

Рублевые корпоративные облигации

24 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Содружество: все идет по плану » *стр. 3*
- Мосэнерго-2: слишком узкий спред к Газпрому » *стр. 4*
- Мкапитал: интересен на ожиданиях интеграции в 7К » *стр. 5*

Индикаторы

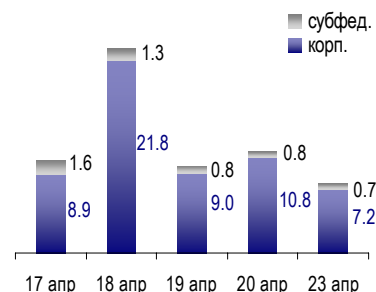
Долларов США за Евро	1.3575	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.7677	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.56	+ 0.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.52%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.62%	- 2 б.п.
EMBI+ Russia спред, б.п.	95	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	466.3	+ 94.2
Остатки на д/с, млрд руб.	691.3	- 15.8
Сальдо операций с ЦБ	152.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКРОРО

- 26 апреля планируется размещение выпуска Связь-Банк-1 (2 млрд руб., оферта через 2 года)

Объем торгов на ММВБ

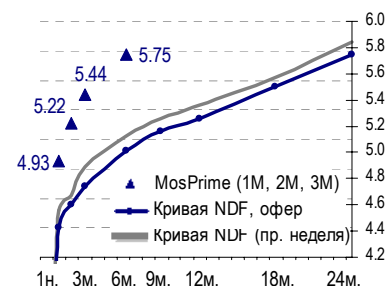


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

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)
26 апр	Размещение дебютного выпуска ОГК-6 (5 млрд руб., оферта через 3 года)
	Размещение Пивдом-1 (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. %
ЛУКОЙЛ-4	101.27	+ 3	5.2	7.28%
Газпром-4	104.30	+ 2	2.5	6.62%
РЖД-7	103.00	+ 2	4.5	7.01%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Белон-1	100.50	+ 30	1.9	9.02%
Башкирэн-3	101.00	+ 20	1.8	*7.96%
Копейка-3	101.32	+ 12	3.8	9.80%

Лидеры падения

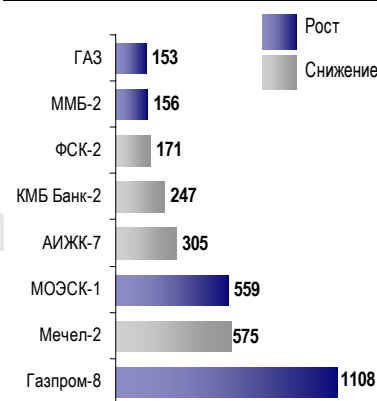
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	102.10	- 15	5.8	7.52%
ОГК-5	99.90	- 15	2.3	*7.68%
ФСК-2	103.56	- 8	2.8	7.09%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЦентрТел-4	113.80	- 17	2.0	7.38%
Копейка-2	99.65	- 10	1.7	*9.21%
ХКФБ-4	100.90	- 10	1.4	*9.62%

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.
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	100.50	99.85	9.02	1.91	310	350	↑ 40
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	↔
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.96	1.77	207	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
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-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									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	8.89	1.92	300	-	↑
Собакадем-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

Содружество: все идет по плану

**Финансовый план
профильного бизнеса
перевыполнен**

Группа Содружество подготовила консолидированную управленческую отчетность за 2006 календарный год. На основании этих результатов, что в прошлом году Содружество перевыполнило финансовый план по профильному бизнесу. Небольшое отставание от запланированных показателей наблюдалось только в птицеводческом сегменте.

Управленческая отчетность группы Содружество (млн USD)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Чистый Долг	Чистый долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2006 (план)	286	30.0	10.5%	143	4.8x	-
2006 (факт)	326	27.7	8.5%	149	5.4x	7.1x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Напомним, что профильным бизнесом Содружества является производство и реализация кормовых компонентов. В 2004 г. компания начала в Калининградской обл. строительство нового производственного комплекса, который включает в себя глубоководный портовый терминал и крупнейший в России завод по переработке сои и рапса. Этот комплекс рассчитан на производство масел, шрота и других продуктов переработки этих культур. Также группа включает в себя завод в Дании, специализирующийся на выпуске кормовых компонентов для сельскохозяйственных животных.

**В прошлом году
Содружество продало
птицеводческие активы**

Помимо основного бизнес-сегмента в 2006 г. компания владела крупными птицеводческими активами в России и на Украине, которые были проданы в течение года. Решение о продаже этих активов было продиктовано следующими причинами:

- стремлением сосредоточиться на развитии профильного бизнеса;
- необходимостью избегать конкуренции с потребителями кормовых компонентов в части животноводческого бизнеса.

Финансовый год Содружества для целей составления консолидированной аудированной отчетности начинается 1 июля. Поэтому, чтобы более оперативно проинформировать инвесторов о финансовых результатах, компания подготовила управленческую отчетность за 2006 календарный год. Основные результаты, отраженные в этой отчетности:

**Выручка и прибыль
профильного бизнеса
оказались выше
запланированных
показателей**

- выручка компании оказалась на 14% выше запланированного результата в связи с реализацией активной маркетинговой политики и более динамичным ростом спроса на продукцию компании со стороны животноводческой отрасли;
- финансовый результат (EBITDA) профильного бизнеса превысил ожидания более чем на 25% и составил около \$20.2 млн;
- птицеводческий бизнес принес компании в терминах EBITDA почти вдвое меньше ожидаемого результата (\$7.5 млн против запланированных \$14 млн).

Таким образом, негативный эффект от невыполнения плана в птицеводческом бизнесе компания полностью компенсировала за счет ускоренного развития профильного направления деятельности и его финансовых результатов.

**Долговая нагрузка также
находится в рамках
запланированных
показателей**

Чистый долг компании по состоянию на конец года составил \$149 млн по сравнению с запланированным показателем в \$143 млн. Таким образом, и по размеру долга компания практически точно выполнила данный при размещении прогноз. Размер валового долга по состоянию на начало 2006 г. составлял \$200 млн, однако он компенсировался наличием на счетах компании денежных средств на сумму \$51 млн.

При этом компания сознательно не гасит кредиты, т.к. по большей их части она пользуется субсидированием процентных ставок (субсидируются 2/3 ставки), а свободные денежные средства при этом размещены на банковских депозитах. В итоге такая структура баланса позволяет компании получать дополнительный процентный доход.

Отставание от плана – только по срокам строительства нового комплекса. Однако он уже запущен

Единственным пунктом, по которому планы компании на 2006 г. не были выполнены, стало смещение сроков ввода в строй нового комплекса в Калининграде. Если первоначальный план предполагал запуск порта и завода в строй в конце 2006 г., то реальная эксплуатация этих объектов началась только в апреле. Причиной такого «сдвига» сроков явилось затягивание строительных работ, поставок оборудования и согласовательных процедур. Однако к настоящему моменту негативный эффект от этого события в значительной мере преодолен: портовый терминал начал приемку грузов, а маслоэкстракционный завод запущен в эксплуатацию. Таким образом, риски строительной фазы проекта к настоящему моменту фактически пройдены.

Финансовый прогноз на 2007 год

Финансовые прогнозы компании на 2007 календарный год:

- выручка: около \$470 млн, маржа EBITDA: 10-11%;
- Чистый Долг/EBITDA: 3.5-4.0x.

Основной рост финансовых показателей в 2007 г. будет связан с запуском калининградского проекта группы. После прохождения пика инвестиционной фазы компания рассчитывает динамично наращивать выручку и повышать рентабельность. Поскольку строительство завода затянулось, план по снижению долговой нагрузки будет выполняться чуть медленнее по сравнению с первоначальным графиком. Однако тенденция к росту финансовых показателей и высокий спрос на сельскохозяйственную продукцию позволяет рассчитывать, что негативный эффект от задержки строительных работ будет в значительной мере компенсирован уже в 2008 году.

Ожидаем постепенного сужения спредов бумаг Содружества

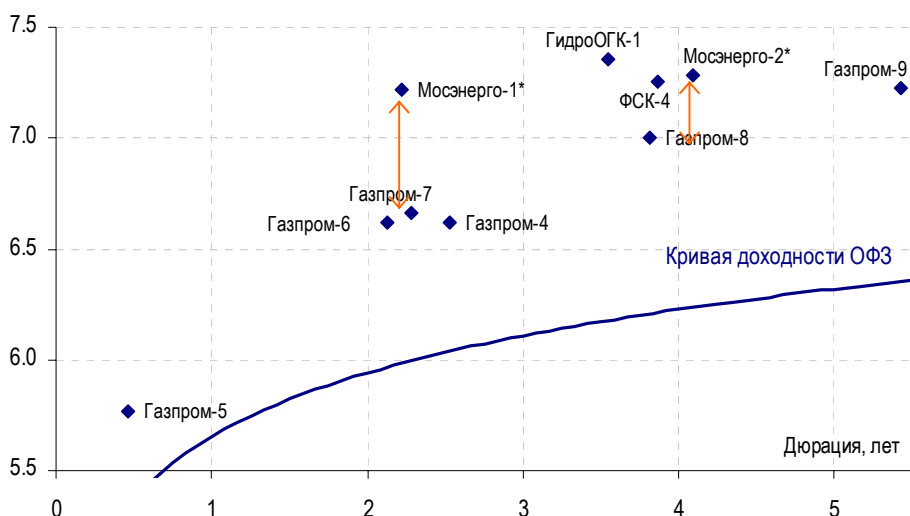
Сделки с облигациями Содружества сейчас проходят по ценам около 99.90%, что соответствует YTM около 10.80% и спреду к ОФЗ в 480 б.п. к ОФЗ. По нашему мнению, такой уровень доходности пока еще включает в себя цену рисков «строительной стадии» проекта. По мере того, как компания будет демонстрировать операционные результаты калининградского проекта, мы ожидаем сужения спредов ее бумаг до 400-450 б.п. к ОФЗ.

Мосэнерго-2: слишком узкий спред к Газпрому

Мосэнерго-2 слишком дорог

Одним из следствий избыточной ликвидности на рублевом рынке стал в последние несколько недель повышенный спрос на длинные бумаги эмитентов первого эшелона. В ряде случаев крупные «точечные» покупки в данном сегменте приводят к деформации кривой доходности, что особенно заметно на примере Мосэнерго-2.

Доходность облигаций на 23 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Спрэд Мосэнерго-2 к Газпрому в 30 б.п. явно недостаточен

На наш взгляд, выпуск Мосэнерго-2 явно перекуплен. По текущим ценам (101.90-102.00% от номинала) он торгуется фактически без премии к гораздо более короткому Мосэнерго-1. Мы также обращаем внимание на существенную разницу в спредах двух выпусков Мосэнерго к кривой Газпрома, которая в данном случае является достаточно надежным ориентиром для энергетических компаний, в той или иной степени входящих в сферу интересов монополии. Спрэд выпуска Мосэнерго-1 к сопоставимому по дюрации Газпрому-7 составляет 50-55 б.п., в то время как спрэд Мосэнерго-2 к Газпрому-8 едва достигает 30 б.п.

Рекомендуем «зафиксировать» Мосэнерго-2

По нашему мнению, текущий уровень спредов Мосэнерго-2 необоснованно занижен и рекомендуем фиксировать прибыль в данном выпуске с ориентиром по цене 101.40-101.50%, замещая его на бумаги ГидроОГК или ФСК, которые имеют более интересные спреды при сопоставимой дюрации, либо на выпуск Мосэнерго-1.

МКапитал: интересен на ожиданиях интеграции в 7К

МКапитал остается весьма привлекательным по текущим ценам, возможна переоценка риска этой бумаги

На прошлой неделе на рынке появились сделки в облигациях МКапитал-1 по цене чуть ниже номинала (доходность: 8.80% к оферте в августе 2008 года, спрэд к ОФЗ: примерно 300 б.п.). Несмотря на относительно низкую ликвидность данного выпуска, мы считаем текущие цены этой бумаги весьма привлекательными для покупки. По нашему мнению, кредитное качество эмитента может быть переоценено по мере реализации идеи о переходе МКапитала (до осени 2006 года – ОАО «Столичные гастрономы») под контроль Седьмого континента (7К).

МКапитал контролируется основными акционерами 7К и является по сути неконсолидированным держателем значительной части торговой недвижимости группы. Общая площадь недвижимости в собственности компании на конец 2005 года составляла более 160 тыс кв.м. Основная часть этих площадей находится в Москве и сдана в аренду под магазины 7К.

Акционеры планируют передать МКапитал под контроль 7К

Напомним, что в марте 2007 года один из контролирующих акционеров 7К г-н Занадворов дал интервью Коммерсанту, в котором раскрыл планы по переводу МКапитала под непосредственный контроль 7К. Таким образом, торговая недвижимость перейдет в собственность 7К, а МКапитал трансформируется в дочернюю компанию одной из крупнейших розничных сетей. Мы считаем, что в случае реализации этих планов, кредитный риск МКапитала практически сравняется с кредитным риском самого 7К.

Поручителем по выпуску облигаций МКапитала является ЗАО «7К Инвест-холдинг», основной акционер 7К. Согласно планам акционеров 7К, озвученным в интервью г-на Занадворова, компания может прекратить существование до конца 2007 года, а ее доля в 7К перейдет непосредственно к физическим лицам – конечным бенефициарам группы. Однако, в случае если одновременно произойдет передача МКапитала в собственность 7К, кредитное качество облигационного займа не ухудшится. Вместо облигаций специализированного девелоперского бизнеса на рынке де-факто появляется долг одной из ключевых компаний 7К, на балансе которой консолидируется недвижимость.

МКапитал интересен с целью «купить и держать до оферты»

По нашему мнению, планируемые изменения способны послужить поводом для пересмотра отношения к риску облигаций МКапитала. Единственным препятствием для покупки бумаг МКапитала является их низкая ликвидность. Однако в случае сохранения на рынке котировок на продажу этих бумаг, мы рекомендуем их к покупке с целью «держать до оферты».

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.