

Рублевые корпоративные облигации

29 марта 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Гражданские самолеты Сухого: комментарий к размещению » *стр. 3*
- Аптеки 36.6: долги перевешивают эффективность » *стр. 5*
- Результаты ВБД-2006: достойны нового рейтинга » *стр. 6*

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3316	- 0.3 %
Рублей за доллар США	26.0039	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.08	+ 0.6 %
Москва-39, дох. % год.	6.57%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.64%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	100	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	642.8	- 84.6
Остатки на д/с, млрд руб.	105.7	- 18.1
Сальдо операций с ЦБ	+ 63.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

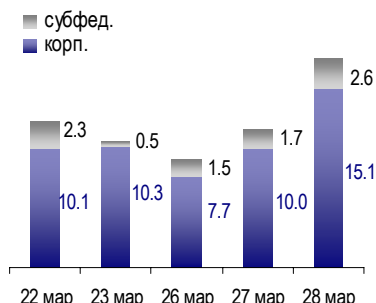
СКОРО

- Розничная сеть бытовой техники и электроники МИР планирует второй выпуск (3 млрд руб., 5 лет)
- Планируется выпуск Энергоцентр-1 (3 млрд руб., 3 года)

ВЧЕРА

- Размещен Кировский завод-1 (1.5 млрд руб.) под 9.41% годовых к оферте через 1.5 года

Объем торгов на ММВБ

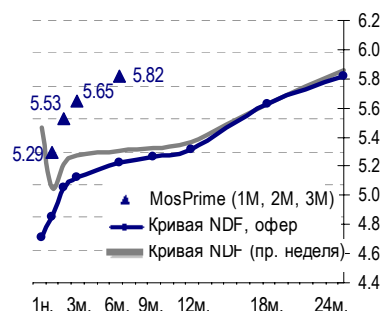


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

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)
4 апр	Размещение АСПЭК-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
5 апр	Размещение Тюменьэнерго-2 (2.7 млрд руб., оферта через 3 года)
	Размещение Русские масла-2 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	101.30	+ 12	5.6	7.66%
РЖД-7	102.52	+ 10	4.6	7.12%
ОГК-5	99.72	+ 9	2.3	*7.77%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Росбанк	100.95	+ 28	1.8	7.37%
Карусель-1	101.60	+ 25	1.4	*8.76%
Сибкадем-5	102.00	+ 20	3.6	9.72%

Лидеры падения

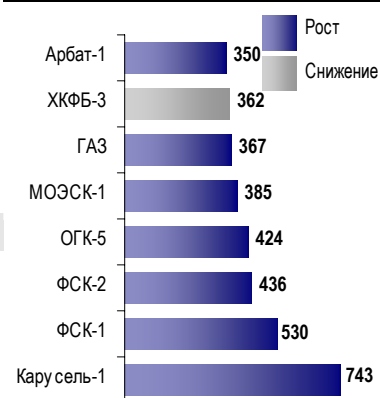
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-3	100.34	- 6	1.6	7.00%
Газпром-8	100.17	- 3	3.9	7.07%
ГидроОГК-1	102.90	- 3	3.6	7.42%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	102.33	- 35	2.4	7.65%
Содружество-1	99.35	- 30	2.2	11.03%
СибирьТел-6	100.35	- 15	1.4	*7.74%

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-2	05/09	Держать	100.10	99.90	7.69	1.89	168	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.45	7.49	0.88	177	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.70	7.87	1.15	206	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.10	7.63	1.16	180	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.60	100.35	7.90	0.86	219	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.55	9.24	1.98	321	350	↑ 30
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.71	1.17	289	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.75	100.45	8.00	3.82	172	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.60-99.75	8.71	1.40	281	290-300	↑ 10-20
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.00-100.40	8.68	2.23	260	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.75	100.85	7.33	2.30	125	120	↓ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.33	1.81	234	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.15	100.80	7.78	2.35	168	140	↓ 30
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.25	99.25	8.91	3.40	268	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.10	100.20-100.40	10.31	1.19	448	510-530	↑ 65-80
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.30	-	9.12	1.97	309	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.90	-	9.75	3.63	349	-	↑

Гражданские самолеты Сухого: комментарий к размещению

Сегодня состоится размещение дебютного выпуска облигаций ЗАО «Гражданские самолеты Сухого» (ГСС, 5 млрд руб., оферта - 2.5 года). Мы высоко оцениваем кредитное качество этого выпуска в первую очередь на основании высокой степени господдержки и наличия поручительства от ОАО АХК «Сухой». Ориентир организатора по доходности составляет 8.0-8.1% годовых к оферте, что соответствует спреду 195-205 б.п. к ОФЗ. Мы считаем такую оценку вполне адекватной премией.

Инвестиционная фаза развития ГСС

Компания «Гражданские самолеты Сухого» входит в состав авиахолдинга Сухой и занимается реализацией программы по созданию и производству регионального самолета SSJ (Sukhoi Superjet). На сегодняшний день проект SSJ находится в инвестиционной фазе и еще не начал генерировать денежный поток. Согласно прогнозам компании, ГСС выйдет на положительную валовую рентабельность лишь в 2010 году – после 2.5-летней оферты.

Сильное кредитное качество: господдержка и принадлежность к ОАК

В то же время мы позитивно оцениваем кредитное качество ГСС, основывая свое мнение на принадлежности компании к государственному авиахолдингу ОАК и значительной поддержке проекта SSJ со стороны государства. Поручительство по займу предоставляет головная компания холдинга Сухой, 100% акций которой в конце 2006 г. были внесены в уставный капитал ОАК. Таким образом, ГСС выступает в роли исполнителя масштабного проекта ОАК в гражданской авиации, а риски инвестирования в облигации ГСС, определяются будущим финансовым состоянием ОАК как единого холдинга.

SSJ – масштабный международный проект в гражданской авиации

SSJ – региональный самолет с дальностью полета 3-4.5 тыс км и вместимостью 75-95 пассажиров в зависимости от конфигурации. На внутренних рейсах он призван заменить парк устаревших Ту-134, а на международном рынке самолет должен составить конкуренцию канадским Bombardier и бразильским Embraer. Стоимость программы по созданию SSJ оценивается в \$1.4 млрд. Кроме этого, инвестиции в разработку и запуск в производство двигателя для SSJ, осуществляемые совместно НПО Сатурн и французской Snecma, составят еще около \$700 млн. SSJ – первый столь крупный проект в российском авиастроении за последние 20 лет, поэтому с ним связаны большие ожидания. Другой особенностью SSJ является его ориентированность на внешний рынок: из 800 самолетов, которые компания планирует произвести до 2024 года, более половины, как ожидается, будут направлены на экспорт.

Поддержка со стороны государства: частичное финансирование и ...

Принимая во внимание значимость проекта SSJ для всей авиастроительной отрасли, государство активно поддерживает создание самолета. Главным образом это выражается в частичном финансировании разработок. Так, по данным менеджмента ГСС, в рамках федеральной целевой программы по развитию гражданского авиастроения компания получит из бюджета в общей сложности 8 млрд руб. до 2008 года. Кроме этого, более половины долга компании (около \$130 млн) представлено кредитами госбанков.

... заказ самолетов со стороны государственных авиакомпаний

Помимо непосредственной финансовой поддержки, правительство имеет возможность лоббировать интересы отечественных авиастроителей в крупных государственных авиакомпаниях. Этим отчасти объясняется тот факт, что текущий портфель заказов ГСС (61 самолет) по большей части состоит из контрактов с компаниями, находящимися под контролем государства. Отметим, что самолеты SSJ лишь частично ориентированы на внутренний рынок, поэтому ГСС не может полностью полагаться на протекционистскую политику государства. Однако наличие твердых контрактов на начальных этапах проекта, на наш взгляд, является достаточно важным фактором успеха.

Недостающее финансирование может быть восполнено за счет новых выпусков

На текущий момент, мы считаем, преждевременно давать какую-либо оценку финансовым результатам ГСС. Дело в том, что поставка первых самолетов запланирована лишь на конец 2008 года, а положительная рентабельность будет достигнута лишь к 2010 году. Поэтому риски, связанные с инвестированием в облигации ГСС, практически не зависят от успешности проекта. Однако мы можем оценить объем инвестиций, необходимых компании

для завершения испытаний SSJ и запуска его в серийное производство. Исходя из стоимости проекта в \$1.4 млрд и объявленных источников финансирования, мы оцениваем дополнительные инвестиционные потребности ГСС на уровне 5-7 млрд руб. Часть этих средств, возможно, компания привлечет на долговом рынке, поэтому мы не исключаем возможности размещения дополнительных облигационных выпусков ГСС.

Alenia – иностранный стратегический инвестор проекта SSJ

Для успешной работы на международных рынках ГСС планирует привлечь в капитал иностранного стратегического инвестора, в качестве которого выступит Alenia, дочерняя компания итальянского аэрокосмического концерна Finmeccanica. До конца этого года ожидается завершение сделки по передаче в собственность Alenia 25%+1 акций ГСС. Предполагается, что Alenia привлечет финансирование в проект пропорционально своей доле в акционерном капитале. Также планируется создание совместного предприятия ГСС и Alenia, которое будет заниматься продажами самолетов на международном рынке и их послепродажным обслуживанием. Alenia обладает значительным опытом в классе региональных самолетов. Однако с точки зрения финансовых результатов ГСС сотрудничество с Alenia проявится в полной мере лишь в долгосрочной перспективе, и поэтому окажет незначительное влияние на риски рассматриваемого займа.

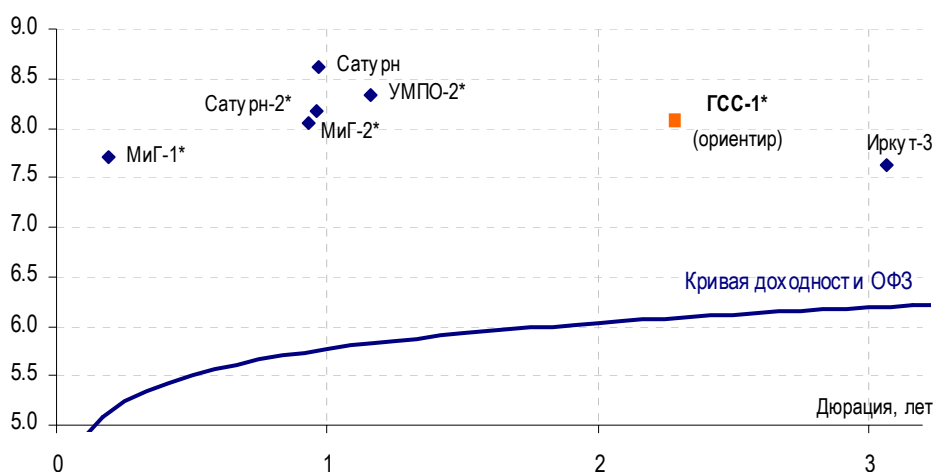
Сравнимые эмитенты на долговом рынке – НПК Иркут и МиГ

Среди сопоставимых эмитентов, на долговом рынке представлены НПК Иркут (150 б.п. к ОФЗ) и МиГ (240-260 б.п.). Контрольный пакет Иркут уже принадлежит ОАК, а МиГ, находящийся в 100%-ой госсобственности, планируется включить в состав ОАК в течение 2007 года. Основной причиной столь существенного различия в спредах облигаций двух эмитентов, по нашему мнению, является низкая ликвидность выпусков МиГа. Кроме этого, в ноябре 2006 года облигации Иркута были включены в котировальный список А1, что привело к повышению спроса на них и, как следствие, сужению спредов.

Спрэд в 200 б.п. – адекватная оценка рисков займа

Организаторы ориентируют рынок на спрэд 195-205 б.п. к ОФЗ, что на 45-55 б.п. шире по сравнению с ликвидным выпуском Иркута. Мы считаем, что, несмотря на инвестиционный характер проекта ГСС, высокая политическая значимость и наличие поручительства от Сухого, позволяют говорить о высокой вероятности прямой финансовой поддержки проекта со стороны государства. Поэтому спрэд в 200 б.п. представляется нам вполне адекватной премией для облигаций ГСС.

Доходность облигаций на 28 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Аптеки 36.6: долги перевешивают эффективность

Облигации Аптек 36.6: остаются риском инвестиционного проекта

Вчера аптечная сеть «36.6» опубликовала предварительные результаты за 2006 год. Помимо динамичной экспансии мы отмечаем явные операционные успехи компании, которые выражаются в росте like-for-like продаж и выручки на единицу торговой площади. Однако, по нашим прогнозам, и в 2006 и в 2007 г. розничный бизнес компании так и не выйдет на положительную величину EBITDA. Поэтому риск облигаций Аптек остается риском инвестиционного проекта, а доходность бумаг компании мы считаем неоправданно низкой и рекомендуем зафиксировать прибыль в этом выпуске.

Основными достижениями розничного бизнеса компании в 2006 года стали:

- успешная экспансия: прирост количества аптек составил около 88%;
- рост выручки на 89.5%;
- повышение операционной эффективности.

Рост показателей эффективности продаж в 2006 году

Вопрос расширения сети мы анализировали в нашем ежедневном обзоре от 22 февраля, поэтому сегодня мы более подробно остановимся на росте операционной эффективности. Ключевыми показателями 2006 г. являются:

- рост продаж like-for-like на 25.5%;
- рост выручки с 1 метра площади на 41%.

Розничной сети, судя по всему, не удастся показать положительное значение EBITDA в 2006

Оба этих показателя свидетельствуют о том, что компании удастся добиваться роста продаж в существующих аптеках. Такая динамика в конечном итоге должна вести к повышению рентабельности за счет эффекта экономии на постоянных расходах (аренда). Однако мы не ожидаем, что по итогам 2006 г. розничному направлению группы удастся выйти на положительную величину EBITDA: в силу наличия постоянного «навеса» новых аптек страдает консолидированная эффективность сети.

Ожидаем увеличения долга до \$300-350 млн к концу 2007 года

Мы повторяем наше предположение о том, что Верофарм будет продан в 2007 году: для финансирования плана по расширению сети на 73% до 1450 аптек компании потребуются значительные финансовые ресурсы. Наша оценка инвестиционных потребностей компании на 2007 год: около \$300 млн. Даже с учетом потенциальных поступлений от продажи Верофарма, мы ожидаем, что долг Аптек в 2007 году увеличится \$100-150 млн и составит \$300-350 млн к концу 2007 года. Таким образом, долговая нагрузка компании, по нашему мнению, останется критически высокой.

В нашем прогнозе размера долга мы не учитываем необходимость финансирования оборотного капитала, которая также ведет к росту потребностей в долге.

По состоянию на конец 2006 года долг компании составил \$252 млн, наш прогноз, данный 22.02.2007 - \$230 млн. Таким образом, прогнозирование долга Аптек исходя из темпов расширения сети является, на наш взгляд, вполне достоверным способом..

Агрессивные планы по расширению сети – определяющий фактор кредитного качества

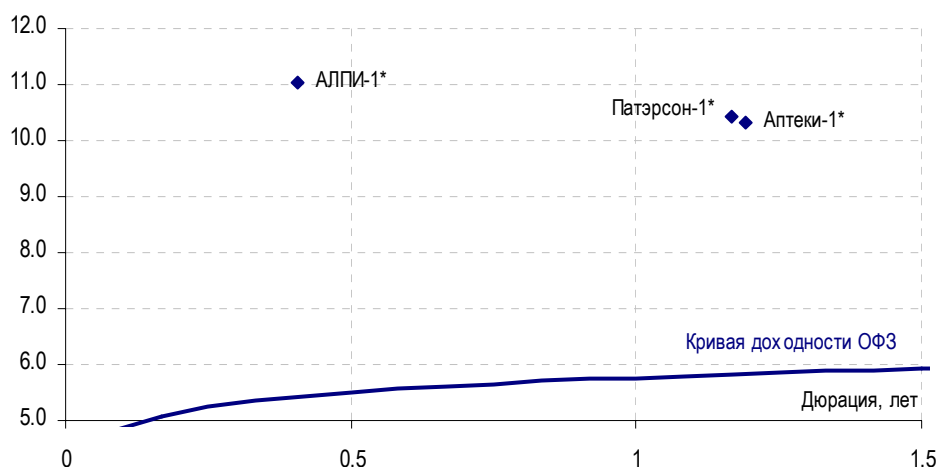
Отсутствие сигналов к возможному снижению долговой нагрузки, по нашему мнению, является главным негативным аспектом для кредитного качества компании. Насколько мы понимаем, стратегия менеджмента и акционеров Аптек ориентированы на максимально быстрое расширение сети даже ценой отрицательной рентабельности и двухзначных показателей долговой нагрузки. Для акционеров такая стратегия имеет смысл, т.к. увеличивает стоимость компании, однако для кредиторов она, по нашему мнению, несет негативные последствия. Отсутствие возможности гасить долги за счет операционных результатов ведет к постоянной потребности в рефинансировании.

«Справедливый» спрэд – не менее 500 б.п.

Несмотря на явные операционные успехи, риски рефинансирования, по нашему мнению, перевешивают чашу весов в пользу негативной оценки кредитного качества компании. Мы оцениваем «справедливый» спрэд Аптек не менее чем в 500 б.п. к ОФЗ (текущий спрэд: около 450 б.п.) и рекомендуем фиксировать прибыль в облигациях компании с ориентиром 100.20-100.40% (текущая цена: 101.10%).

Мы оцениваем кредитное качество Патэрсона и АЛПИ выше, чем качество Аптек и считаем, что бумаги этих компаний при сопоставимых или более высоких доходностях выглядят гораздо более привлекательно.

Доходность облигаций на 28 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Результаты ВБД-2006: достойны нового рейтинга

Консолидированные результаты ВБД за 2006 производят очень хорошее впечатление.

Рейтинг компании явно отстает от кредитного качества

Вчера ВБД опубликовал консолидированную отчетность за 2006 год. Финансовые результаты компании мы оцениваем как очень успешные: компания продемонстрировала значительный рост выручки при одновременном повышении рентабельности. В качестве единственной негативной приметы мы отмечаем продолжающуюся стагнацию в соковом сегменте, но она с лихвой компенсируется бурным ростом по молочному бизнесу и детскому питанию. Долговая нагрузка компании остается консервативной и не выходит за рамки 2х Долг/ЕБИТДА. По нашему мнению, есть все основания ожидать повышения кредитного рейтинга ВБД в течение ближайшего полугодия.

Основные результаты ВБД за 2006 год:

- выручка: \$1.76 млрд (+26.3%);
- ЕБИТДА (до разовых расходов): \$234 млн, маржа ЕБИТДА: 13.3% (10.1% в 2005 г.);
- Долг на конец года: \$407 млн (\$330 млн на начало года), Долг/ЕБИТДА: 1.7х

Операционная рентабельность растет

В 2006 году ВБД не удалось решить проблему медленного роста продаж в соковом сегменте (всего 7% за год по сравнению с 34% у Лебедянского). Однако на фоне динамичного роста в молочном сегменте (31.6%) этот фактор не оказывает заметного влияния на кредитное качество компании. Главным результатом 2006 г., по нашему мнению, является продолжающийся рост операционной эффективности, которого компании удалось достичь, несмотря на увеличение маркетинговых расходов.

Несмотря на активные инвестиции долговая нагрузка остается комфортной

В 2006 году компания инвестировала в закупку оборудования и приобретение активов около \$260 млн (около \$100 млн в 2005 г.), однако это не привело к существенному росту долговой нагрузки. При столь динамичных темпах роста доходов компании соотношение Долг/ЕБИТДА ниже 2х представляется нам вполне консервативным уровнем.

По итогам 2007 г. ожидаем Долг/ЕБИТДА не выше 2х

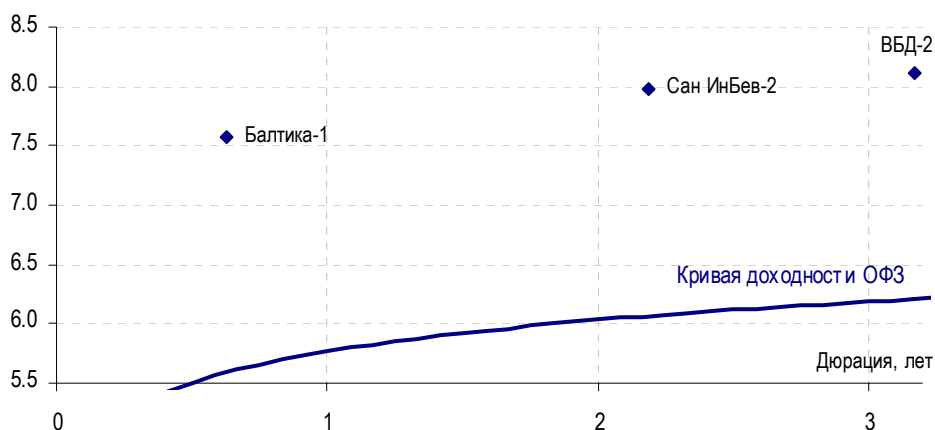
В феврале 2007 г. компания разместила облигации на сумму \$150 млн для приобретения активов и модернизации существующих мощностей. Мы ожидаем, что даже с учетом увеличения долга, долговая нагрузка компании в 2007 году останется в комфортных пределах, а соотношение Долг/ЕБИТДА не превысит 2х.

Ожидаем повышения рейтинга в 2007 г. как минимум одним из агентств

По нашему мнению, кредитное качество ВБД находится на одном уровне с SUN InBev и лишь немногим уступает Балтике и Лебедянскому в силу чуть более высокой долговой нагрузки. На наш взгляд, кредитные рейтинги ВБД в настоящий момент явно недооценивают рост выручки и эффективности в сочетании с консервативной долговой нагрузкой. Поэтому мы ожидаем, что рейтинг компании будет в течение ближайших 6 месяцев повышен как минимум одним из агентств.

Наша оценка «справедливого» спреда бумаг ВБД: 180-200 б.п. к ОФЗ, текущий спред: около 190 б.п. При этом в силу высокой текущей доходности (8.70%) бумаги ВБД остаются весьма интересными для широкого круга инвесторов.

Доходность облигаций на 28 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	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	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) 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.