

Рублевые корпоративные облигации

21 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Копейка: верите ли вы в успех? » *стр. 3*
- ОФЗ 46021: покупать лучше с небольшой премией » *стр. 5*
- Газпром: успех размещения обеспечат иностранцы » *стр. 6*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3138	- 0.1 %
Рублей за доллар США	26.2016	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 56.30	- 0.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.66%	- 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.70%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	101	+ 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	397.4	- 30.3
Остатки на д/с, млрд руб.	114.3	- 45.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 23.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

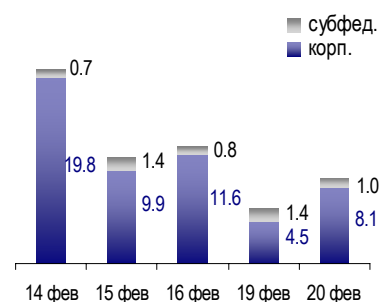
СКОРО

- Планируются выпуски МДМ Банк-4 (4 млрд руб., годовая оферта) и МДМ Банк-5 (4 млрд руб., оферта через 2 года)

ВЧЕРА

- Размещен выпуск Виктория-Финанс-2 (1.5 млрд руб.) под 11.19% годовых к погашению через 3 года
- Москоммерцбанк-2 (3 млрд руб.) размещен под 8.58% годовых к 1.5-летней оферте
- Русь-Банк-2 (2 млрд руб.) размещен под 9.72% годовых оферте через 1.5 года

Объем торгов на ММВБ

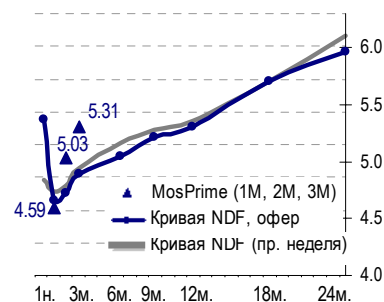


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 21 фев Размещение Газпром-9 (5 млрд руб., 7 лет)
Размещение ТД Копейка-3 (4 млрд руб., 5 лет)
Размещение СУ-155 Капитал-3 (3 млрд руб., годовая оферта)
Аукцион ОФЗ-АД 46021 (15 млрд руб., погашение в 2018 году)
- 22 фев Размещение Россельхозбанк-3 (10 млрд руб., оферта через 3 года)
- 26 фев Уплата акцизов, НДС
- 27 фев Размещение дебютного выпуска ТГК-6 (2 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	103.06	+ 1	3.7	7.40%
ФСК-4	100.51	+ 1	3.9	7.29%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-2	101.55	+ 10	1.7	*7.38%
КамАЗ-2	100.30	+ 10	1.5	*8.40%
Мечел-2	101.35	+ 6	2.9	*8.08%

Лидеры падения

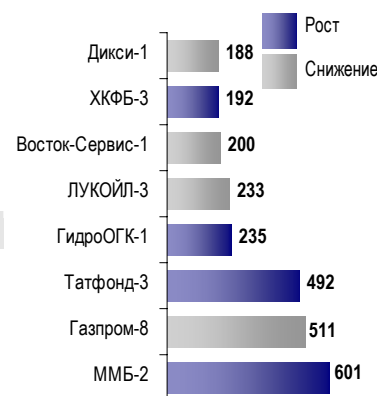
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-5	101.05	- 15	0.6	5.93%
ЛУКОЙЛ-4	100.70	- 9	5.4	7.40%
ЛУКОЙЛ-2	101.15	- 5	2.5	6.89%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-1	100.25	- 15	1.2	9.52%
ХКФБ-4	100.60	- 10	1.5	*9.90%
СаНОС-2	105.00	- 5	2.4	8.07%

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-3	05/09	Держать	100.50	100.65	7.56	0.94	199	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	102.00	7.86	1.24	215	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.40	7.77	1.26	206	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.05	102.95	7.40	3.73	117	120	↑ 5
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.60	100.50	7.99	0.96	241	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.70	9.22	2.08	327	350	↑ 25
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.77	1.27	306	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.60	7.96	3.77	172	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.75-99.90	8.74	1.44	296	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.20-100.65	8.68	2.24	269	240-260	↓ 10-30
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию в 25 б.п. относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.55	100.85	7.43	2.31	143	130	↓ 15
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	100.05	9.29	1.48	350	380	↑ 30
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.91	245	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.30	100.95	7.71	2.45	168	140	↓ 30
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.40	8.84	3.35	265	300	↑ 35
ОГК									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	99.90	99.50	7.68	2.36	167	185	↑ 20

Копейка: верите ли вы в успех?

Текущий финансовый профиль Копейки более чем агрессивен...

Сегодня состоится размещение третьего выпуска облигаций Копейки (4 млрд руб., 5 лет до погашения, оферта – через 1.5 года по 99% от номинала). Текущий финансовый профиль Копейки представляется нам достаточно агрессивным: из-за динамичного развития сети в 2006 г. рентабельность существенно снизилась, а долговая нагрузка превысила 7х Долг/ЕБИТДА и приближается к критическим уровням. Однако при определении доходности нового выпуска Копейки, участники рынка все же будут закладывать существенный дисконт к «справедливому» уровню, основанный на ожиданиях поддержки со стороны ключевого акционера – ФК «Уралсиб».

... но инвесторы будут закладывать дисконт на поддержку Уралсиба

Исходя из финансовых результатов Копейки, ее «справедливый» спред мы бы оценили на одном уровне с бумагами Дикси и Виктории: 500-550 б.п. к ОФЗ. Однако динамичное развитие сети с одной стороны и высокая вероятность поддержки со стороны Уралсиба – с другой стороны, позволяют Копейке рассчитывать на дисконт в размере 100-150 б.п. относительно сравнимых компаний.

Основное достижение 2006 года: очень высокие показатели роста выручки и размера сети

Основным достижением Копейки по итогам 9М2006 стал существенный рост выручки: почти на 80% по сравнению с результатом за 9М2005. Основным фактором, определившим такую динамику стало более чем двукратное расширение торговой сети. Очевидно, что и рост выручки, и расширение сети являются позитивными событиями с точки зрения развития бизнеса компании. В отличие от Дикси, рост выручки которой по итогам 2006 года составил всего 22% в долларовом выражении, Копейке удалось существенно укрепить свои позиции на московском рынке. В итоге, высокие показатели роста позитивно влияют на оценку стоимости компании.

Однако существенное ослабление финансовых показателей Копейки – снижение рентабельности и рост долговой нагрузки, — в значительной мере портит приятное ощущение от высоких темпов роста выручки.

Главная проблема – снижение рентабельности...

По результатам 9М2006 маржа ЕБИТДА сократилась до 4.1% с 6.4% за 2005 год. Свой вклад в такую динамику, безусловно, внесли расходы на открытие новых магазинов (около 0.9 п.п.), однако основной причиной снижения рентабельности стал опережающий рост расходов на персонал и аренду. С другой стороны, мы позитивно оцениваем небольшой рост валовой маржи Копейки с 21.2% до 21.6%. Он свидетельствует о том, что рост конкуренции на московском рынке не заставил компанию снижать цены, а бонусы от поставщиков за большие объемы закупок теперь формируют значительную часть доходной базы компании.

... и рост долговой нагрузки

С точки зрения кредиторов, главным негативным событием 2006 года, безусловно, станет рост долговой нагрузки с 3.2х Долг/ЕБИТДА по состоянию на начало года до более чем 7х на конец 2006 года. Этот рост связан как с увеличением размера долга (с \$113 млн на начало 2006 г. до \$306 млн на конец года), так и с существенным снижением рентабельности. По итогам 9М2006 на уплату процентов ушло более 80% от операционного денежного потока Копейки, т.е. процентная нагрузка также находится на грани допустимых значений.

В 2007 г. Копейка рассчитывает удвоить выручку без увеличения долга за счет секьюритизации недвижимости

В 2007 году компания не планирует существенно увеличивать размер долга. Вместо этого Копейка, по данным организатора займа, рассчитывает использовать механизм секьюритизации объектов недвижимости и привлечь порядка \$150-200 млн на дальнейшее развитие сети. Пока нет точных данных о том, каким образом компания собирается осуществить этот план. Самым простым механизмом может стать «sale-leaseback», который подразумевает продажу недвижимости (например, специализированному фонду) и последующее заключение договора на ее аренду.

По нашему мнению, этот план содержит в себе существенные недостатки для Копейки:

- после возможной передачи недвижимости стороннему держателю операционные расходы компании увеличатся за счет аренды этих объектов и приведут к снижению операционной эффективности;
- передача недвижимости, по нашему мнению, может привести к снижению стоимости компании при продаже портфельному инвестору.

Очень важный вопрос – планы Уралсиба на будущее компании

Помимо финансовых показателей, важным фактором кредитного качества Копейки являются дальнейшие планы Уралсиба относительно судьбы компании. До последнего времени предположения участников рынка сводились к тому, что Уралсиб, получив 100% контроль над компанией, в течение короткого времени продаст ее профильному инвестору. В результате Копейка бы вошла в более сильную российскую или международную группу, от чего кредитное качество компании могло бы существенно выиграть.

Судя по всему, в ближайшее время Копейка не будет продана

Имеющаяся на сегодняшний день информация позволяет предположить, что планы Уралсиба оказались иными. Намерение продать недвижимость, по нашему мнению, свидетельствует о том, что в ближайшие годы компания не будет менять акционера, иначе отказ от части ключевых активов выглядит нелогичным. ФК Уралсиб также косвенным образом подтверждает, что в течение нескольких лет планирует оставаться контролирующим акционером Копейки.

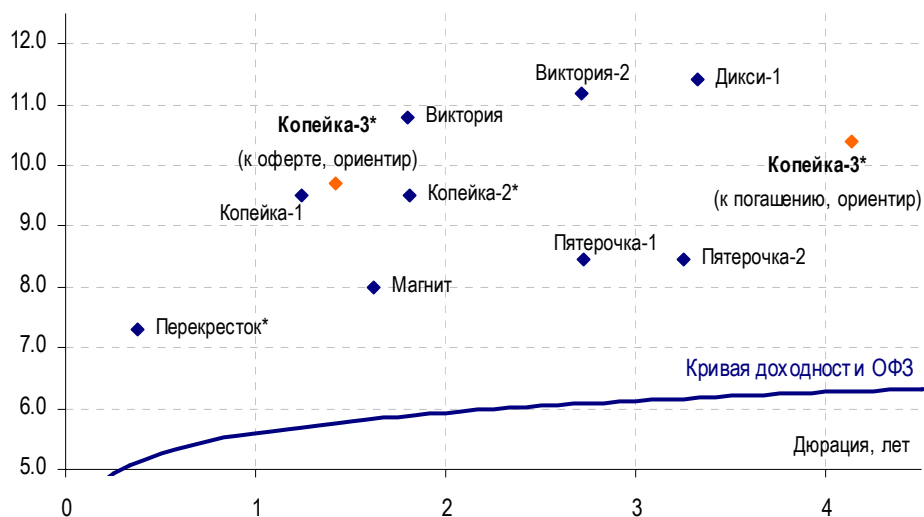
Ожидаем, что долговая нагрузка останется высокой

В 2007 г., судя по материалам к размещению займа, Копейка планирует увеличить выручку еще в 2 раза: до \$1.8 млрд и снизить уровень долговой нагрузки до 3х Долг/ЕБИТДА. Мы сомневаемся, что амбициозные цели по росту выручки могут быть достигнуты без существенного увеличения долга, поэтому предполагаем, что уровень долговой нагрузки и в 2007 году все же останется достаточно высоким (около 5х Долг/ЕБИТДА).

Копейка – инвестиционный проект, ее риск не равен риску Уралсиба

В целом, к настоящему моменту Копейка представляет собой классический “private equity” проект одного из крупнейших российских финансовых холдингов. Реальная стоимость бизнеса Копейки существенно превышает размер ее долга, поэтому перспективы успешного выхода из проекта для Уралсиба представляются нам достаточно хорошими. Однако мы все же не склонны считать кредитный риск Копейки эквивалентным риску всей финансовой группы Уралсиб. Дело в том, банки являются весьма зарегулированными институтами, поэтому нет оснований рассчитывать на безграничную финансовую поддержку со стороны материнской группы.

Доходность облигаций на 20 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Структура выпуска Копейка-3, по нашему мнению, в значительной мере учитывает агрессивный финансовый профиль компании и содержит в себе компенсацию для инвесторов, готовых принять участие в финансировании масштабных планов. Исходя из ориентира по купону на все 5 лет в размере 10%, доходности составят:

- УТР: 9.71% к оферте через 1.5 года по цене 99.00% (спред: 395 б.п. к ОФЗ);
- УТМ: 10.38% (спред: 410 б.п.).

При наличии 1.5 годовой оферты, инвесторы получают возможность оценить реальные успехи компании (в первую очередь – снизить уровень долговой нагрузки) и принять решение о целесообразности держать бумагу. В случае если Копейке удастся реализовать свои планы, через 1.5 года инвесторы получат бумагу с довольно высоким кредитным качеством и действительно высокой доходностью.

Главный вопрос в сегодняшнем размещении – вера в будущий успех бизнеса Копейки

Таким образом, вопрос участия в сегодняшнем аукционе по сути сводится именно к мнению каждого отдельного инвестора относительно способности компании выполнить заявленную программу. Для тех инвесторов, которые сомневаются в успехе Копейки, выпуск Карусели (оферта через 1.5 года, доходность: 9.79%) представляется нам более интересным. А для инвесторов, которые готовы принять на себя длинный риск Копейки и верят в успех ее розничного проекта и поддержку Уралсиба, доходность в 10.38% к погашению через 5 лет, на наш взгляд, является вполне привлекательной.

ОФЗ 46021: покупать лучше с небольшой премией

Аукцион, видимо пройдет практически без премии, но мы рекомендуем покупать 46021 по доходности не ниже 6.63%

Сегодня Минфин предложит рынку новый выпуск ОФЗ 46021 на сумму 15 млрд руб. Мы предполагаем, что в силу сохраняющегося оптимистичного настроения рынка аукцион пройдет успешно, т.е. без существенной премии. Однако на следующей неделе мы ожидаем значительного ухудшения ситуации с ликвидностью в связи с налоговыми платежами и отвлечением значительного объема рублевых средств на оплату допэмиссии акций Сбербанка. Поэтому мы рекомендуем приобретать ОФЗ 46021 на сегодняшнем аукционе хотя бы с небольшой премией к текущим уровням кривой ОФЗ. Наш ориентир по цене размещения: 99.20-99.45%.

Ждем ухудшения ликвидности на несколько недель

Вчерашние платежи по НДС заметно уменьшили сумму остатков на корсчетах и депозитах в ЦБ (с 588 до 522 млрд руб). Со следующего понедельника мы ожидаем существенного оттока, связанного с налоговыми платежами: на последние дни февраля выпадает уплата акцизов, НДСПИ, налога на прибыль. Помимо этого, на следующей неделе значительные рублевые средства (оценочно: 150-200 млрд руб.) будут аккумулироваться на накопительном счете Сбербанка: дело в том, что оплата допэмиссии акций предусмотрена только в рублях. Эти средства будут заблокированы на накопительном счете на период регистрации отчета об итогах выпуска акций, таким образом, на несколько недель ликвидность банковской системы будет уменьшена на значительные суммы.

Сегодняшний выпуск ОФЗ 46021 имеет следующие характеристики: срок до погашения – 11.5 лет, амортизационная структура, переменные купоны. Дюрация выпуска составляет около 7.8 года. В настоящий момент доходность кривой ОФЗ на такой дюрации составляет 6.59%, что соответствует цене ОФЗ 46021 на уровне 99.45% от номинала.

Наш диапазон цены ОФЗ 46021: 99.20-99.45%, рекомендуем ставить заявки ближе к нижней границе

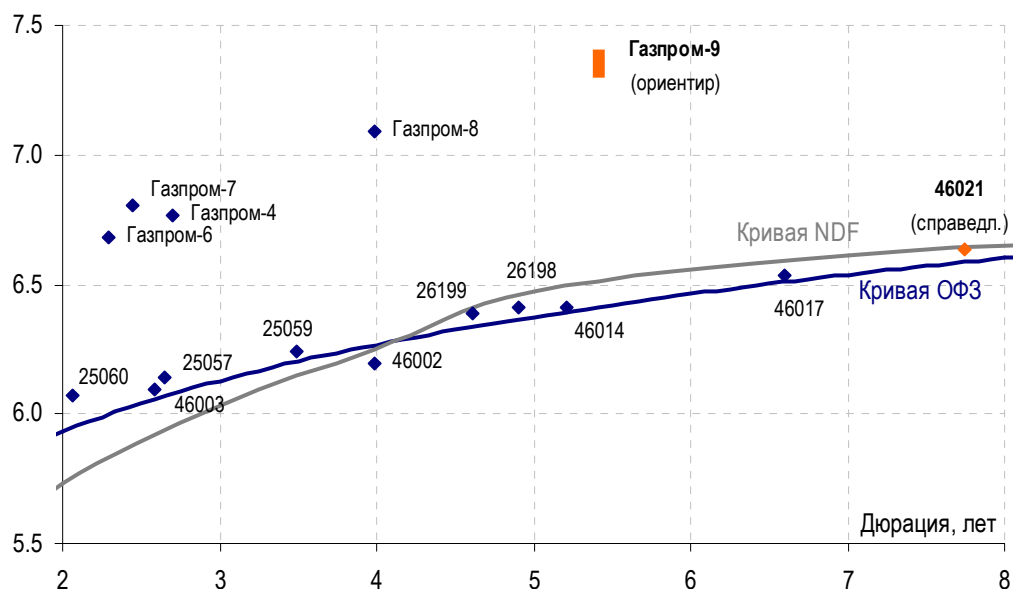
Однако кривая NDF все еще лежит выше кривой ОФЗ, поэтому мы рекомендуем ставить заявки с учетом хотя бы небольшой (около 3-5 б.п.) премии к текущим уровням доходностей ОФЗ. Нижнюю границу цены ОФЗ 46021 мы оцениваем исходя из текущих ставок NDF на уровне 99.20%. Мы рекомендуем выставлять заявки ближе к нижней границе диапазона, т.к. не ожидаем ажиотажного спроса на сегодняшнем аукционе.

Газпром: успех размещения обеспечат иностранцы

Сегодня также размещается 9й выпуск облигаций Газпрома (5 млрд руб., погашение через 7 лет). Предварительный ориентир по доходности составлял 7.25-7.50% к погашению, а скорректированный – около 7.40%. По нашему мнению, по доходности около 7.30% Газпром-9 будет интересным для консервативных иностранных инвесторов, т.к. его премия к кривой ОФЗ (около 90 б.п.) будет превышать спреды торгующихся выпусков (70-80 б.п.). С учетом ожиданий по сжатию ликвидности в марте спекулятивная привлекательность выпуска, на наш взгляд, невысока.

Мы предполагаем, что на сегодняшнем аукционе по Газпрому, определяющую роль сыграют иностранные инвесторы (как и вчера в Москоммерцбанке), поэтому мы не ожидаем, что на размещении будет предложена существенная премия. По сути дела, облигации Газпрома рассматриваются как квазисуверенный риск, поэтому их покупка иностранными инвесторами отражает аппетит к российскому риску.

Доходность облигаций на 20 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

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	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 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.