

# Рублевые корпоративные облигации

18 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

## ГЛАВНОЕ

- Дикси: IPO – еще не повод для роста облигаций » стр. 3
- Мосмарт: комментарий к размещению » стр. 4
- Размещение ОФЗ пройдет без премии » стр. 6

## Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3571	+ 0.3 %
Рублей за доллар США	25.8001	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.41	- 1.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.53%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.66%	- 6 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	96	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	411.9	+ 9.2
Остатки на д/с, млрд руб.	726.4	+ 15.0
Сальдо операций с ЦБ	+ 87.0	

## ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

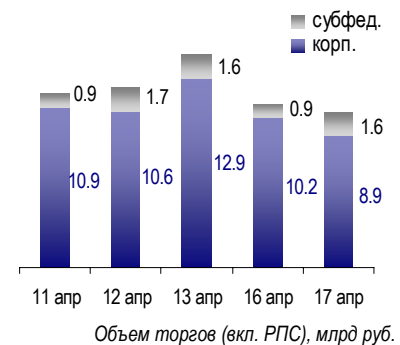
### СКОРО

- Размещение Ленэнерго-3 (3 млрд руб., 5 лет) планируется 25 апреля

### ВЧЕРА

- Размещен выпуск Юниаструм Банк-2 (1.5 млрд руб.) под 11.20% годовых к оферте через 1.5 года
- Выпуск Финансовая компания НЧ-1 (1 млрд руб.) размещен под 11.25% годовых к оферте через 1.5 года

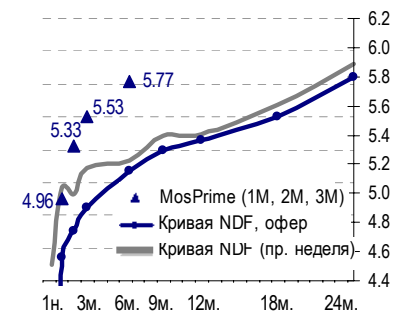
## Объем торгов на ММВБ



## КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 18 апр Аукцион ОФЗ-ПД 26199 (15 млрд руб., погашение в 2012 году)
- 19 апр Размещение Мосмарт Финанс-1 (2 млрд руб., оферта через 1 год)  
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)  
Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
- 20 апр Размещение Банк Русский Стандарт-8 (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. %
АИЖК-4	105.80	+ 10	3.9	7.46%
ЛУКОЙЛ-4	101.28	+ 9	5.2	7.28%
Мосэнерго-2	101.75	+ 5	4.1	*7.34%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Ленэнерго-2	102.70	+ 45	4.0	8.00%
Карусель-1	102.00	+ 30	1.4	*8.39%
МОЭСК-1	101.45	+ 17	3.8	7.80%

## Лидеры падения

### 1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ГидроОГК-1	103.30	- 20	3.6	7.30%
ФСК-2	103.55	- 15	2.8	7.10%
АИЖК-8	101.70	- 10	5.0	*7.49%

### 2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-4	101.55	- 21	0.5	7.14%
Очаково-2	99.50	- 20	0.9	9.24%
Кокс-1	101.00	- 15	2.0	8.62%

## 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-2	05/09	Держать	100.30	100.15	7.56	1.83	171	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.25	0.82	176	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.80	102.05	7.67	1.09	205	180	↓ 25
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.40	102.40	7.44	1.11	182	180	↔
<b>Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х</b>									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.10	99.85	9.24	1.92	336	350	↑ 15
<b>МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ</b>									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.45	100.80	7.80	3.76	161	180	↑ 20
<b>ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.85-99.95	8.71	1.35	299	290-300	↔
<b>Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков</b>									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.70	100.30-100.70	8.33	2.18	239	240-260	↔
<b>Мосэнерго-1: после роста в последние дни бумага оценена адекватно</b>									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.95	101.10	7.23	2.24	128	120	↓ 10
<b>Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям</b>									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.80	-	8.08	1.79	224	210-230	↔
<b>Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.</b>									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.10	7.55	2.29	159	140	↓ 20
<b>Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки</b>									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.55	8.83	3.34	270	300	↑ 30
<b>Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика</b>									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.50	100.20-100.40	9.95	1.14	432	535-555	↑ 105-120
<b>УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента</b>									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	8.89	1.92	301	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.80	-	9.49	3.58	333	-	↑
<b>Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии</b>									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.00	109.60	8.24	2.58	223	200	↓ 25
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.85	104.25	8.22	3.11	212	200	↓ 10
<b>НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга</b>									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.35-103.70	8.18	1.82	232	220-240	↑
<b>ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связьинвеста должна составлять 40-60 б.п.</b>									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.65	103.20-103.50	7.76	1.49	200	210-230	↑ 10-30

## Дикси: IPO – еще не повод для роста облигаций

*Основная цель IPO Дикси – «выход» фондов, для кредитного качества оно практически нейтрально*

Сегодня Коммерсант со ссылкой на акционеров Дикси пишет о том, что компания все же планирует провести IPO на РТС в мае 2007 года. Мы не считаем, что это событие будет иметь безусловно позитивные следствия для кредитного качества, т.к. основная часть вырученных средств, судя по всему, достанется private equity фондам – нынешним акционерам компании. С другой стороны, для того чтобы обосновать высокие оценки стоимости акций компании, Дикси придется ускорять потерянный в 2006 г. темп роста выручки. Соответственно мы предполагаем, что в 2007 г. компании еще потребуются существенные новые заимствования.

*Рост облигаций Дикси в последние недели на спекуляциях об IPO представляется нам необоснованным*

Среди облигаций ритейлеров, предлагающих доходность выше 10.50% мы предпочитаем бумаги менее крупных региональных операторов с более низкой долговой нагрузкой, чем у Дикси. По нашему мнению, планы по проведению IPO не являются достаточным обоснованием для роста котировок облигаций компании и сужения их спредов, наблюдаемых в течение последних 2 недель. По нашему мнению, проблемы отсутствия эффективной стратегии развития и высокой долговой нагрузки еще долго будут определяющими для кредитного качества компании.

Дикси пока не опубликовала отчетность по итогам 2006 года, однако мы предполагаем, что долговая нагрузка компании по итогам года будет очень высокой даже без учета реклассификации доли инвестфондов в капитале компании в состав долга:

- выручка за 2006 г. по предварительным данным составила \$1.1 млрд;
- маржа EBITDA за 9M2006: 3.9%;
- оценка EBITDA за 2006 г.: \$40-45 млн;
- Долг на 30.09.2006: \$236 млн., оценка Долг/EBITDA по итогам года: 5.3-6.0х.

*Основная часть средств от IPO пойдет на выкуп доли фондов*

Судя по публикации Коммерсанта, компания планирует привлечь в результате продажи акций \$350-450 млн. Однако сама компания, по данным газеты, получит от этой сделки сумму в \$150 млн, тогда как основная часть средств пойдет на выкуп доли private equity фондов в капитале компании.

*Дикси нужно будет убедить инвесторов, что она способна расти высокими темпами и повысить рентабельность...*

Российский ритейл привлекает инвесторов на рынке акций в первую очередь высокими темпами роста (выручка X5 и Магнита в 2006 г. выросла более чем на 50%). Дикси пока существенно отстает от лидеров рынка по этому показателю: рост ее выручки составил всего около 23%. Чтобы компания была оценена рынком по показателям относительной стоимости, близким к X5 и Магниту, ей будет необходимо убедить инвесторов в том, что она способна существенно ускорить темпы роста. Еще одной проблемой Дикси остается низкий уровень рентабельности: для его повышения компании также придется инвестировать в логистику и развитие закупочной инфраструктуры.

*... для этого понадобится новый долг, поэтому мы ожидаем сохранения очень высокой долговой нагрузки в 2007 году*

Мы предполагаем, что для существенного рывка по выручке и рентабельности в 2007 г. Дикси может оказаться недостаточно тех \$150 млн, которые она рассчитывает получить в результате IPO. Поэтому мы предполагаем, что в 2007 г. Дикси может вернуться на рынок заимствований. Например, вероятным сценарием нам представляется размещение второго зарегистрированного выпуска облигаций Дикси-Финанс. Таким образом, по нашим прогнозам, IPO Дикси не приведет к снижению долговой нагрузки в текущем году.

*Возможное позитивное следствие IPO: рост прозрачности*

Важным позитивным следствием IPO должно стать повышение прозрачности компании: введение процедур ежеквартальной публикации операционных результатов и т.п.: по этому критерию Дикси пока также очень сильно отстает от лидеров рынка. Однако это событие само по себе, на наш взгляд, вряд ли перевесит эффект от высокой долговой нагрузки и низкой рентабельности компании.

**Мы считаем рост облигаций Дикси необоснованным, а бумаги – непривлекательными по текущим уровням**

С начала апреля котировки облигаций Дикси выросли с 94.50-95.00% до 97.00% от номинала, а спрэды сузились с 500 до 450 б.п. к ОФЗ. На наш взгляд, грядущее IPO не является достаточным поводом для такой динамики бумаг, т.к. фундаментальные проблемы кредитного качества компании пока не решены. В связи с этим мы не считаем покупку облигаций Дикси привлекательной инвестиционной идеей по текущим ценовым уровням.

### Мосмарт: комментарий к размещению

**Ориентир организаторов по купону на уровне 11.00% компенсирует основные риски**

Завтра состоится размещение облигаций относительно небольшого по размеру розничного оператора – Мосмарт (2 млрд руб., оферта через 1 год). Компания существенно отстает от лидеров рынка по масштабам бизнеса и рентабельности, ее финансовая прозрачность также существенно уступает Х5 и Магниту. Однако организаторы позиционируют займ Мосмарта в сегменте бумаг с высокой доходностью (ориентир УТР: 11.30%, спрэд к ОФЗ: около 570 б.п.), что, на наш взгляд, вполне достаточно, чтобы компенсировать перечисленные недостатки.

В настоящий момент Мосмарт представляет собой сеть из 4 крупных гипермаркетов в Москве (общая площадь: около 58 тыс. кв. м.) и 10 магазинов меньшего формата в регионах России. В ближайшие годы компания планирует динамично развиваться во всех торговых форматах и собирается активно выходить на региональные рынки. Мосмарт рассчитывает за 3 года (до 2010 г.) увеличить торговые площади почти в 4 раза.

Основные финансовые показатели Мосмарта по итогам 2006 года\*:

- Выручка: 6.4 млрд руб.;
- Валовая рентабельность: около 25%, маржа EBITDA: около 8%;
- Долг (с учетом займов от акционеров): 2.4 млрд руб., Долг/EBITDA: 4.5x.

\* По данным отчетности по РСБУ, с учетом части корректировок, предложенных организатором и собственных оценок Райффайзенбанка

**Структура группы – вполне прозрачная, среди собственников есть публичные западные фонды**

Структура группы Мосмарт достаточно проста: в ней присутствуют один торговый оператор и одна компания-балансодержатель недвижимости, контролируемые общим акционером. Обе этих компании являются поручителями по облигациям, поэтому структура займа представляется нам вполне комфортной для инвесторов. Особенностью Мосмарта является структура собственников: контролирующими акционерами являются российские бизнесмены (доля: 75%) и публичные иностранные фонды, акции которых обращаются на швейцарской бирже (доля: 25%). Таким образом, компания уже косвенным образом представлена на рынке акционерного капитала.

**Основа стратегии – более чем 10-кратный рост выручки за 4 года**

Как и большинство ритейлеров, Мосмарт планирует в ближайшие годы кратно увеличивать масштаб сети и объемы операций: только в 2007 г. выручка должна вырасти более чем в 2.4 раза. До 2010 года в рамках представленной программы развития компании оборот сети должен практически удваиваться каждый год.

**Рост сети – в основном за счет площадей арендованных у партнеров, ждем снижения рентабельности**

Столь высокие темпы роста объемов продаж и развития сети компания планирует обеспечить в основном за счет арендованных магазинов. При этом основные объемы недвижимости (за исключением 4 московских гипермаркетов) Мосмарт уже сейчас арендует у своих бизнес-партнеров. Собственниками этих объектов являются те же швейцарские фонды и их родственные компании, которые являются владельцами 25% в капитале сети. С одной стороны, такая ситуация гарантирует Мосмарту наличие долгосрочных отношений с арендодателями. С другой стороны – иностранные партнеры заинтересованы в увеличении денежного потока от принадлежащей им недвижимости, поэтому Мосмарт вряд ли может рассчитывать на низкие арендные ставки в новых магазинах.

**Финансовая прозрачность невысока**

Несмотря на простую юридическую структуру, финансовая прозрачность Мосмарта мы оцениваем как невысокую: у компании отсутствует консолидированная отчетность, а показатели по РСБУ в значительной мере искажаются операциями с акционерами.

**Операционная рентабельность – на средних для отрасли уровнях...**

Операционная рентабельность Мосмарта представляется нам вполне адекватной: валовая маржа на уровне 25% близка к среднеотраслевым показателям для московских магазинов, маржа EBITDA в 8% также вполне укладывается в наши представления об эффективности формата гипермаркета. Однако уже в 2007 г. мы ожидаем снижения маржи EBITDA из-за значительного увеличения доли арендованных магазинов в сети Мосмарта.

**... но чистая прибыль перераспределяется в пользу акционеров – главный элемент непрозрачности**

Существенный элемент финансовой непрозрачности Мосмарта мы видим в заниженных показателях чистой прибыли. По комментариям организаторов такая ситуация складывается из-за того, что компания-держатель недвижимости перераспределяет финансовый результат в пользу акционера за счет высоких ставок по кредитам от связанных сторон. Таким образом, чистый денежный поток российских компаний-поручителей уменьшается. Эти операции несущественны с точки зрения эффективности бизнеса, но все же они искажают отчетность и негативно влияют на оценку прозрачности компании.

**Долговая нагрузка - не критична**

Сводный долг Мосмарта включает в себя как рыночные обязательства, так и займы от акционеров. Поэтому мы приводим 2 оценки долговой нагрузки: 4.5x и 3.3x Долг/EBITDA соответственно с учетом и без учета долга от акционеров. В любом случае, текущий уровень долговой нагрузки динамичной компании представляется нам не критичным.

**Ожидаем Долг/EBITDA на уровне 3.0-3.5x по итогам 2007 года**

Активная экспансия будет осуществляться на арендованных площадях, поэтому она не потребует от компании существенных инвестиций, однако, как мы уже отмечали, мы ожидаем снижения рентабельности компании из-за роста арендных расходов. В связи с этим мы предполагаем, что уровень долговой нагрузки Мосмарта (за вычетом долга перед акционерами) в 2007 г. останется стабильным и будет составлять 3.0-3.5x Долг/EBITDA.

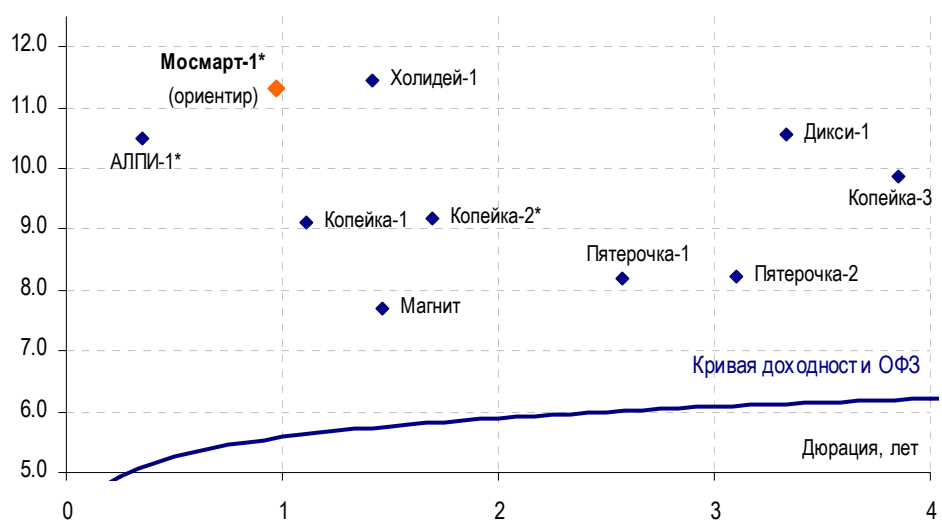
**Главный плюс Мосмарта: присутствие компании на западных рынках капитала**

С точки зрения кредитного качества Мосмарта нам нравятся эффективная бизнес-стратегия компании, предполагающая динамичный рост без существенного роста долга. Явным негативным моментом является невысокая финансовая прозрачность. Однако, присутствие компании на международных рынках акционерного капитала и наличие в собственности крупных дорогостоящих объектов недвижимости в Москве все же перевешивают наше мнение в сторону умеренно-позитивной оценки кредитного качества.

**По доходности выше 11.00% УТР бумаги Мосмарта выглядят привлекательно**

Предлагаемый организатором ориентир по доходности (купон: 11.00%, УТР: 11.30%, спред к ОФЗ: около 570 б.п.) представляется нам адекватной премией для Мосмарта. Поэтому инвесторам, которых привлекает высокая доходность в качестве премии за прозрачность, мы вполне можем рекомендовать участие в завтрашнем аукционе по ориентире организатора. При существенно более широком спреде облигации Мосмарта, на наш взгляд, выглядят интереснее бумаг Дикси.

### Доходность облигаций на 17 апреля



Источник: ММББ, оценки Райффайзенбанка

## Размещение ОФЗ пройдет без премии

*Ожидаем размещения без премии, но не видим и ценового апсайда*

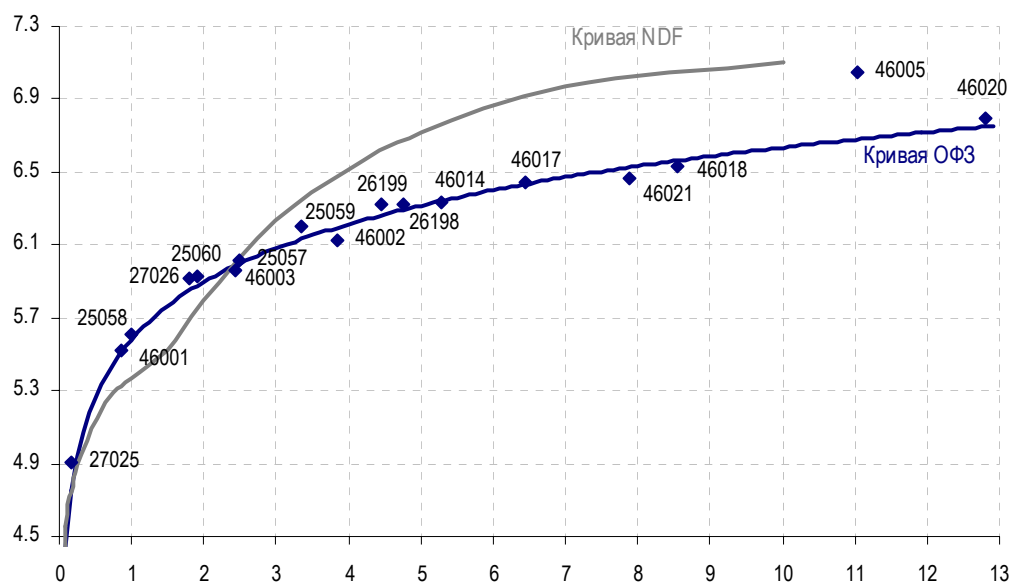
Сегодня Минфин проведет доразмещение среднесрочного выпуска ОФЗ 26199 объемом 15 млрд руб. В условиях очень высокой ликвидности мы не ожидаем даже минимальной премии по данному выпуску. В целом, рынок госбумаг подошел к психологической границе, когда любой негатив может стать сигналом к фиксации прибыли. Однако мы не ожидаем существенных движений по бумагам с дюрацией до 5 лет в ближайшие недели. Участники рынка, судя по всему, заняли выжидательные позиции, о чем свидетельствуют низкие объемы торгов на этой неделе.

По нашему мнению, спекулятивный характер конъюнктуры на рынке ОФЗ может вновь проявиться вместе с доразмещением выпуска 46021, запланированным Минфином на середину мая в объеме 15 млрд руб. В случае сжатия рублевой ликвидности участники рынка могут воспользоваться ситуацией для фиксации прибыли по 46021 перед аукционом. В этом случае появится шанс на премию при доразмещении, а также возникнет повод для продаж в более коротких выпусках.

*Дисбаланс ОФЗ/NDF делает ОФЗ непривлекательными для долгосрочных инвесторов*

Дополнительным фактором, способным в среднесрочной перспективе оказать давление на цены ОФЗ, остается дисбаланс между доходностью ОФЗ и кривой NDF. По этой причине мы считаем длинные выпуски ОФЗ непривлекательными для инвесторов с длинным временным горизонтом. С другой стороны – высокая ликвидность и низкие ставки денежного рынка еще долго будет поддерживать цены ОФЗ, делая бумаги привлекательными для российских спекулянтов.

### Доходность облигаций на 17 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.