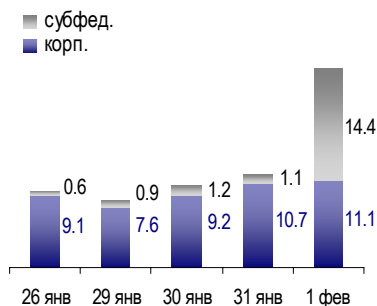
### СКОРО

- 7 февраля состоится размещение дебютного выпуска Финансбанк (3.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)

### ВЧЕРА

- ЦБ разместил ОБР-3 на 54 млн руб. из 20 млрд руб. под 5.02% годовых к обратному выкупу 15 июня 2007 года

## Объем торгов на ММВБ

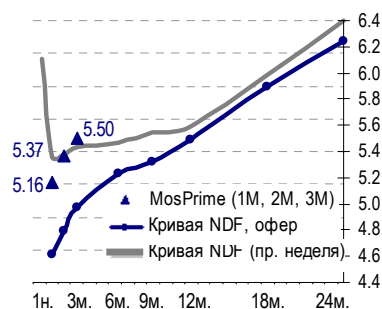


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

2 фев	Размещение Ленэнерго-2 (3 млрд руб., 5 лет)
7 фев	Размещение Финансбанк-1 (3.5 млрд руб., оферта через 1.5 года) Уплата ФОР
8 фев	Размещение АИЖК-9 (5 млрд руб., дюрация 5.8 лет, с амортизацией)
15 фев	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
20 фев	Уплата НДС
26 фев	Уплата акцизов, НДС

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-2	103.60	+ 20	3.0	7.16%
Мосэнерго-2	101.00	+ 15	4.2	*7.55%
РЖД-6	101.53	+ 11	3.3	7.00%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	103.75	+ 23	3.1	7.67%
ЮТК-4	103.55	+ 20	1.7	8.09%
ВолгаТел-4	101.15	+ 18	2.3	*7.71%

## Лидеры падения

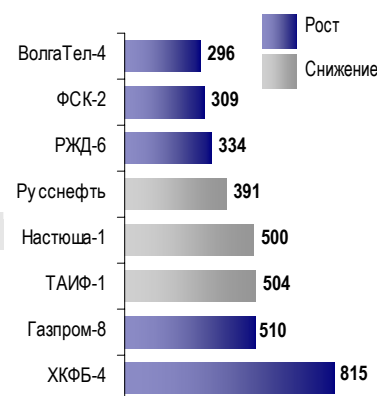
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	99.90	- 15	5.8	7.92%
ГидроОГК-1	103.05	- 2	3.8	7.41%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Русснефть	88.00	- 155	1.7	*17.74%
Протек-1	99.00	- 25	2.4	*9.53%
Пятерочка-1	109.00	- 16	2.8	8.42%

## 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.
<b>Трубные компании</b>									
ТМК-2	05/09	Держать	100.52	-	6.49	0.15	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.44	100.45	7.64	0.99	181	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.90	101.80	7.84	1.30	190	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.06	102.20	8.04	1.31	210	200	↔
<b>ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»</b>									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.10	102.60	7.40	3.78	106	120	↑ 15
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.50	100.30	8.13	0.97	230	250	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.55	9.22	2.13	310	340	↑ 30
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.88	1.32	294	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.75	100.25	8.00	3.82	167	180	↑ 15
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.45-99.60	8.73	1.49	274	290-300	↑ 15-25
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.70	99.85-100.30	8.81	2.29	267	240-260	↓ 5-25
<b>Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний</b>									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.45	100.60	7.48	2.36	132	125	↓ 5
<b>Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль</b>									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.80	9.33	1.53	333	375	↑ 40
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.17	-	8.47	1.96	238	210-230	↔
<b>Сибур: привлекательная премия к Газпрому; рейтинги от Fitch и Moody's будут способствовать росту спроса на бумагу</b>									
Сибур-1	25/01	Купить и держать	99.84	-	7.91	2.50	173	-	↓
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.30	99.00	8.90	3.40	260	300	↑ 40

## **X5: большой рознице – глобальное рефинансирование**

*Основная цель новых выпусков – рефинансирование долга*

Вчера компания-SPV X5 Retail Group сообщила о том, что приняла решение о размещении трех выпусков облигаций на общую сумму 25 млрд руб. Некоторые участники рынка интерпретировали это решение как стремление компании резко увеличить долг, что привело бы к существенному росту показателей долговой нагрузки. Однако, по комментариям компании, основной целью размещения новых выпусков является рефинансирование части имеющихся долгов.

*Резкого роста долговой нагрузки из-за размещения облигаций не будет*

Очевидно, что для продолжения динамичного роста X5 в нынешнем году потребуются активные инвестиции. Исходя из предварительных оценок, данных менеджментом компании, мы предполагаем, что реализация программы органического роста не приведет к существенному росту долговой нагрузки в 2007 г. по сравнению с показателями 2006 г.

В качестве одного из организаторов новых облигационных займов X5, Райффайзенбанк уточняет, что целью регистрации сразу трех займов на столь крупную сумму является получение определенной финансовой гибкости. Это не означает, что компания планирует одновременно разместить все три займа. Однако в условиях длительности процедур, связанных размещением облигаций, наличие зарегистрированных займов позволяет компании более оперативно удовлетворять свою потребность в денежных средствах.

*X5 планирует рефинансировать синдицированный кредит из-за ковенант*

В 2006 г. в связи с созданием X5 Retail Group и приобретением Пятерочки компания привлекла крупный синдицированный кредит на \$800 млн. И хотя ставки по нему являются достаточно комфортными (LIBOR +225-250 б.п.), X5 все же приняла решение о замещении этого кредита. Причиной такого решения стало наличие большого числа ковенант, которые накладывают на компанию значительные ограничения. Еще одной важной причиной выхода на рублевый рынок с крупными займами стало изменение конъюнктуры: снижение опасений по поводу укрепления рубля привело к тому, что рублевые заимствования вновь стали привлекательными для компании.

*Долговая нагрузка по итогам 2006 года должна составить порядка 3.3-3.5х Долг/ЕБИТДА*

Важным опасением, связанным с кредитным качеством X5, является существенный рост долговой нагрузки в 2006 году. Исходя из текущего размера долга в \$1-1.2 млрд и нашего прогноза выручки за 2006 г. на уровне \$3.5 млрд, мы оцениваем соотношение Долг/ЕБИТДА по итогам 2006 года на уровне около 3.3-3.5х. По сравнению со значением 1.4х Долг/ЕБИТДА у Пятерочки по итогам 2005 г. рост долговой нагрузки выглядит весьма внушительным. Однако мы отмечаем, что увеличение долга является вполне естественной тенденцией для российского ритейла: динамичный рост рынка подталкивает компании к активным инвестициям для укрепления своих рыночных позиций. Так, второй сильнейший ритейлер – Магнит, который в 2006 г. работал с крайне низкой долговой нагрузкой, также, судя по инвестиционным планам, увеличит соотношение Долг/ЕБИТДА до уровня около 3х.

*Программа органического роста на следующий год также не предполагает увеличения долговой нагрузки*

Предварительный ориентир инвестпрограммы X5 (без учета возможных M&A сделок) на 2007 г. составляет \$700 млн. Соответственно, даже исходя из консервативных предпосылок (рост выручки на 30% и снижение маржи до 8-8.5%) компания сможет профинансировать за счет операционного денежного потока порядка \$400 млн инвестиций. Оставшиеся \$300 млн могут быть профинансированы за счет привлечения долга, однако к росту долговой нагрузки это не приведет: соотношение Долг/ЕБИТДА так и останется на уровне 3-3.5х.

*Основной вопрос связан с возможными M&A сделками, но они могут быть профинансированы из других источников*

Более масштабные инвестиции могут потребоваться, если X5 решит совершить активные приобретения. Однако в этом отношении компания располагает значительной финансовой гибкостью: GDR на акции X5 зарегистрированы на Лондонской бирже, поэтому компания имеет прямой доступ к привлечению средств на рынке акций. Также в случае необходимости, по нашему мнению, X5 может рассчитывать на получение ресурсов сильного контролирующего акционера – Альфа-Групп.

**Для Пятерочки и Магнита увеличение долговой нагрузки не ведет к снижению качества, чего нельзя сказать о более мелких ритейлерах**

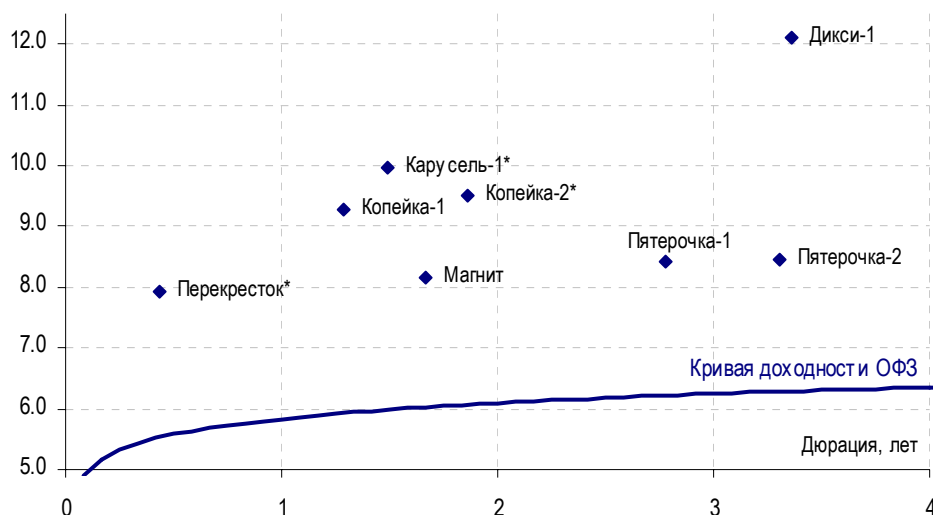
В целом, очевидно, что долговая нагрузка X5 в течение ближайшего года будет находиться на достаточно высоком уровне: 3-3.5x Долг/ЕБИТДА. Однако в такой ситуации мы не видим причин для снижения рейтингов компании, т.к. в решении S&P в качестве границы уровня долговой нагрузки, при котором рейтинг может остаться на уровне «BB-» определен показатель в 4x Долг/ЕБИТДА. По нашему мнению, кредитное качество крупнейших российских ритейлеров – X5 и Магнит, — не страдает от роста долговой нагрузки до уровня 3-3.5x. В то же время стремления ряда более мелких игроков не отстать от рынка приводит к росту долговой нагрузки до 6x и более, что уже выглядит чересчур агрессивным уровнем.

**Для падения цен выпусков Пятерочки в настоящий момент нет объективных причин**

По нашему мнению, в текущей ситуации нет серьезных поводов для существенных изменений цен облигаций Пятерочки. Возможно, по субъективным причинам некоторые участники рынка все же решат продать бумаги Пятерочки. Например, вчера на фоне неожиданных новостей о размещении новых займов котировки обоих выпусков Пятерочки немного «просели». В настоящий момент спрэды Пятерочки находятся на верхней границы оценочного «справедливого» диапазона 200-220 б.п. к ОФЗ. Мы не объективных видим причин для падения цен бумаг компании, т.к. о росте долговой нагрузки и снижении кредитного качества в настоящий момент речи не идет.

Спрэды второго крупнейшего ритейлера – Магнит в настоящий момент наоборот сузились до уровня в 210 б.п. к ОФЗ. Ситуация при которой Магнит торгуется с дисконтом к Пятерочке представляется нам не совсем адекватной из-за отсутствия у Магнита кредитных рейтингов и меньших масштабов бизнеса компании. В данном случае мы не рекомендуем наращивать позиции в первом выпуске Магнита и считаем предпочтительным дождаться размещения второго выпуска. В то же время мы подтверждаем свою очень высокую оценку кредитного качества Магнита и не считаем, что ожидаемый рост долговой нагрузки приведет к его снижению.

#### Доходность облигаций на 1 февраля



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**

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

### 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.