

# Рублевые корпоративные облигации

16 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Балтика: настоящее кредитное качество » *стр. 3*
- X5 Retail Group: активная, но сбалансированная стратегия » *стр. 3*

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3237	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	26.1288	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 61.06	+ 0.3 %
Москва-39, дох. % год.	6.67%	- 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	111	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	592.6	+ 42.1
Остатки на д/с, млрд руб.	72.6	- 3.7
Сальдо операций с ЦБ	+ 3.2	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

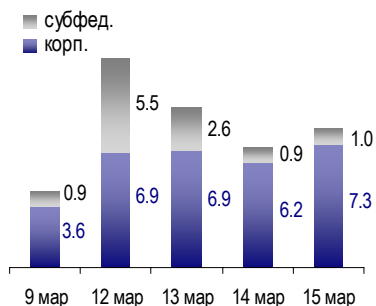
### СКОРО

- Протон-ПМ планирует облигационный выпуск (1 млрд руб., 1.5-годовая оферта)

### ВЧЕРА

- КИТ-Финанс-2 (2 млрд руб.) размещен под 10.25% годовых к оферте через 1.5 года
- Якутскэнерго-2 (1.2 млрд руб.) размещен под 8.77% годовых к 2-летней оферте
- ЦБ разместил ОБР-1 на 76.2 млрд руб. из 250 млрд руб. под 5.36% годовых к выкупу 17 сентября 2007 года

## Объем торгов на ММВБ

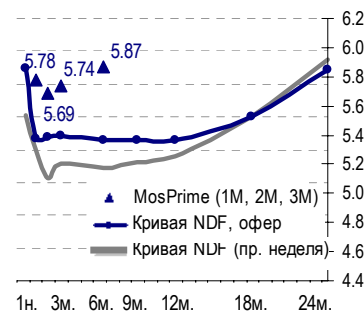


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 20 мар Размещение дебютного выпуска ТГК-1 (4 млрд руб., оферта через 3 года)  
Размещение КМПО-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)  
Уплата НДС
- 21 мар Размещение Восточный экспресс банк-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1 год)
- 22 мар Размещение Кокс-2 (5 млрд руб., оферта через 3 года)
- 26 мар Уплата акцизов, НДС
- 27 мар Размещение МОИТК-2 (4 млрд руб., оферта через 2 года)

## MosPrime и кривая NDF



## Лидеры роста

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-3	99.77	+ 17	4.0	7.28%
ФСК-4	100.05	+ 10	3.8	7.42%
Газпром-4	104.01	+ 8	2.6	6.79%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-2	101.35	+ 23	1.6	*7.47%
Зенит-2	99.95	+ 15	1.8	8.59%
Пятерочка-2	103.20	+ 10	3.2	8.46%

## Лидеры падения

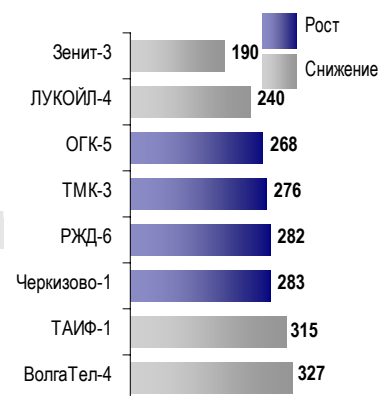
### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-2	101.00	- 11	4.2	*7.54%
Газпром-8	99.75	- 10	3.9	7.19%
Газпромбанк-1	99.30	- 10	3.4	7.44%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОЭСК-1	100.50	- 20	3.8	8.07%
Копейка-2	98.95	- 15	1.8	*9.63%
Пятерочка-1	108.82	- 13	2.7	8.39%

## 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-3	05/09	Держать	100.55	100.45	7.45	0.92	168	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.70	7.92	1.18	204	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.25	102.05	7.72	1.20	184	200	↔
<b>ГАЗ</b>									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.35	8.00	0.89	223	250	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.45	9.19	2.01	310	350	↑ 40
<b>ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности</b>									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.73	1.20	285	-	↔
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.50	100.20	8.07	3.85	172	180	↑ 10
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.55-99.70	8.71	1.38	277	290-300	↑ 15-25
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	99.85-100.30	8.68	2.27	254	240-260	↔
<b>Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска</b>									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.35	100.75	7.52	2.25	138	120	↓ 20
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.35	-	8.36	1.84	230	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.10	100.65	7.80	2.38	164	140	↓ 25
<b>Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.00	8.87	3.43	256	300	↑ 45
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	100.90	100.20-100.40	10.48	1.23	459	500-520	↑ 45-60
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.40	-	9.08	2.01	299	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	9.81	3.66	347	-	↑

## Балтика: настоящее кредитное качество

**Рентабельность Балтики осталась исключительно высокой**

Вчера пивоваренная компания Балтика опубликовала аудированную отчетность по МСФО за 2006 год. Особенных сюрпризов она не принесла: результаты компании, как и ожидалось, оказались блестящими. В прошлом году Балтика полностью завершила консолидацию дочерних предприятий ВВН в России. Несмотря на присоединение региональных «дочек», рентабельность компании осталась исключительно высокой и вполне сравнима с такими мировыми пивными гигантами как InBev.

**По кредитному качеству Балтика – сильнейшая компания в потребительском секторе**

С точки зрения кредитного качества Балтика, несомненно, является сильнейшей компанией на российском рынке потребительских товаров: чистый долг компании является отрицательным, а планы по развитию бизнеса могут быть профинансированы за счет собственных денежных потоков. Однако такая благополучная картина не окажет существенного влияния на котировки облигаций Балтики. Их ликвидность относительно невысока, и купить эти бумаги достаточно сложно. Короткий срок до погашения (ноябрь 2007 г.) также не позволяет рассчитывать на рост цены этих бумаг.

Основные финансовые результаты Балтики за 2006 год: \*

- выручка: 1.74 млрд евро (+21% к 2005 году);
- EBITDA: 555.9 млн евро, маржа EBITDA: 32% (28.1% в 2005 году);
- долг: 99.6 млн евро, чистый долг: -142.8 млн евро.

\* Результаты 2005 года пересчитаны с учетом эффекта от присоединения «дочек» в 2006 году, результаты присоединенных компаний консолидированы за 12M2006 в полном объеме.

**Маржа EBITDA: 32% - на одном уровне с InBev**

Несмотря на корпоративные процессы, связанные с присоединением «дочек» в 2006 году, Балтике удалось не только не снизить, но и повысить рентабельность. В результате маржа EBITDA выросла до рекордного уровня в 32%. Для сравнения: крупнейший мировой пивоваренный концерн InBev по итогам 2006 г. продемонстрировал такой же результат (31.9% EBITDA Margin). Таким образом, эффективность Балтики не уступает мировым лидерам, что является знаковым событием для российской компании.

**Чистый долг - отрицательный**

Как мы отмечали в нашем специальном обзоре, посвященном результатам деятельности пивных компаний за 9M2006, к настоящему моменту Балтика стала чистым кредитором по отношению к банковскому сектору. Компания активно приобретает банковские векселя, используя их как способ размещения свободных денежных средств. В 2006 г. чистый процентный доход компании был положительным.

**Кредитный рейтинг Балтики, почти наверняка, был бы инвестиционным**

По нашему мнению, если бы Балтика решила получить кредитный рейтинг от международного агентства, то ей наверняка был бы присвоен рейтинг инвестиционной категории. Однако текущее состояние компании не подразумевает потребности в привлечении заемных средств и мы ожидаем, что компания постепенно будет гасить оставшийся небольшой по размеру долг.

## X5 Retail Group: активная, но сбалансированная стратегия

Вчера руководители X5 Retail Group провели презентацию, посвященную стратегии группы. В ходе презентации руководители компании не стали давать финансовые прогнозы, а ограничились основными инвестиционными ориентирами. В целом такая позиция представляется нам вполне логичной: российская розничная торговля развивается очень динамично, а результаты компаний в значительной мере зависят от макроэкономической ситуации. Ниже мы приводим основные выводы, которые мы сделали из вчерашней презентации:

**Программа органического развития на 2007 год: \$700 млн. Больше половины может быть профинансировано за счет собственных источников**

Инвестиционная программа органического развития X5 на 2007 г. составит не менее \$700 млн и не будет снижаться с этого уровня в течение ближайших лет. С одной стороны это достаточно большие инвестиции, которые позволят компании существенно увеличивать размер сети. С другой стороны, с учетом масштабов бизнеса X5 мы ожидаем, что уже в 2007 году компания сможет профинансировать более 50% от этой суммы за счет операционных денежных потоков. Таким образом, программа органического роста не ориентирована на существенное увеличение долга.

**Темп роста выручки в 2007 г. не должен снизиться по сравнению с 2006 годом. Наш прогноз по выручке-2007: \$5-5.3 млрд**

В 2007 году Х5 планирует увеличить торговую площадь как минимум на 150 тыс. кв. м., добавив около трети к уже имеющимся 466 тыс. кв. м. (по состоянию на 01.01.2007). Таким образом, компания намерена сохранить достаточно высокий темп расширения сети (прирост площадей в 2006 году около 34%). В связи с такими планами мы ожидаем, что темп роста выручки Х5 в 2007 г. не должен замедлиться по сравнению с 47% в 2006 году. Исходя из этих предпосылок, мы ожидаем, что выручка компании по итогам 2007 года составит \$5-5.3 млрд (предварительная оценка, зависит от скорости открытия магазинов внутри года).

**Собственный проект гипермаркетов под брендом Frank**

В 2007 году Х5 планирует запустить проект по открытию собственных гипермаркетов под брендом «Frank». Активизация открытия гипермаркетов Frank планируется начиная с 2009 года: к настоящему моменту компания уже зарезервировала 20 земельных участков и ведет работу еще по 60 участкам. Гипермаркеты Frank будут иметь торговую площадь от 5 до 10 тыс. кв. метров. В течение 5-7 лет Х5 рассчитывает открыть около 70 гипермаркетов (без учета Карусели и возможных приобретений). Суммарные затраты на открытие 70 гипермаркетов мы оцениваем в \$1.0-1.5 млрд в течение этого срока.

**Опцион по Карусели: вероятность исполнения высока, зависит от состояния рынка акций**

Руководители Х5 подтвердили, что оценивают вероятность исполнения опциона по приобретению Карусели как высокую. CEO компании г-н Хасис сообщил, что единственной причиной, по которой Х5 может отказаться от приобретения Карусели, являются возможные макроэкономические изменения. Поскольку мультипликаторы, по которым будет оцениваться Карусель, фиксированы, то Х5 может отказаться от исполнения опциона в том случае, если они окажутся выше, чем собственные показатели Х5. Таким образом, г-н Хасис дал понять, что если на рынке акций не произойдет потрясений, то покупка Карусели будет целесообразной для Х5.

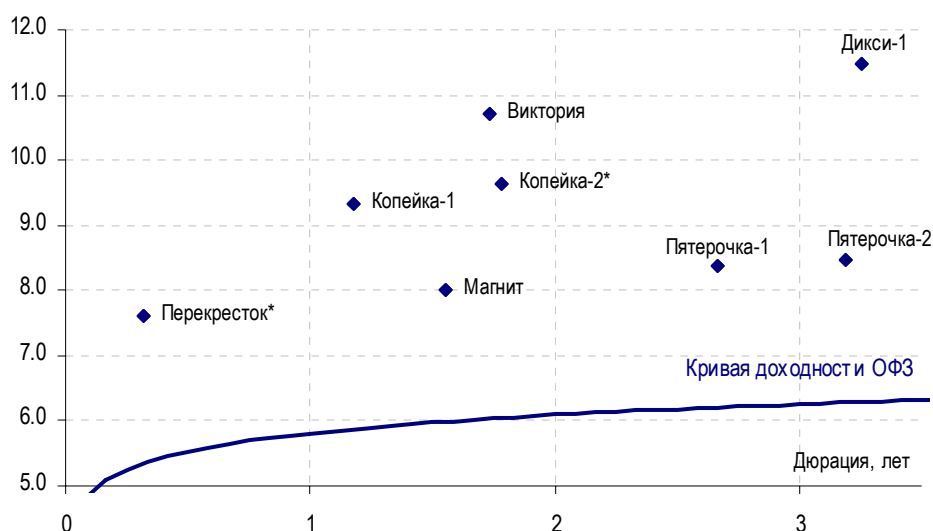
В целом, озвученные инвестиционные ориентиры представляются нам достаточно сбалансированными:

- с одной стороны они достаточно активны, чтобы позволить компании удержать лидирующие позиции на рынке продуктовой розницы;
- с другой стороны, планы по органическому развитию Х5 не должны привести к росту долговой нагрузки относительно текущих уровней (около 3х Долг/ЕБИТДА).

**Оценка облигаций Пятерочки и Х5: без изменений. Спрэд: 200-220 б.п. к ОФЗ**

По нашему мнению, озвученные вчера планы, не должны привести к переоценке кредитного качества Х5 участниками долгового рынка. Мы сохраняем нашу оценку «справедливого» спреда Х5 в 200-220 б.п. к ОФЗ. С этой точки зрения оба выпуска Пятерочки на сегодняшний день оценены «справедливо», однако их спред (около 218 б.п.) близок к верхней границе этого диапазона. Мы ожидаем, что после размещения нового выпуска облигаций Х5 на 9 млрд, спред бумаг компании будет плавно сужаться до 200-210 б.п. к ОФЗ.

### Доходность облигаций на 16 марта



Источник: ММББ, 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.