

Рублевые корпоративные облигации

27 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Седьмой Континент планирует выкупить «Гастрономы» » стр. 3
- Магнит: необычный колл-опцион » стр. 4

Индикаторы

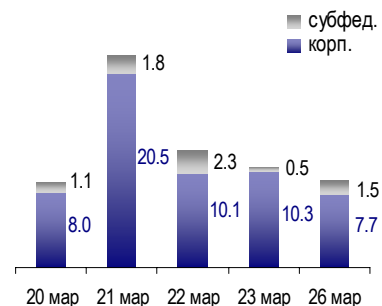
Долларов США за Евро	1.3333	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	26.0749	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 64.70	+ 2.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.56%	- 6 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.63%	- 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	102	+ 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	702.8	- 18.3
Остатки на д/с, млрд руб.	120.8	+ 8.9
Сальдо операций с ЦБ	+ 38.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- Курганмашзавод планирует дебютный выпуск (2 млрд руб., 3 года)
- Планируется выпуск Дельтакредит-2 (2 млрд руб., 3 года)

Объем торгов на ММВБ

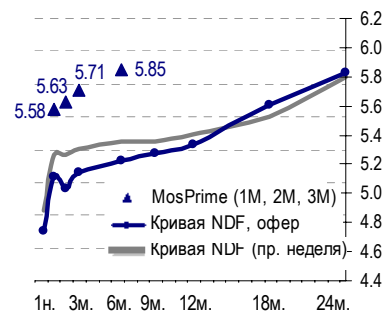


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 27 мар Размещение МОИТК-2 (4 млрд руб., оферта через 2 года)
- 28 мар Размещение Кировский завод-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Уплата налога на прибыль
- 29 мар Размещение дебютного выпуска Гражданские Самолеты Сухого (5 млрд руб., оферта через 2.5 года)
Аукцион ОБР-1 (140 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
- 30 мар Размещение Магнит-Финанс-2 (5 млрд руб., оферта через 3 года)
- 3 апр Размещение Севкабель-Финанс-3 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-4	100.40	+ 20	3.8	7.32%
РЖД-7	102.47	+ 7	4.6	7.13%
ФСК-3	100.40	+ 7	1.6	6.96%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЮТК-4	103.50	+ 18	1.5	7.95%
Копейка-2	99.14	+ 14	1.8	*9.52%
Мечел-2	101.50	+ 10	2.8	*8.01%

Лидеры падения

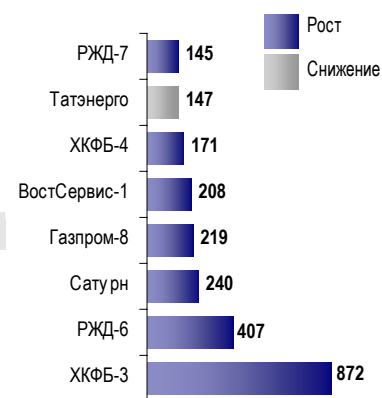
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	100.95	- 5	5.0	*7.65%
ЛУКОЙЛ-4	100.46	- 4	5.3	7.44%
ОГК-5	99.65	- 4	2.3	*7.80%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
НК Альянс-1	100.71	- 24	2.3	*8.78%
СибирьТел-6	100.30	- 20	1.4	*7.78%
Росбанк	100.67	- 15	1.8	7.54%

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	7.49	0.89	184	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.80	7.88	1.15	212	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.15	7.64	1.17	187	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.55	100.40	7.97	0.86	233	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.65	9.24	1.98	326	350	↑ 25
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.72	1.17	295	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.70	100.55	8.01	3.82	175	180	↑ 5
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.65-99.80	8.71	1.41	287	290-300	↑ 5-15
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.05	100.10-100.50	8.65	2.24	261	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.70	100.95	7.36	2.30	131	120	↓ 10
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.33	1.81	238	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.20	100.85	7.75	2.35	169	140	↓ 30
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.25	99.30	8.91	3.40	270	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.05	100.20-100.40	10.36	1.20	458	515-535	↑ 60-75
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.30	-	9.12	1.98	314	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.80	-	9.78	3.63	354	-	↑

Континент планирует выкупить «Гастрономы»

7К планирует получить контроль над МКапиталом, облигации компании становятся привлекательными

В сегодняшнем интервью Коммерсанту г-н Занадворов, один из контролирующих акционеров Седьмого Континента (7К) раскрыл существенную информацию о планах компании по изменению организационной структуры. С точки зрения рынка облигаций наиболее существенным представляется заявление о том, что 7К планирует приобрести контроль над компанией МКапитал (ранее – Столичные Гастрономы). Кредитный риск МКапитала представляется нам достаточно интересным по текущим уровням доходности. Потенциал роста котировок облигаций будет определяться сроками, в течение которых МКапитал перейдет под прямой контроль 7К

МКапитал – ключевой арендодатель 7К, находится в собственности основных акционеров сети

МКапитал – компания, подконтрольная 2 основным акционерам 7К – Груздеву и Занадворову. МКапитал владеет 60 «старейшими» магазинами, входящими в сеть 7К, площадь недвижимости, находившейся в собственности МКапитала на конец 2005 года составляла более 150 тыс кв. метров. В 2005 году 7К арендовал у МКапитала торговые площади по относительно невысокой ставке (по нашим оценкам – около \$200 за кв. м в год), в 2006 году ситуация, судя по отчетности МКапитала, пока не изменилась.

Ранее МКапитал планировал вести самостоятельный девелоперский бизнес

В момент размещения облигаций Столичных Гастрономов в планы этой компании входила самостоятельная реализация крупных девелоперских проектов по строительству торгово-развлекательных центров. В 2006 г. МКапитал выдал заем компании «Реутовский Торговый дом» на сумму около \$22 млн, а в январе 2007 г. появились сведения о том, что МКапитал приобрел 75% долей в этой компании. Реутовский торговый дом – проект по строительству торгового центра площадью около 10 тыс кв. м. в Подмосковье. Таким образом, в течение последнего времени на балансе МКапитала появились собственные девелоперские проекты.

Переход МКапитала под контроль 7К будет позитивным для держателей облигаций

В интервью Коммерсанту г-н Занадворов сообщил, что он не планирует в дальнейшем развивать девелоперский бизнес МКапитала и считает логичным шагом передачу контроля над этой компанией напрямую Седьмому Континенту. Таким образом, из обособленного проекта акционеров 7К МКапитал должен, судя по заявлениям г-на Занадворова, стать держателем недвижимости одной из крупнейших розничных сетей. По нашему мнению, это событие в целом позитивно для держателей облигаций компании, т.к. оно принципиально меняет характер кредитного риска этих бумаг.

После завершения сделки спрэд МКапитала должен быть эквивалентен спрэду 7К

После того, как МКапитал будет приобретен 7К, спрэд его облигаций должен быть эквивалентен спрэду самого 7К. В настоящий момент на рублевом долговом рынке 7К не присутствует, но предварительно мы бы оценили «справедливый» спрэд бумаг этой компании на одном уровне с X5 и Магнитом – в 200-240 б.п. к ОФЗ. Динамика цен облигаций МКапитала будет определяться сроками, в течение которых будут запущены процедуры по выкупу этой компании в собственность 7К.

Облигации МКапитала привлекательны по текущим ценам

Бумаги МКапитала не отличаются высокой ликвидностью, однако исходя из последней цены в 99.90% их спрэд к ОФЗ составляет около 300 б.п. (доходность: 8.86% к оферте через 1.5 года). По нашему мнению, вне зависимости от потенциала роста цены облигаций, после сегодняшних новостей риск МКапитала весьма привлекателен по текущим уровням доходности. «Справедливый» спрэд бумаги: около 260 б.п. к ОФЗ (с учетом неопределенности сроков перехода компании под контроль 7К), цена – 100.40-100.60% от номинала.

Грядущее изменение специализации компании с девелоперского бизнеса на управление недвижимостью в составе одной из крупнейших сетей, по нашему мнению, является хорошим поводом для пересмотра отношения к кредитному риску данной бумаги.

Магнит: необычный колл-опцион

Ключевая особенность размещения Магнита – колл-опцион по номиналу

Вчера было объявлено о том, что Магнит перенес размещение облигаций с 28 на 30 марта в связи с необходимостью уладить биржевые формальности. По нашему мнению, несмотря на последний рабочий день месяца, это размещение привлечет к себе внимание инвесторов благодаря высокому кредитному качеству размещаемого займа. Однако мы отмечаем специфическую структуру выпуска, которая содержит в себе «колл-опцион», исполняемый по номиналу. Такая структура, на наш взгляд, должна предусматривать премию в виде повышенной ставки купона.

Основные параметры выпуска Магнит-2:

- объем: 5 млрд руб.;
- срок до погашения – 5 лет;
- колл-опцион по 100.00% от номинала через 3 года.

С кредитной точки зрения структура выпуска очень качественная...

С точки зрения состава поручителей структура второго выпуска полностью повторяет первый выпуск Магнита: в ней присутствуют и основной торговый оператор, и держатель недвижимости группы. Таким образом, структура поручителей обеспечивает максимальный уровень защиты интересов держателей облигаций.

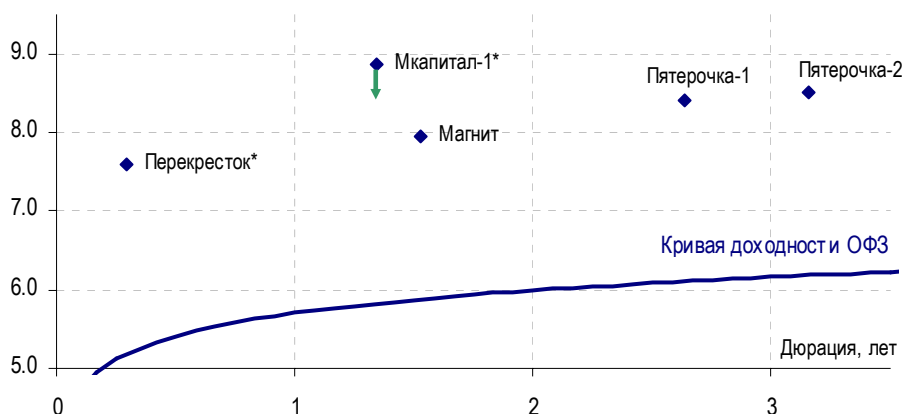
... но колл-опцион без премии снижает доходность для держателей бумаг

Несколько необычным выглядит колл-опцион, исполняемый без премии. На наш взгляд, несколько более логичным выглядело бы исполнение колл-опциона по цене выше номинала. Трехлетний опцион является, на наш взгляд, относительно неблагоприятным для держателей облигаций, т.к. он ограничивает потенциал роста цены бумаги в случае снижения доходностей рублевого рынка или сужения кредитного спреда компании. При этом если конъюнктура рынка через 3 года окажется менее благоприятной, то эмитент не несет никаких обязательств по исполнению опциона.

По нашему мнению, такая особенность структуры выпуска требует премии в виде более высокой ставки купона по сравнению со «справедливым» уровнем. Кредитный спред Магнита мы оцениваем в 220-240 б.п. к ОФЗ, что при 5-летнем сроке до погашения соответствует доходности в 8.50-8.70% и ставке купона в 8.33-8.52%. Ориентир организатора по ставке купона составляет 8.50%.

Если считать «справедливый» спред Магнита равным 220 б.п. и предположить, что ставка купона на размещении составит 8.50%, то 17 б.п. в ставке купона как раз можно будет отнести к премии за исполнение колл-опциона. Это соответствовало бы исполнению опциона по цене около 100.35% от номинала, что представляется нам недостаточной премией за дюрацию выпуска, «укороченную» на 2 года.

Доходность облигаций на 26 марта



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	mraskosnov@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	npekшева@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
Андрей Бойко	aboiko@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5231

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) 225 9114

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.