

Рублевые корпоративные облигации

20 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Аптеки 36.6: смена приоритетов? – возможно » *стр. 3*
- Русский Стандарт-8: премия за новые лимиты » *стр. 5*
- ФСК снова будет занимать, как и ожидалось » *стр. 6*

Индикаторы

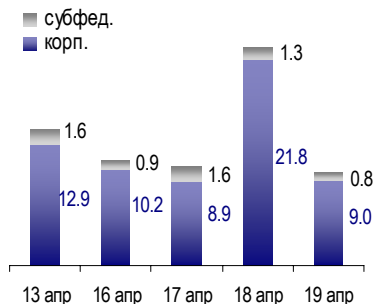
Долларов США за Евро	1.3606	- 0.0 %
Рублей за доллар США	25.7633	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.56	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.52%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.62%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	95	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	457.9	- 8.1
Остатки на д/с, млрд руб.	697.8	- 4.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 247.2	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Размещен дебютный выпуск Мосмарт-Финанс (2 млрд руб.) под 11.30% годовых к оферте через 1 год
- ЦБ разместил ОБР-1 на 4.59 млрд руб. из 10 млрд руб. под 5.09% годовых к выкупу 17 сентября 2007 года

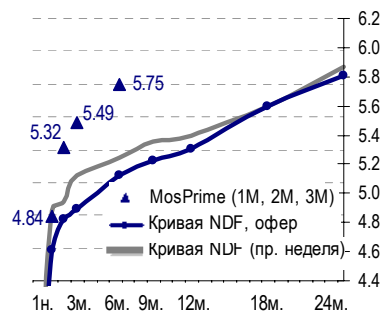
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

20 апр	Размещение Банк Русский Стандарт-8 (5 млрд руб., оферта через 1.5 года) Уплата НДС
24 апр	Размещение Виват-Финанс-1 (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
25 апр	Размещение дебютного выпуска ВАО Интурист (1 млрд руб., 3 года) Размещение Ленэнерго-3 (3 млрд руб., 5 лет) Размещение КД Авиа Финансы-1 (1 млрд руб., оферта через 1 год) Размещение Югорская Лизинговая Компания-1 (1 млрд руб., годовая оферта, с амортизацией)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-2	101.15	+ 10	2.3	6.87%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Иркут-3	104.19	+ 19	3.0	7.46%
МИА-3	100.80	+ 15	0.4	*7.34%
Белон-1	100.25	+ 5	1.9	9.19%

Лидеры падения

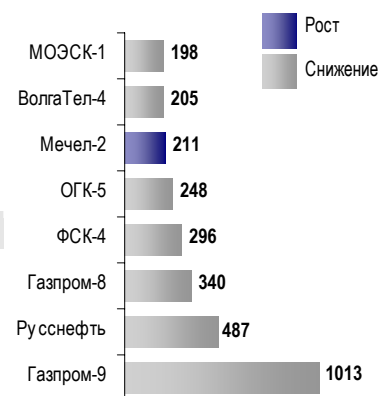
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-5	100.26	- 34	2.4	7.21%
Мосэнерго-2	102.00	- 30	4.1	*7.28%
ГидроОГК-1	103.15	- 29	3.6	7.34%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-2	101.40	- 25	1.5	*7.39%
ЮТК-4	103.65	- 20	1.5	7.75%
МОЭСК-1	101.35	- 15	3.7	7.83%

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	100.25	100.15	7.59	1.83	173	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.25	0.82	175	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	102.05	7.62	1.09	199	180	↓ 20
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.40	102.40	7.44	1.10	180	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.85	9.19	1.92	330	350	↑ 20
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.50	100.75	7.78	3.76	159	180	↑ 20
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.85	99.85-99.95	8.71	1.34	298	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	100.70	100.25-100.65	8.33	2.18	238	240-260	↔
Мосэнерго-1: после роста в последние дни бумага оценена адекватно									
Мосэнерго-1	07/03	Покупать	100.95	101.10	7.23	2.24	127	120	↓ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.80	-	8.08	1.79	222	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.05	7.55	2.29	158	140	↓ 20
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.50	8.83	3.34	268	300	↑ 30
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.50	100.20-100.40	9.95	1.14	431	535-555	↑ 105-120
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сивакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	8.89	1.92	300	-	↑
Сивакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	102.80	-	9.49	3.58	332	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.00	109.85	8.24	2.58	221	190	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.85	104.50	8.22	3.11	211	190	↓ 20
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.35-103.70	8.17	1.82	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	103.70	103.20-103.50	7.72	1.49	195	210-230	↑ 15-35

Аптеки 36.6: смена приоритетов? – возможно

Рост операционной эффективности, пред-продажа Верофарма и замедление роста сети

Вчера Аптечная Сеть 36.6 опубликовала операционные результаты за 1кв2007. Мы отмечаем продолжающееся повышение эффективности торгового бизнеса, которое выражается в росте продаж в уже существующих аптеках по мере их «вызревания». Также компания объявила о передаче 24.99% акций Верофарма в СП, что, на наш взгляд, является логичным шагом к продаже этого актива. Расширение сети в 1ом квартале происходило довольно медленными темпами, но представители компании подтвердили нам, что объявленные планы по масштабному расширению сети на 2007 г. остаются в силе.

Мы продолжаем считать кредитный профиль Аптек весьма агрессивным, но отмечаем позитивные кредитные сигналы, связанные с возможным отказом от политики финансирования экспансии исключительно за счет долговых источников.

Повышение операционной эффективности Аптек выражается, в первую очередь, в росте сопоставимых продаж:

- рост среднего чека в «зрелых» аптеках +30% (до \$10.4 в Москве и \$6.8 в регионах);
- рост продаж с квадратного метра: +90% в «зрелых» аптеках;
- сопоставимые продажи (like-for-like) выросли на 34.7%, что также является очень хорошим результатом и свидетельствует о «вызревании» ранее открытых аптек.

Полагаем, что рентабельность розничного бизнеса пока остается отрицательной

Выход в регионы и политика снижения операционных издержек также привела к уменьшению средней площади аптеки на 25% до 63 кв. метра. Все эти хорошие показатели могли бы привести к росту рентабельности, однако в силу значительной доли «незрелых» аптек (53% от общего числа), мы полагаем, что маржа EBITDA аптечного бизнеса компании пока остается отрицательной.

Замедление роста сети в 1кв07: по данным компании – это временное явление

В 1кв2007 расширение сети компании существенно замедлилось: компания «органически» открыла всего 25 аптек, закрыв при этом 16 аптек, также была приобретена сеть в Астрахани размером в 7 аптек. Таким образом, общий прирост сети за квартал составил всего 16 аптек, что существенно ниже по сравнению с 67 аптеками за 1кв2006. Представитель компании вчера сообщил нам, что замедление роста сети носит в основном сезонный характер, т.е. Аптеки не отказываются от обозначенного ранее плана по расширению сети на 610 точек в течение 2007 года.

Часть доли в Верофарме передана в СП, ожидаем полной продажи в 2007 г.

Очень интересным событием является новость о передаче 24.99% акций Верофарма в совместное предприятие с иностранными инвесторами, которые оплатили свою долю денежными средствами. Таким образом, с точки зрения доли в капитале Аптеки расстались с контрольным пакетом Верофарма, но продолжают осуществлять операционный контроль над ним. На этом основании Верофарм пока будет консолидироваться в отчетность Аптек. На наш взгляд, вероятность полной продажи доли в производственном бизнесе в течение 2007 г. достаточно высока: эта сделка может стать одним из основных источников финансирования программы расширения сети в этом году.

Еще один возможный собственный источник финансирования экспансии – sale-leaseback недвижимости

Помимо этого компания рассматривает возможности по «секьюритизации» крупного портфеля собственной недвижимости за счет сделок «sale-leaseback» (продажа с последующей арендой этой недвижимости бывшим собственником). С одной стороны, такие сделки, безусловно, способны принести компании средства, необходимые для развития, но они будут негативно влиять на операционную рентабельность из-за роста арендных расходов. Насколько мы понимаем, основным приоритетом компании сейчас является расширение сети, поэтому она вполне может пойти на такой шаг. Потенциальная сумма таких сделок, по данным компании, может составлять около \$100 млн.

В 2007 г. рост долга может замедлиться

В случае продажи Верофарма и портфеля недвижимости, компания может свести к минимуму свою потребность в привлечении заемных средств на этот год. В целом мы позитивно оцениваем такой сценарий развития, т.к. он подразумевает существенно более консервативный сценарий финансирования динамичного роста. Мы полагаем, что в 2007 г. Аптеки все же будут вынуждены увеличить долг по сравнению с текущим уровнем, однако рост долга будет, судя по всему, связан с необходимостью финансирования оборотного капитала – т.е. «наполнения» новых аптек товаром.

Наш прогноз по долгу на конец года: \$300 млн

Текущий размер долга Аптек составляет около \$259 млн (чистый долг - \$204 млн): за 1 квартал долг увеличился всего на \$7 млн. Насколько мы понимаем, за счет запаса ликвидности в размере \$55 млн компания будет финансировать сделки M&A и органическое развитие сети. Мы пересматриваем наш прогноз по размеру долга компании на конец 2007 г. с \$350-400 млн до \$300 млн. По нашему мнению, переход к финансированию инвестиций за счет продажи активов в сочетании с ростом эффективности является позитивным событием с точки зрения кредитного качества компании.

Несмотря на то, что продажа активов (особенно недвижимости) потенциально способна уменьшить стоимость компании при ее будущей возможной продаже стратегическому инвестору, мы не склонны драматизировать ситуацию. Так, например, в случае с передачей пакета акций Верофарма в СП с иностранными инвесторами, Аптеки оставляют за собой опцион на обратный выкуп этой доли. Мы полагаем, что и в случае sale-leaseback недвижимости, компания может предусмотреть для себя подобные опционные схемы возврата недвижимости в собственность.

Финансовый профиль Аптек остается агрессивным: долговая нагрузка очень высока

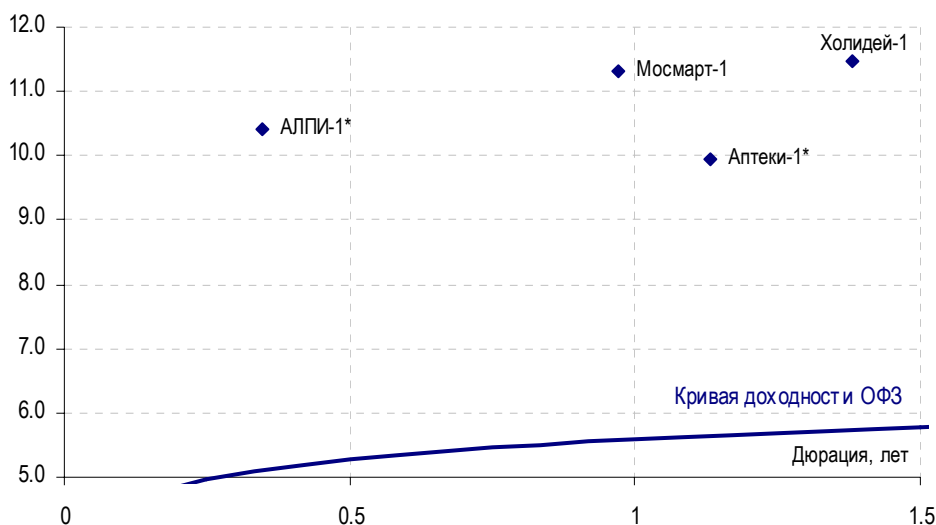
Пока мы продолжаем считать кредитный профиль Аптек весьма агрессивным: при отрицательной рентабельности EBITDA розничного сегмента, компания продолжала долгое время занимать не только на расширение сети, но и на уплату процентов по старым кредитам. Таким образом, необеспеченный долг Аптек является, по сути, финансированием инвестпроекта акционеров компании под невысокие ставки. При этом держатели облигаций находятся в менее комфортном положении по сравнению с обеспеченными кредиторами.

Рекомендуем продавать облигации Аптек и замещать их на высокодоходный продуктовый ритейл

Мы продолжаем считать текущую доходность облигаций Аптек существенно заниженной: наша оценка «справедливого» спреда бумаг компании: не менее 500 б.п. к ОФЗ (текущий спред: около 410 б.п.). В связи с этим мы рекомендуем фиксировать прибыль в облигациях компании с ориентиром по цене 100.50-100.70% (текущая цена: 101.70%) и замещать их на более доходные выпуски продуктовых ритейлеров: Холидей, Мосмарт, АЛПИ и т.д.

Однако сигналы о переходе к финансированию экспансии за счет продажи активов и стабилизации долга на текущем уровне, мы рассматриваем как позитивное кредитное событие. В целом мы понимаем высокий спрос на облигации Аптек: компания демонстрирует бесспорные успехи в бизнесе и является лидером рынка. Однако агрессивная финансовая политика, на наш взгляд, пока имеет более существенное влияние на кредитное качество компании.

Доходность облигаций на 19 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Русский Стандарт-8: премия за новые лимиты

Ориентир организаторов представляется весьма привлекательным

Сегодня состоится размещение 8-го выпуска рублевых облигаций Банка Русский Стандарт (БРС, Moody's Ba2, S&P B+, объем 5 млрд руб., оферта через 1.5 года). Ориентир организатора по ставке купона 8.35-8.45% представляется нам вполне привлекательным, особенно с учетом очень сильных результатов БРС по МСФО за 2006 год. Мы считаем вполне вероятным повышение рейтинга S&P в ближайшее время и рекомендуем участвовать в размещении по предложенному ориентиру.

Ориентир организаторов соответствует спреду к ОФЗ на уровне 265-285 б.п., что существенно шире нашей оценки «справедливого» кредитного спреда БРС в 220-250 б.п. к ОФЗ. Предполагаемая премия, очевидно, связана в первую очередь с постоянным ростом предложения рыночного долга банка.

Привлечение публичного долга в 2007 г. будет очень активным

Только в 2006 г. БРС привлек на публичном рынке эквивалент 57 млрд руб. Даже при небольшом замедлении темпов роста активов банка, в 2007 г. ему, очевидно, понадобится занять еще большие суммы. Очевидно, что существенная часть ресурсов будет привлечена за счет секьюритизации портфеля, синдицированных кредитов и розничных депозитов, однако роль облигаций в структуре фондирования БРС останется ключевой.

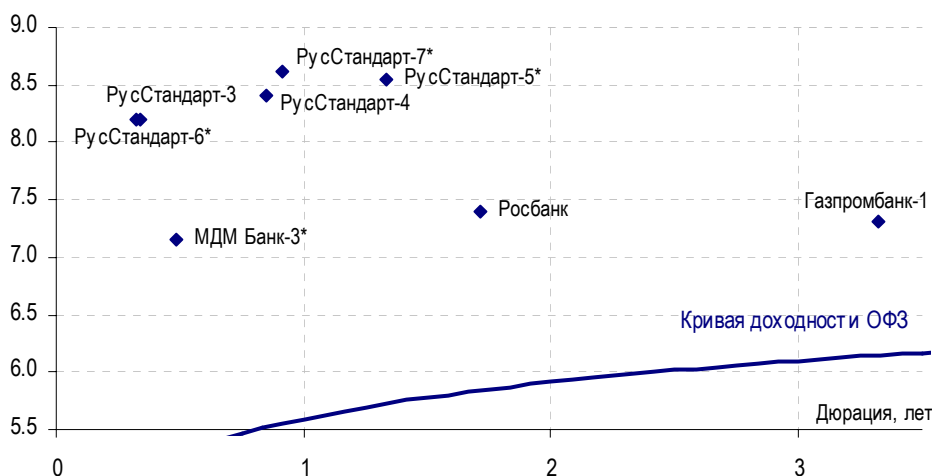
Для того, чтобы рынок «переварил» предложение долга БРС требуется время

Мы несколько не сомневаемся в способности БРС привлечь на рынке средства в нужном объеме и рефинансировать предыдущие выпуски. Русский Стандарт является сильнейшим игроком на российском рынке потребительского кредитования – как по бизнес-позициям, так и с точки зрения кредитного качества. Более того, мы считаем БРС одним из наиболее известных и привлекательных российских имен для иностранных инвесторов. В то же время, суммарный аппетит инвесторов к риску БРС не безграничен: инвесторам требуется время, чтобы увеличивать лимиты. Соответственно, при каждом новом размещении публичных инструментов банк вынужден давать премию к «справедливому» уровню.

«Справедливый» кредитный спред БРС: 220-250 б.п. Премия на сегодняшнем аукционе может быть достаточно интересной

Наша оценка «справедливого» спреда БРС базируется на сравнении с универсальными российскими банками, т.к. на доходность бумаг ближайшего конкурента – ХКФБ, влияют несколько иные факторы. Спреды бумаг «средних» по масштабу банков (Зенит, АК Барс, Союз) составляют 200-240 б.п. к ОФЗ, в то время как из «ТОП-10» на рынке представлены только Росбанк и МДМ, премии которых не превышают 170 б.п. к базовым кривым. Мы считаем, что нет никаких кредитных оснований для того, чтобы бумаги БРС торговались дешевле средних банков, а спред в 100 б.п. к крупнейшим универсальным банкам представляется нам более чем достаточной премией за постоянное предложение новых выпусков Русского Стандарта на рынке.

Доходность облигаций на 19 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ФСК снова будет занимать, как и ожидалось

В 2007 г. ФСК выпустит облигации на 5-8 млрд руб.

Вчера на пресс-конференции Председатель правления ФСК г-н Раппопорт сообщил о том, что компания в течение 2007 г. планирует вернуться на рынок облигаций с займом на 5-8 млрд руб. Таким образом, наша гипотеза о том, что ФСК придется в 2007 г. прибегать к новым заимствованиям получила официальное подтверждение.

Потребность в долге на 2007-2010: 80-120 млрд руб.

Напомним, что в 2007-2008 г. компания должна получить новый масштабный источник финансирования инвестпрограммы в виде средств от продажи государственной доли в тепловой генерации. Однако в силу длительного характера этих процедур в ежедневных обзорах от 9 и 12 февраля мы сделали вывод о том, что ФСК понадобится новый долг. Наша оценка совокупных потребностей ФСК в увеличении долга на 2007-2010 гг.: 80-120 млрд руб.

Мы не считаем, что новость о возможном размещении новых облигаций ФСК способна оказать хоть сколько-нибудь значимое влияние на котировки торгуемых выпусков. В силу «квази-государственного» статуса компании мы полагаем, что долговой рынок без проблем «переварит» новые бумаги компании.

Скорого сужения спреда ФСК мы не ожидаем

В настоящий момент спреды бумаг ФСК составляют 100-110 б.п. к ОФЗ, т.е. предлагают существенную премию к другим «квази-суверенным» выпускам (Газпром, РЖД). Мы полагаем, что до присвоения компании «полноценных» инвестиционных рейтингов такая ситуация будет сохраняться. Поэтому краткосрочный потенциал роста в бумагах ФСК, на наш взгляд, относительно невелик. В то же время ФСК по текущим уровням представляется нам хорошим выбором для наиболее консервативных инвесторов.

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.