

Рублевые корпоративные облигации

13 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Амурметалл: итоги 2006 года по РСБУ » стр. 3
- Азбука Вкуса: новые долги – новые планы? » стр. 5

Индикаторы

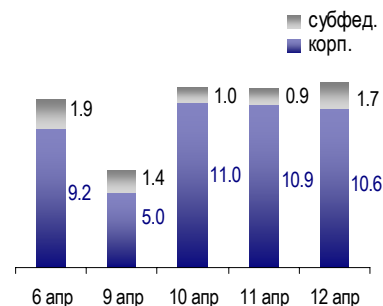
Долларов США за Евро	1.3485	+ 0.4 %
Рублей за доллар США	25.8770	- 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 67.82	+ 0.5 %
Москва-39, дох. % год.	6.55%	+ 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.73%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	96	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	397.8	- 16.0
Остатки на д/с, млрд руб.	584.4	- 3.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 370.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Выпуск Группа Магnezит-2 (2.5 млрд руб.) размещен под 8.94% годовых к оферте через 2 года
- Размещен выпуск Екатеринбургская электросетевая компания-2 (1 млрд руб.) под 8.93% годовых к оферте через 3 года
- ЦБ разместил ОБР-1 на 7.89 млрд руб. из 10 млрд руб. под 5.14% годовых к обратному выкупу 17 сентября 2007 года

Объем торгов на ММВБ

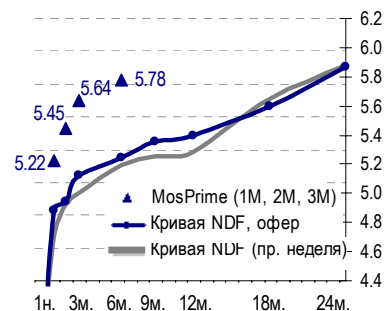


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 16 апр Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 17 апр Размещение Юниаструм Банк-2 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)
Размещение Финансовая компания НЧ-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
- 18 апр Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (15 млрд руб., погашение в 2012 году)
- 19 апр Размещение Жилсоципотека-Финанс-2 (1.5 млрд руб., годовая оферта)
Размещение Уфаойл-ОПТАН-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1 год)
Размещение Заводы Гросс-1 (1 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-9	100.79	+ 14	5.8	7.56%
Газпром-8	100.33	+ 11	3.8	7.03%
РСХБ-2	102.00	+ 10	3.3	7.45%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОИА-1	102.00	+ 65	2.6	8.39%
Сибкаадем-5	102.80	+ 25	3.6	9.49%
Сибкаадем-3	101.60	+ 20	1.9	8.95%

Лидеры падения

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-2	103.50	- 9	2.8	7.13%
ЛУКОЙЛ-3	100.18	- 5	3.9	7.17%
ФСК-3	100.40	- 5	1.6	6.95%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Очаково-2	99.55	- 15	1.0	9.18%
ЮТК-4	103.62	- 13	1.5	7.80%
ВолгаТел-2	101.55	- 10	1.5	*7.30%

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 спрэд, б.п.	Справедливый спрэд, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.20	100.10	7.63	1.84	174	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.27	0.84	174	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.70	101.95-102.05	7.78	1.10	212	180-190	↓ 20-30
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.20	7.51	1.12	185	200	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.80	9.24	1.94	333	350	↑ 15
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.20	100.70	7.87	3.78	166	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.80-99.90	8.71	1.36	296	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.65	100.20-100.65	8.36	2.19	239	240-260	↔
Мосэнерго-1: после роста в последние дни бумага оценена адекватно									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.90	101.05	7.25	2.26	128	120	↓ 10
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.70	-	8.14	1.80	227	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.50	101.00	7.62	2.31	163	140	↓ 25
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.40	99.50	8.86	3.36	271	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.35	100.20-100.40	10.09	1.15	442	530-550	↑ 90-105
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Смбакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.60	-	8.95	1.93	304	-	↑
Смбакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.80	-	9.49	3.59	331	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.80	109.60	8.33	2.59	229	200	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.75	104.15	8.26	3.12	214	200	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.35-103.70	8.19	1.83	231	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.65	103.20-103.50	7.78	1.50	198	210-230	↑ 10-30

Амурметалл: итоги 2006 года по РСБУ

Годовая отчетность Амурметалла по РСБУ отражает основное достижение прошлого года: рост выручки, связанный с расширением производственных мощностей, и существенное повышение рентабельности. В 4 квартале компания произвела разовые списания расходов прошлых периодов, которые несколько исказили финансовый результат, однако отчетность все равно выглядит весьма позитивно.

Финансовые результаты Амурметалла (млн руб.)						
Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2004	6 436	588	9.1%	967	1.6	8.8
2005	7 866	526	6.7%	2 211	4.2	3.7
9М2006	7 001	1057	15.1%	3 754	2.7	5.4
2006*	9 297	1 350	14.5%	4 836	3.6	5.1

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка, * с учетом корректировок операционной прибыли

Рост выручки связан с изменением сортамента и высокими ценами на сталь

Выручка Амурметалла за 2006 г. выросла на 18% и составила 9.3 млрд руб. при относительно небольшом приросте объемов выплавки стали (около 3%). Основными источниками роста выручки стали: изменение сортаментного ряда в пользу продукции с более высокой добавленной стоимостью (увеличение доли проката и снижение продаж товарной заготовки) и рост цен на стальной прокат, наметившийся в середине 2006 г.

Реальный прирост мог бы быть еще больше

Мы отмечаем, что рост выручки мог бы оказаться еще более значительным, т.к. на балансе компании на конец года был накоплен значительный объем нереализованной продукции (около \$20 млн). По комментариям менеджмента Амурметалла, такая ситуация связана с решением уменьшить продажи в зимний период, когда наблюдается снижение цен на строительный прокат. С учетом продолжающегося роста цен на сталь такое решение представляется нам вполне оправданным.

План по выручке на 2007 г.: не менее 12.5 млрд руб.

Значительная часть мероприятий по расширению производственных мощностей была осуществлена во 2ой половине 2006 г., поэтому они должны сказаться на производственных показателях 2007 года. На 2007 г. компанией запланирован рост выплавки стали на 28%, что должно привести к росту выручки до 12.5 млрд руб. Прогноз по выручке 2007 года составлен исходя из предположения о сохранении цен на сталь на стабильном уровне. Ценовая конъюнктура в 1 квартале позволяет говорить о том, что это достаточно консервативное допущение. Поэтому мы полагаем, что реальный размер выручки может оказаться выше.

Маржа ЕБИТДА: 14.5% до внеоперационных корректировок

По итогам года величина ЕБИТДА, отраженная в отчетности по РСБУ составила 1.04 млрд руб. (маржа ЕБИТДА: 11%). Существенное снижение рентабельности по сравнению с результатами за 9М2006 (маржа ЕБИТДА: 15.1%) в значительной мере связано с «бухгалтерским» эффектом. В 4 квартале компания произвела списание расходов прошлых периодов на сумму около 310 млн руб., что привело к уменьшению операционной прибыли. По комментариям руководства компании, это списание является разовым внеоперационным эффектом, поэтому мы считаем возможным принять его в качестве корректировки к величине ЕБИТДА. С учетом этой корректировки ЕБИТДА за 2006 г. составила 1.35 млрд руб. (маржа ЕБИТДА: 14.5%).

Долговая нагрузка остается умеренной: 3.6x

С учетом корректировок операционной прибыли долговая нагрузка компании по итогам года составила около 3.6x Долг/ЕБИТДА, что несколько превышает наш прогноз, данный при размещении (3x Долг/ЕБИТДА). Эти различия связаны, в первую очередь, с уменьшением объема реализации в 4 квартале и накоплением остатков готовой продукции на складах. В связи с тем, что колебания выручки носят, по сути, сезонный характер, они представляются нам несущественными.

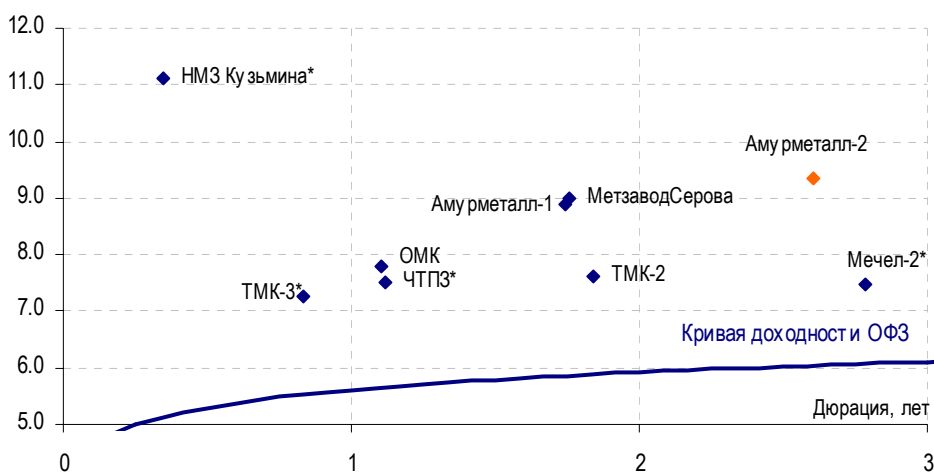
На 2007 г. придется пик инвестиционной программы

Основными мероприятиями инвестпрограммы на 2007 год являются строительство слябовой МНЛЗ и новой электросталеплавильной печи мощностью 1.2 млн тонн. В связи с потребностью в средствах для реализации этих проектов на 2007 год придется пик долговой нагрузки компании: наш прогноз Долг/ЕБИТДА на конец 2007 г. – 3.5-4.0х. В 2008 г. этот показатель должен вернуться в рамки 2-3х. Таким образом, Амурметалл остается компанией с самой низкой долговой нагрузкой среди предприятий малой металлургии (подробнее см. наш специальный обзор «Большие долги малой металлургии» от 23 марта).

Второй выпуск пока предлагает небольшую премию к первому

«Справедливый» спред Амурметалла мы оцениваем в 300-320 б.п. к ОФЗ. С этой точки зрения первый выпуск компании оценен адекватно, в то время как спред второго выпуска, который пока не вышел на вторичные торги, составляет около 320-330 б.п. (исходя из цены в 100.00%). Мы ожидаем, что после выхода на «вторичку» эта премия будет постепенно исчезать.

Доходность облигаций на 12 апреля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

Азбука Вкуса: новые долги – новые планы?

Новость о привлечении долга от ЕБРР скорее негативна

Вчера ЕБРР сообщил о том, что выделяет Азбуке Вкуса кредитные средства в размере \$50 млн на финансирование проекта по расширению сети, совокупная стоимость проекта составляет \$230 млн. Мы неоднозначно оцениваем эту новость с точки зрения кредитного качества: привлечение ЕБРР в качестве кредитора может позитивно повлиять на кредитный профиль компании, но оно означает, что долговая нагрузка Азбуки в ближайшие годы будет находиться на высоком уровне.

Проект массированного развития супермаркетов класса «премиум», на наш взгляд выглядит неоднозначно в связи с относительной узостью рыночной ниши компании. По нашему мнению, существенной проблемой кредитного качества АВ является также невысокая финансовая прозрачность. В связи с этим мы не видим потенциала сужения спредов облигаций АВ в ближайшее время. В сегменте облигаций розничных сетей с доходностью выше 10% бумаги АЛПИ и Холидея представляются нам более привлекательными.

Судя по всему, компания приняла более агрессивную стратегию, чем было заявлено при размещении облигаций

При размещении облигаций компания презентовала инвесторам модель развития на 2007-2008 гг., которая не предполагала увеличения долга по сравнению с уровнем 2006 года. Вчерашнее сообщение ЕБРР, по нашему мнению, свидетельствует о том, что АВ решила перейти к более агрессивной модели развития за счет заемных средств. Само по себе это событие не является проблемой для кредитного качества, т.к. на сегодняшний день на российском розничном рынке темпы роста бизнеса являются, пожалуй, определяющим фактором успеха.

Работа в премиум-сегменте – источник бизнес-рисков для компании

С нашей точки зрения, основным бизнес-риском для Азбуки является ее ориентация на работу исключительно в премиум-сегменте, который характеризуется максимальной валовой рентабельностью, но при этом – и очень высокими операционными расходами. Стагнация или сокращение располагаемых доходов населения может привести к сокращению спроса на услуги премиум-сегмента, в связи с чем рентабельность компании будет находиться под давлением инфляции арендных ставок.

Пока компания не презентовала новую стратегию развития

Массированное развитие сети премиум-класса также представляется нам достаточно рискованной стратегией. Весьма существенная стоимость проекта развития сети (\$230 млн по данным ЕБРР) позволяет предположить, что АВ будет расширяться и за счет других сегментов. Однако в таком случае потребности в инвестициях могут оказаться существенно выше, чем заявленный уровень. Пока все наши выводы о дальнейших сценариях развития АВ строятся лишь на предположениях, но мы надеемся, что в связи со вчерашней новостью компания презентует рынку новую стратегию развития.

В ближайшее время долговая нагрузка, судя по всему, будет весьма высокой

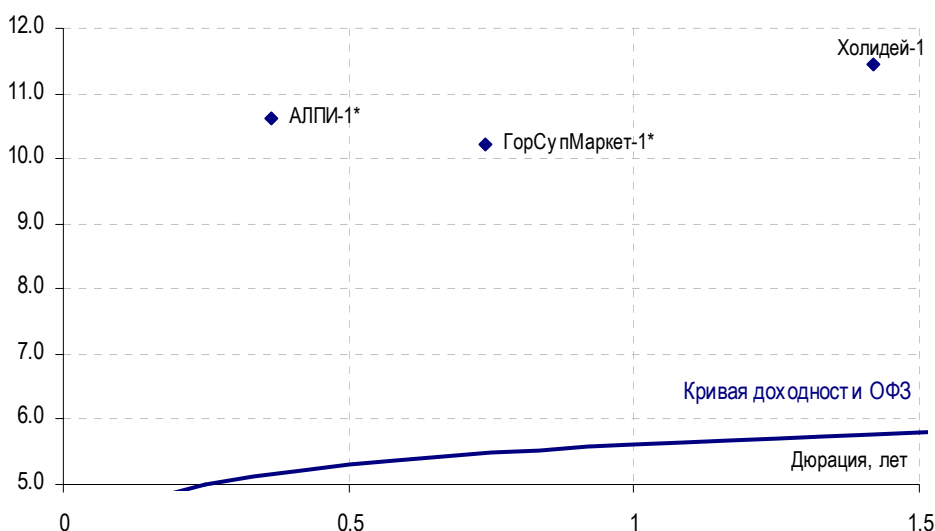
По данным консолидированной управленческой отчетности показатель Долг/ЕБИТДА компании по итогам 2006 года составил 3.6х, что в целом является вполне приемлемым уровнем для динамично развивающейся розничной сети. Однако в свете новости о привлечении нового долга мы затрудняемся дать прогнозы долговой нагрузки на ближайший год. Будущие финансовые показатели сети будут определяться именно выбранной новой стратегией, которая пока не была представлена инвесторам.

Еще один негативный фактор для бумаг Азбуки – низкая финансовая прозрачность

На наш взгляд, одним из важных недостатков кредитного профиля АВ является низкий уровень финансовой прозрачности: результаты торговой компании (Городской Супермаркет, ГС, эмитент облигаций) сильно отличается от консолидированных цифр. Несмотря на то, что ГС, судя по всему, генерирует всю выручку, его валовая маржа составляет всего 26% по сравнению с 40% по консолидированным данным. Такую картину мы склонны связывать с наличием промежуточных звеньев в цепи поставок, на которых «оседает» прибыль.

Мы не склонны драматизировать эту ситуацию, и связываем ее с ранней стадией развития компании. На наш взгляд, приход такого партнера как ЕБРР способен весьма позитивно повлиять на структуру денежных потоков и уровень прозрачности. Однако текущий невысокий уровень прозрачности, на наш взгляд, требует весьма существенной премии к бумагам более открытых с финансовой точки зрения розничных сетей (напр. Холидей).

Доходность облигаций на 12 апреля



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
Михаил Никитин	mnikitin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9934
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.