

Рублевые корпоративные облигации

2 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Магнит разместился очень удачно, все внимание на X5! » стр. 3
- Новости по НКНХ и ТАИФу: кто в итоге будет занимать? » стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3355	+ 0.2 %
Рублей за доллар США	26.0178	- 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 67.96	+ 3.7 %
Москва-39, дох. % год.	6.56%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	99	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	517.8	- 177.4
Остатки на д/с, млрд руб.	245.8	+ 129.5
Сальдо операций с ЦБ	+ 72.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

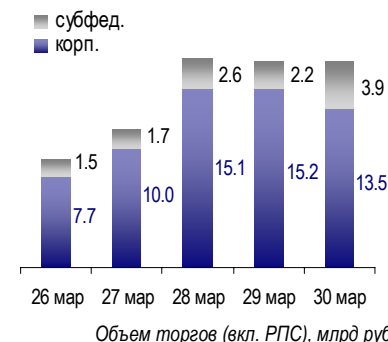
СКОРО

- Размещение дебютного выпуска Холидей Классик (розничная сеть, 1.5 млрд руб., 3 года) состоится 5 апреля
- Москоммерцбанк планирует третий выпуск (5 млрд руб., оферта через 2 года)
- Планируется выпуск МОИА-3 (5 млрд руб., 7 лет, с амортизацией)

В ПЯТНИЦУ

- Размещен Магнит-Финанс-2 (5 млрд руб.) под 8.37% годовых к 3-летней оферте

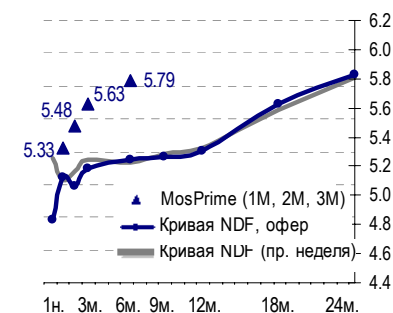
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

3 апр	Размещение Севкабель-Финанс-3 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
4 апр	Размещение Банк Зенит-4 (3 млрд руб., годовая оферта)
	Размещение АСПЭК-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение МаирИнвест-3 (2 млрд руб., 2 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)
	Размещение АПК Аркада-3 (1.2 млрд руб., оферта через 1.5 года)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.35	+ 30	2.4	6.79%
АИЖК-8	101.29	+ 29	5.0	*7.58%
Газпромбанк-1	99.37	+ 24	3.4	7.42%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	103.11	+ 38	2.4	7.32%
Дальсвязь-2	102.90	+ 30	2.7	*7.92%
Иркут-3	103.98	+ 28	3.1	7.55%

Лидеры падения

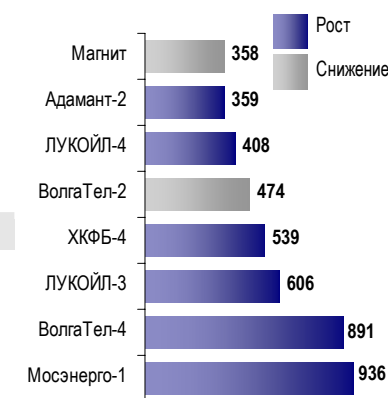
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	101.35	- 5	5.6	7.66%
ФСК-4	100.35	- 4	3.8	7.34%
ФСК-2	103.33	- 2	2.8	7.20%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	99.25	- 20	1.0	9.50%
РКС-1	100.86	- 13	0.5	*8.22%
ТМК-2	100.05	- 5	1.9	7.72%

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	1.88	169	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.50	100.50	7.48	0.87	181	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.65	101.75	7.87	1.14	208	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.30	102.10	7.62	1.16	182	200	↔
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.60	100.40	7.90	0.85	223	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.60	9.24	1.97	323	350	↑ 25
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.80	-	8.71	1.16	292	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.80	100.45	7.98	3.81	170	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.65-99.75	8.75	1.40	288	290-300	↑ 15
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.00	100.00-100.45	8.67	2.23	261	240-260	↔
Мосэнерго-1: бумага предлагает премию относительно более длинного второго выпуска									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.75	100.85	7.33	2.29	126	120	↓ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.33	1.80	235	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.20	100.80	7.75	2.34	167	140	↓ 25
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.25	99.25	8.91	3.39	268	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.15	100.20-100.40	10.27	1.19	446	515-530	↑ 70-85
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.40	-	9.07	1.97	305	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	101.85	-	9.76	3.62	350	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.70	109.40	8.39	2.63	226	200	↓ 25
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.30	103.90	8.41	3.16	221	200	↓ 20

Магнит разместился очень удачно, все внимание на X5!

Магнит разместился очень удачно, бумаги X5 сильно недооценены

Размещение второго выпуска облигаций Магнита в пятницу прошло более чем успешно: ставка купона составила 8.20% по сравнению предварительным ориентиром в 8.50%. Мы очень позитивно оцениваем кредитное качество Магнита, однако считаем сложившуюся на аукционе доходность несколько заниженной. По нашему мнению, рынок недооценивает рост долговой нагрузки компании, который будет иметь место в 2007 году. В связи с этим мы не видим потенциала сужения спреда у облигаций Магнита. По текущим ценовым уровням бумаги Пятерочки представляются нам существенно более привлекательными, особенно с учетом последних новостей о возможной допэмиссии акций в 2007 году.

В 2007 году долг Магнита существенно вырастет...

Последняя доступная на сегодняшний день отчетность Магнита – МСФО за 6М2006, в которой отражен очень низкий уровень долговой нагрузки: около 0.7х Долг/ЕБИТДА. Однако самого по себе этого факта недостаточно, чтобы обосновать размещение бумаг Магнита с дисконтом к Пятерочке. Дело в том, что после публикации отчетности за полугодие Магнит заявил об активных инвестиционных планах на 2007 год, которые в т.ч. подразумевают затраты в \$250-300 млн на масштабное строительство гипермаркетов.

... прогноз Долг/ЕБИТДА: около 3х к концу года

По нашему мнению, из всей инвестиционной программы Магнита на 2007 г., которую руководство оценило в \$400-500 млн, за счет собственных источников может быть профинансировано \$100-150 млн. Оставшаяся часть инвестпрограммы, судя по всему будет осуществлена за счет привлечения нового долга. В результате долговая нагрузка Магнита к концу 2007 года, по нашим прогнозам, должна составить около 3х Долг/ЕБИТДА, при этом мы считаем, что такой уровень долга останется вполне комфортным для компании.

Проблем с финансированием у компании возникнуть не должно

Активная инвестиционная политика на российском ритейловом рынке является, пожалуй, одним из ключевых факторов успеха, т.к. для сохранения сильных позиций все игроки должны наращивать физические масштабы сети. Магнит является одним из самых успешных игроков на этом рынке, поэтому для привлечения средств на развитие компании доступен максимально широкий круг источников финансирования.

Различия в долговой нагрузке между Магнитом и X5 должны полностью исчезнуть в 2007 году

Однако мы отмечаем, что в 2007 году существенное различие в уровнях долговой нагрузки между Магнитом и X5, которое было одним из факторов высокого спроса на бумаги Магнита в течение последних месяцев, должно практически полностью исчезнуть. Если Магнит в 2007 году будет финансировать инвестиции в основном за счет долга, то X5, судя по последним заявлениям менеджмента, может получить значительный объем денежных средств от допэмиссии акций. Таким образом, мы ожидаем, что к середине-концу 2007 года долговая нагрузка обеих компаний практически сравняется.

По нашему мнению, с точки зрения кредитного качества Магнит отстает от X5 по следующим параметрам:

- более низкая рентабельность;
- отсутствие кредитных рейтингов;
- наличие у X5 сильного стратегического акционера в лице Альфа-Групп.

Премия Магнита к X5: 20-40 б.п.

Эти различия не являются радикальными, однако они все же требуют премии в доходности облигаций Магнита к бумагам X5. Мы оцениваем эту премию в 20-40 б.п. В то же время мы отмечаем, что бумаги остальных ритейлеров, присутствующих на рынке, должны предлагать значительную премию к бумагам X5 и Магнита. Наша оценка «справедливых» спредов:

- X5/Пятерочка: 180-220 б.п. к ОФЗ (в зависимости от итогов допэмиссии акций);
- Магнит: 200-240 б.п. к ОФЗ.

Потенциал сужения спреда для Магнит-2 практически отсутствует

Исходя из этой оценки Магнит-2 был размещен по нижней границе диапазона «справедливых» спредов (спред к погашению составил около 203 б.п.) и без премии за колл-опцион. В связи с этим мы не видим потенциала роста цены у этой бумаги после выхода на вторичные торги. В любом случае инвесторы, купившие бумаги Магнита, приобрели долг одного из сильнейших заемщиков среди розничных сетей. Высокий спрос на размещении позволяют предположить, что и существенного «проседания» котировок в выпуске Магнит-2 в ближайшем будущем не будет.

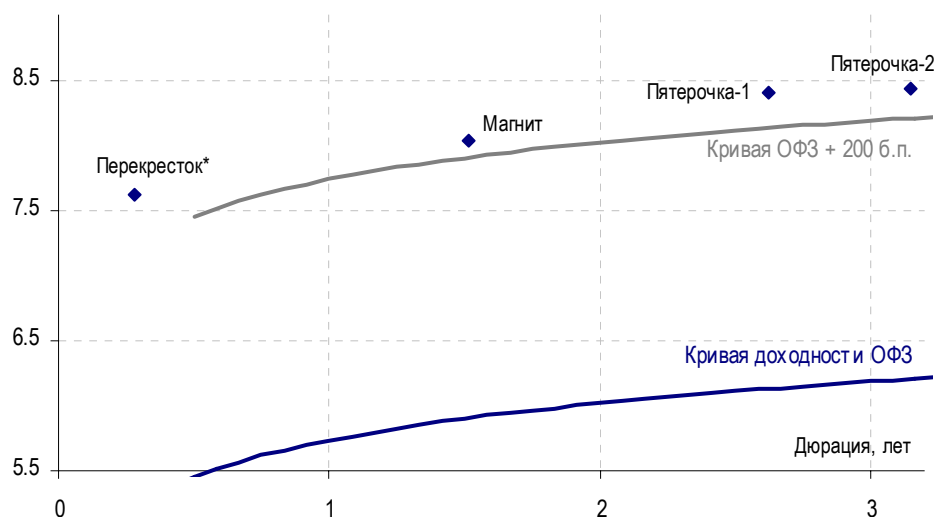
Бумаги X5 заметно недооценены. Рекомендуем «покупать»

Бумаги X5 в настоящий момент торгуются со спредами в 220-225 б.п. к ОФЗ, что выглядит слишком дешево в сравнении с результатами размещения Магнита. Мы считаем, что новость о возможной допэмиссии, обнародованная г-ном Хасисом в четверг также является очень важным позитивным фактором для держателей облигаций X5. Опасения относительно избыточного предложения долга ритейлового сектора после более чем успешного размещения Магнита также выглядят необоснованными.

Мы рекомендуем покупать облигации Пятерочки на ожиданиях сужения спреда как минимум до 200 б.п. к ОФЗ со следующими ориентирами по цене:

- Пятерочка-1: 109.20-109.40%;
- Пятерочка-2: 103.80-103.90%.

Доходность облигаций на 30 марта



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Новости по НКНХ и ТАИФу: кто в итоге будет занимать?

Отмена допэмиссии ставит вопрос об источниках финансирования инвестиций НКНХ

В пятницу ФСФР сообщила об отказе в регистрации допэмиссии акций НКНХ, о которой было объявлено осенью прошлого года, из-за существенных нарушений в документах. В связи с этой новостью возникает некоторая неопределенность относительно источников финансирования масштабной инвестпрограммы НКНХ. Мы предполагаем, что в итоге компания может вернуться к плану размещения акций, поэтому долговая нагрузка ТАИФа все же будет находиться под существенным давлением.

Напомним, что инвестпрограмма НКНХ, утвержденная Советом директоров компании в феврале 2007 г., составляет около \$4.4 млрд на срок до 2012 года. Первую часть этой программы планировалось профинансировать за счет допэмиссии акций. В связи с этим мы ожидали роста долга группы ТАИФ на \$500-700 млн для сохранения контрольного пакета в капитале компании.

В связи с отменой допэмиссии актуальным становится вопрос относительно источников финансирования начальной фазы инвестиций. Мы видим 2 возможных сценария:

- повторная регистрация допэмиссии, сдвиг инвестпрограммы по срокам;
- начало инвестиционной программы за счет долговых средств.

Предполагаем, что в 2007 и ТАИФ и НКНХ будут активно занимать

В реальности, ситуация может развиваться по некоторой «усредненной» схеме, в рамках которой и ТАИФ и НКНХ сначала привлекут заемные средства, а после повторной регистрации выпуска акций эти средства будут переведены в капитал НКНХ. Таким образом, мы все же сохраняем предположение о том, что долговая нагрузка ТАИФа будет расти в течение 2007 года. В свете отмены допэмиссии весьма вероятной представляется гипотеза о том, что и НКНХ в 2007 году может потребоваться новый долг.

НКНХ-4 переоценен, не рекомендуем покупать по текущим ценам

Мы оцениваем «справедливый» спрэд облигаций НКНХ в 220-240 б.п. к ОФЗ и считаем текущие цены выпуска НКНХ-4 несколько завышенными. В связи с этим мы не рекомендуем наращивать позиции в облигациях компании. Наша оценка «справедливой» цены НКНХ-4: 103.50% (текущая цена – 103.95%).

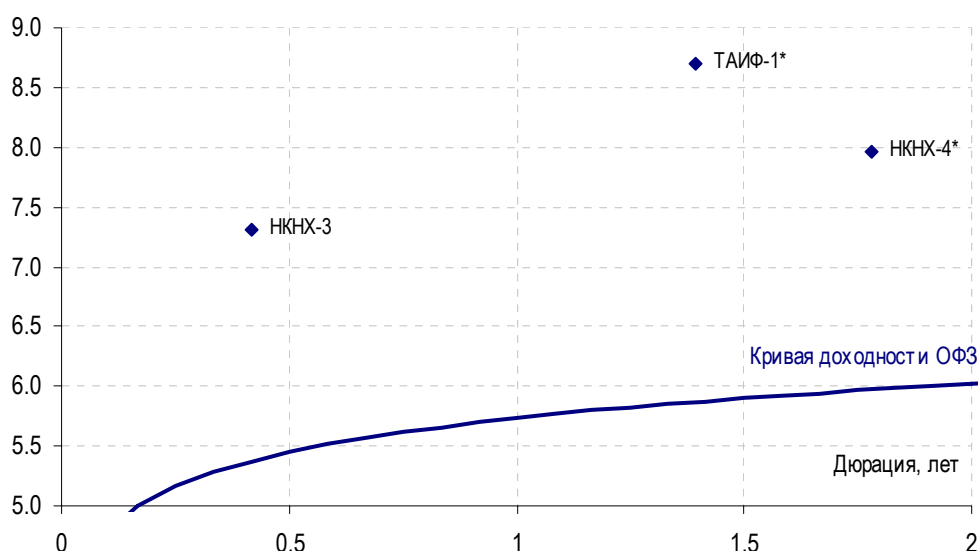
Основная проблема кредитного качества ТАИФа – низкая прозрачность

Несмотря на то, что отмена допэмиссии потенциально способна снизить потребность ТАИФа в новых заимствованиях в 2007 году, мы все же не склонны рассматривать это событие как позитивную новость для компании. Мы предполагаем, что в 2007 году ТАИФу все же придется увеличить долг для финансирования агрессивных инвестиционных планов НКНХ. Ключевой проблемой кредитного качества бумаг ТАИФа мы считаем низкую финансовую прозрачность. Отсутствие публичной консолидированной отчетности не позволяет реально оценить финансовые результаты и уровень долговой нагрузки компании.

«Справедливая» цена ТАИФ-1: 99.65-99.80%

В связи с этим мы не считаем падение котировок бумаг ТАИФа ниже номинала достаточным поводом для покупки. Спрэд в 280-300 б.п. к ОФЗ (текущий спрэд: 285 б.п., цена около 99.85%) представляется нам относительно адекватной премией за кредитный риск компании. Мы ожидаем, что в 2007 г. бумаги ТАИФа будут находиться под давлением, и также не рекомендуем наращивать позиции в выпуске ТАИФ-1. Наша оценка «справедливой» цены этой бумаги: 99.65-99.80%.

Доходность облигаций на 30 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	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	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.