

Рублевые корпоративные облигации

22 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Аптеки 36.6: угроза роста долга сохраняется » *стр. 3*
- Размещение РСХБ: без короткого спекулятивного потенциала » *стр. 4*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3138	+ 0.0 %
Рублей за доллар США	26.1991	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 58.12	+ 2.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.64%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.69%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	384.1	- 13.3
Остатки на д/с, млрд руб.	100.9	- 13.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 26.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

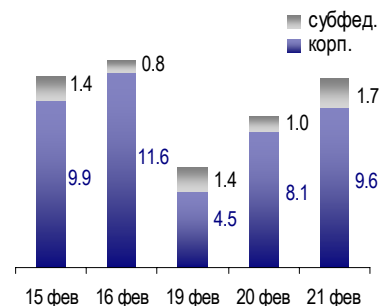
СКОРО

- Планируется выпуск Ленэнерго-3 (3 млрд руб., 5 лет)

ВЧЕРА

- ОФЗ-АД 46021 (дюрация 7.8 лет) размещен на 14.9 млрд руб. из 15 млрд руб. с доходностью 6.58%
- Выпуск ТД Копейка-3 (4 млрд руб.) размещен с доходностью 9.52% годовых к 1.5-летней оферте и 10.20% годовых – к погашению через 5 лет
- Газпром-9 (5 млрд руб.) размещен под 7.36% годовых к погашению через 7 лет

Объем торгов на ММВБ

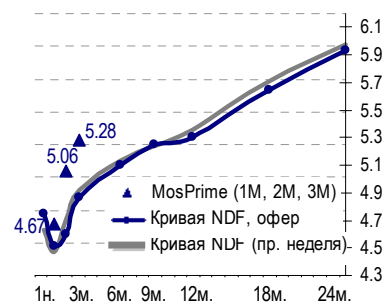


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

22 фев	Размещение Россельхозбанк-3 (10 млрд руб., оферта через 3 года) Аукцион ОБР-3 (30 млрд руб., обратный выкуп 15 июня 2007)
26 фев	Уплата акцизов, НДС
27 фев	Размещение дебютного выпуска ТГК-6 (2 млрд руб., годовая оферта) Размещение ОИЖК-1 (1 млрд руб., 5 лет, с амортизацией)
28 фев	Уплата налога на прибыль
2 мар	Размещение Амурметалл-2 (2 млрд руб., 3 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.25	+ 10	2.5	6.85%
ОГК-5	100.00	+ 10	2.3	*7.64%
ГидроОГК-1	103.15	+ 9	3.7	7.37%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Копейка-1	100.50	+ 25	1.2	9.30%
ХКФБ-4	100.70	+ 10	1.5	*9.83%
СЗТел-4	101.53	+ 8	1.7	*8.47%

Лидеры падения

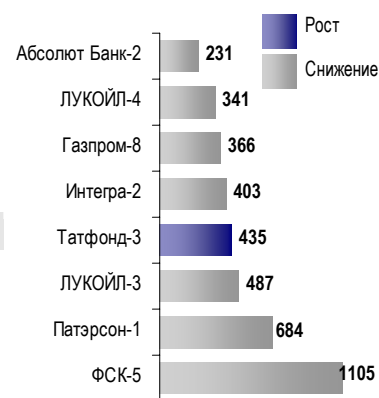
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	101.30	- 15	5.7	7.66%
ФСК-3	100.45	- 10	1.7	6.94%
ФСК-5	100.39	- 5	2.5	7.16%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОЭСК-1	100.82	- 11	3.8	7.98%
СаНОС-2	104.90	- 10	2.4	8.11%
ВолгаТел-3	102.60	- 5	2.5	7.57%

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	100.55	7.56	0.98	187	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.80	101.90	7.86	1.24	207	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.25	7.77	1.26	197	200	↔
ГидроОГК: спрэды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.05	102.85	7.40	3.73	114	120	↑ 5
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.45	8.05	0.96	237	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.15	99.60	9.22	2.08	321	350	↑ 30
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.77	1.26	297	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.90	100.55	7.96	3.76	170	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.65-99.80	8.74	1.44	288	290-300	↑ 10
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.10-100.50	8.68	2.23	264	240-260	↓ 5-25
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию в 25 б.п. относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	15/02	Покупать	100.55	100.70	7.43	2.31	137	130	↓ 5
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.45	99.90	9.29	1.48	342	380	↑ 40
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.90	239	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.30	100.85	7.71	2.44	163	140	↓ 25
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.30	8.84	3.35	262	300	↑ 40
ОГК									
ОГК-5	15/02	Фиксировать прибыль	100.00	99.50	7.64	2.35	157	180	↑ 20

Аптеки 36.6: угроза роста долга сохраняется

Планы по открытию аптек на 2007 год потребуют продажи Верофарма и привлечения нового долга

В конце прошлой недели финансовый директор Аптечной сети 36.6 г-жа Сборец озвучила планы по открытию и приобретению аптек в 2007 году. Он на 56% превышает фактическое расширение сети в 2006 году. По нашему мнению, для реализации этого плана Аптекам неизбежно придется в 2007 г. расстаться с контрольным пакетом акций Верофарма. Таким образом, компания потеряет актив, который генерировал основную часть денежных потоков в 2006 году. Долговая нагрузка Аптек, по нашим оценкам, в 2007 году так и останется более чем агрессивной. По нашему мнению, текущие уровни доходности облигаций Аптек в недостаточной мере покрывают риски для кредиторов, связанные с экстенсивным путем развития компании за счет постоянного увеличения долга. Мы рекомендуем зафиксировать прибыль в облигациях Аптек с ориентиром 100.20-100.40%

По состоянию на конец 2006 г. розничная сеть компании состояла из 838 аптек (445 аптек на конец 2005 года). По плану компании, озвученному г-жой Сборец, к концу 2007 года сеть должна увеличиться до 1450 аптек. Таким образом, увеличение сети за 2007 г. должно составить 612 аптек (392 аптеки за 2006 год). Очевидно, что такие планы потребуют масштабных инвестиций.

Инвестиционные потребности компании на 2007 год: около \$300 млн

По нашим оценкам, открытие/приобретение одной аптеки на арендованных площадях обходится компании в \$400-500 тыс (данные за 9М2006 г. без учета закупки товаров для новых аптек). Таким образом, только план по расширению сети на 2007 г. потребует инвестиций в размере \$250-300 млн. Кроме этого, компания планирует создать собственную складскую систему для оптимизации товарных потоков, что, по ее оценкам, потребует дополнительно около \$20 млн. Таким образом, суммарный объем инвестиционных потребностей компании в 2007 году, по нашему мнению, приблизится к \$300 млн.

Ожидаем, что в 2007 г. компания продаст контрольный пакет Верофарма

За счет операционных денежных потоков компании такие инвестиции не могут быть профинансированы: по итогам 9М2006 аптечная сеть сохранила отрицательную рентабельность на уровне EBITDA. Поэтому мы ожидаем, что компания в 2007 году все же расстанется с контрольным пакетом акций Верофарма. Эта сделка может принести ей от \$150 до \$200 млн, однако она приведет к существенному снижению консолидированной рентабельности.

К концу 2007 года долг может вырасти до \$350 млн

По нашему мнению, долг Аптек по сравнению с данными на 30.09.2006 к концу прошлого года также мог заметно увеличиться: за 4 квартал компания увеличила свою сеть на 88 аптек, что могло стоить ей около \$40 млн. Таким образом, мы предполагаем, что к концу 2006 г. долг Аптек составил около \$230 млн., а к концу 2007 года он может увеличиться до \$350 млн в случае выполнения заявленных планов.

Долговая нагрузка Аптек – более чем агрессивна

Текущий уровень долговой нагрузки Аптек мы считаем более чем агрессивным: по результатам 9М2006 величины EBITDA (полностью генерируется Верофармом) едва хватило на покрытие процентных расходов. Помимо расширения сети, компании пришлось фондировать рост оборотного капитала за счет долга. Мы считаем, что такая ситуация создает весьма высокие риски для кредиторов компании.

В 2007 г. рентабельность розничного бизнеса, видимо, останется низкой

Мы не рассчитываем, что в 2007 г. аптечная сеть компании выйдет на высокий уровень рентабельности: запланированное увеличение размера сети на 73% создаст большой навес «незрелых» аптек, которые будут выходить на рентабельную деятельность только в последующие годы. Таким образом, даже если EBITDA розничной сети окажется положительной, ее долговая нагрузка будет измеряться двухзначными показателями.

Облигации Аптек – это по сути финансирование инвестпроекта, премия должна быть выше

Очевидно, что целью акционеров Аптек является завоевание максимальной доли рынка, и они вполне успешно ее достигают. Однако эта цель, по нашему мнению, в значительной мере противоречит интересам необеспеченных кредиторов, особенно – держателей облигаций. Риск-профиль облигаций Аптек представляется нам более, чем агрессивным. По сути, держатели облигаций компании участвуют в финансировании инвестиционного проекта, сроки окупаемости которого неизвестны. На наш взгляд, такая ситуация требует более высокой премии за риск компании, чем текущая доходность облигаций Аптек.

Облигации продуктовой розницы представляются нам более предпочтительными

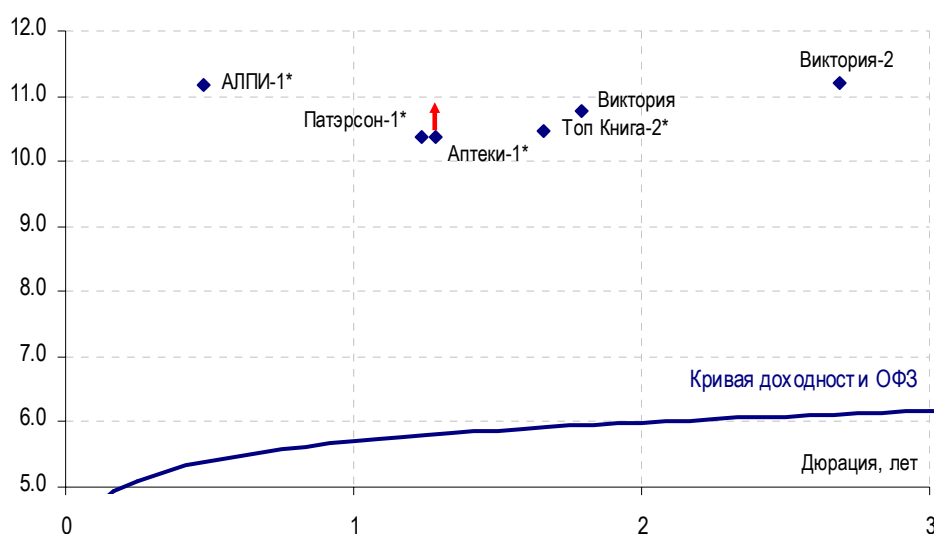
В настоящий момент бумаги Аптек торгуются с доходностью к оферте на уровне 10.38% и спрэдом к ОФЗ в 460 б.п. При схожих параметрах дюрации и доходности облигации Патэрсона представляются нам существенно более привлекательными с точки зрения кредитного качества. Среди розничных компаний, бумаги которых предлагают доходность выше 10%, риски Алпи, Топ-Книги и Виктории также представляются нам более адекватными, чем риск Аптек по такой доходности.

Еще один аргумент в пользу продуктовой розничной сети: высокая M&A активность на этом рынке позволяет ожидать, что сеть, потерпевшая неудачу в бизнесе и испытывающая трудности, будет куплена более сильным игроком.

Рекомендуем зафиксировать прибыль в бумагах Аптек с ориентиром 100.20-100.40%

Мы рекомендуем фиксировать прибыль в облигациях Аптек: несмотря на оферту по 101.50% через 1.5 года, цена в 101.00% представляется нам завышенной. Наш ориентир по цене – 100.20-100.40% от номинала.

Доходность облигаций на 21 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Размещение РСХБ: без короткого спекулятивного потенциала

Ориентир по доходности: 7.50-7.70% к оферте

Сегодня состоится размещение третьего выпуска облигаций Россельхозбанка (10 млрд руб., оферта через 3 года). В настоящий момент банк на 100% принадлежит РФФИ, имеет рейтинги от Moody's и Fitch на страновом уровне (Baa2 и BVB+ соответственно). Риск Россельхозбанка рассматривается рынком как квазисуверенный и основывается, в первую очередь, на факторе господдержки, связанной с реализацией аграрного нацпроекта. Наш ориентир по доходности РСХБ-3: 7.50-7.70% УТР.

Главный фактор – господдержка и инвестиционные рейтинги

Государственный статус РСХБ, высокие кредитные рейтинги и широкие возможности использования бумаг банка для операций рефинансирования, определяют их узкие спрэды. Спрэд обращающегося выпуска РСХБ-2 составляет около 135 б.п. к ОФЗ. Это чуть шире, чем выпуски схожего по профилю эмитента – АИЖК.

РСХБ привлекателен в основном для консервативных инвесторов

Очевидно, что в силу невысокой абсолютной доходности, основной инвестиционный спрос на бумаги РСХБ будут предъявлять иностранные инвесторы, для которых факт наличия рейтингов и господдержки играет определяющую роль. Состав синдиката позволяет предположить, что выпуск РСХБ-3 будет размещен с минимальной премией и его спекулятивная привлекательность будет весьма ограниченной.

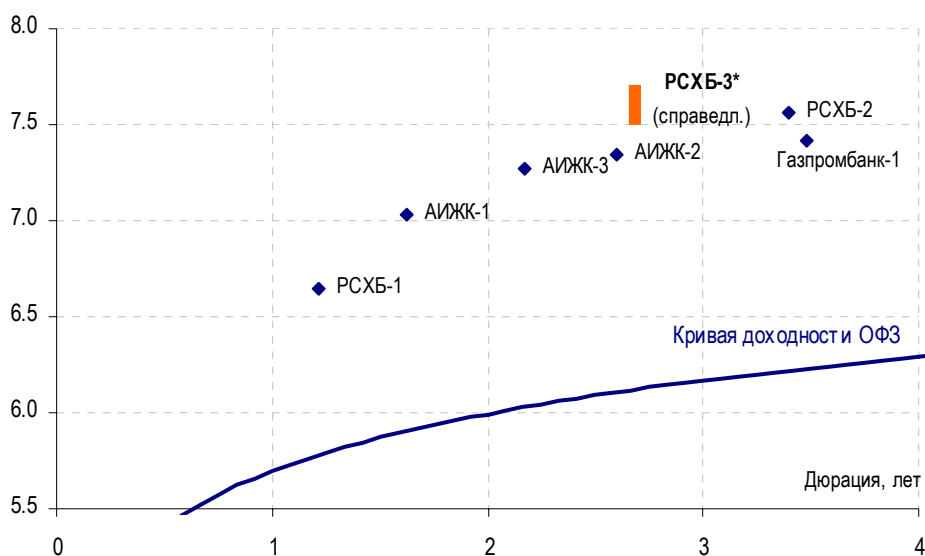
**Спекулянтов может
отпугнуть сжатие
ликвидности**

По нашему мнению, еще одним фактором, который сделает сегодняшнее размещение непривлекательным для российских спекулянтов, является наблюдаемое снижение ликвидности, характерное для конца месяца. Мы ожидаем, что следующая неделя будет достаточно тяжелой для рынка, т.к. налоговые платежи совпадут по времени с блокировкой значительных рублевых ресурсов на накопительных счетах Сбербанка.

**Рекомендуем покупать
РСХБ только с длинным
временным горизонтом**

Мы рекомендуем участвовать в сегодняшнем размещении только тем участникам, которые готовы держать позицию в бумагах РСХБ в течение нескольких месяцев. На горизонте ближайших недель спекулятивный потенциал этой бумаги, по нашему мнению, очень невелик. Поэтому стратегия «купить на аукционе и сразу же продать на форварде с прибылью» здесь вряд ли будет актуальной.

Доходность облигаций на 21 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	mrasnosnov@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.