

Рублевые корпоративные облигации

27 апреля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Изменение рекомендаций: Петрокоммерц-2 » стр. 2
- Черкизово: инвестиционная активность продолжится » стр. 3
- Карусель отчиталась по МСФО » стр. 5

Индикаторы

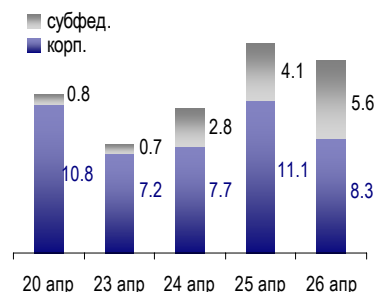
Долларов США за Евро	1.3575	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.7020	+ 0.0 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 68.19	+ 2.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.50%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.61%	+ 3 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	93	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	414.4	- 68.4
Остатки на д/с, млрд руб.	678.8	- 23.2
Сальдо операций с ЦБ	137.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Размещен дебютный выпуск ОГК-6 (5 млрд руб.) под 7.69% годовых к оферте через 3 года
- Размещен Связь-Банк-1 (1 млрд руб.) под 9.23% годовых к оферте через 2 года

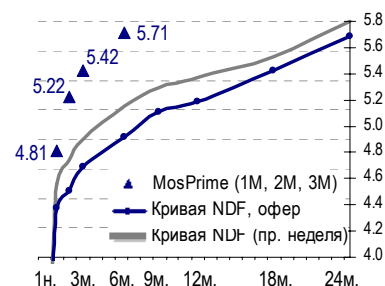
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

27 апр	Уплата акцизов, НДС
28 апр	Уплата налога на прибыль
2 мая	Аукцион ОФЗ-ПД 25061 (11 млрд руб., дюрация 2.8 лет)
15 мая	Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
16 мая	Аукцион ОФЗ-АД 46021 (15 млрд руб., дюрация 7.9 лет)
21 мая	Уплата НДС

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-2	101.10	+ 10	0.6	5.96%
ОГК-5	99.99	+ 5	2.3	*7.64%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Содружество-1	100.00	+ 12	2.1	10.72%
Пятерочка-1	109.10	+ 8	2.6	8.18%
ВолгаТел-4	101.85	+ 3	2.2	*7.33%

Лидеры падения

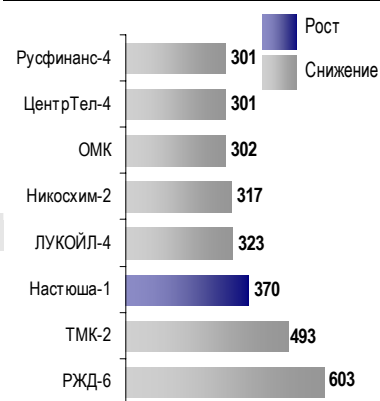
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Газпром-9	101.10	- 29	5.4	7.14%
Газпром-6	100.80	- 20	2.1	6.67%
ЛУКОЙЛ-4	101.37	- 16	5.2	7.26%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ОМЗ-5	102.25	- 25	2.1	*7.88%
Иркут-3	104.10	- 15	3.0	7.48%
ЦентрТел-4	113.80	- 14	2.0	7.36%

Лидеры по оборотам



*к оферте

Лидеры по оборотам за день, млн руб.

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	100.40	100.05	7.50	1.81	160	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.55	7.23	0.80	165	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.90	101.95	7.54	1.07	185	180	↓ 5
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.40	102.30	7.40	1.09	170	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	99.75	9.02	1.90	309	350	↑ 40
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спрэду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1п	17/10	Фиксировать прибыль	101.40	100.70	7.81	3.74	161	180	↑ 20
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.75	99.75-99.90	8.79	1.32	301	290-300	↔
Петрокоммерц: достиг «справедливого уровня»									
Петрокоммерц-2	11/01		100.70	100.20-100.60	8.32	2.16	235	240-260	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.95	101.00	7.22	2.22	123	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	102.05	101.35	7.26	4.10	102	120	↑ 20
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	101.00	-	7.96	1.77	206	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.00	7.55	2.27	155	140	↓ 15
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.50	8.83	3.32	267	300	↑ 35
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.60	100.20-100.40	9.86	1.12	415	530-550	↑ 115-135
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	8.88	1.90	295	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	103.00	-	9.43	3.73	323	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.10	109.75	8.18	2.56	211	190	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.95	104.45	8.18	3.09	206	190	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.25-103.60	8.15	1.80	225	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	103.10-103.35	7.69	1.47	187	210-230	↑ 25-45

Изменение рекомендаций: Петрокоммерц-2

На момент выставления рекомендации по выпуску Петрокоммерц-2 цена этой бумаги составляла 99.50%, а спрэд к ОФЗ – около 280 б.п. К текущему моменту бумага достигла нашего ориентира «справедливой» доходности (спрэд: 230-240 б.п. к ОФЗ), поэтому мы снимаем рекомендацию «покупать» по этому выпуску.

Черкизово: инвестиционная активность продолжится

Финансовые результаты в целом нейтральны, долговая нагрузка будет расти

Вчера Группа Черкизово опубликовала консолидированную отчетность по US GAAP за 2006 год. Финансовые показатели в целом нейтральны с точки зрения кредитного профиля группы. Однако мы отмечаем, что инвестиционная активность компании пока не полностью реализовалась в масштабное увеличение выручки и рост рентабельности. Текущие показатели долговой нагрузки компании относительно невысоки, но мы ожидаем их роста в 2007-2008 гг. из-за высокой инвестиционной активности и необходимости финансирования сделок M&A. Мы по-прежнему не видим потенциала роста в облигациях Черкизово.

Прирост выручки компании за 2006 г. в долларовом выражении составил около 16%. По нашему мнению, объем продаж в сегменте мясопереработки оказался несколько ниже ожидаемого вследствие изменения профиля бизнеса: компания постепенно смещает фокус сторону премиальной продукции. Доля мясопереработки в совокупной выручке компании составляет около 72%, поэтому даже небольшие изменения в объемах и рентабельности продаж сегмента заметно влияют на общие показатели.

Рост затрат на рекламу и продвижение продукции мясопереработки

Мы также обращаем внимание на значительное увеличение затрат на продвижение продукции, прежде всего в сегменте мясопереработки. 80%-й рост расходов на рекламу и маркетинг также может быть связан со стремлением компании увеличить продажи продуктов с высокой добавленной стоимостью, в первую очередь, через розничные сети. Сейчас сложно прогнозировать, каким образом это повлияет на рентабельность компании, однако любое замедление роста в важнейшем для компании сегменте может означать ухудшение рыночных позиций.

Успешные результаты в птицеводстве и свиноводстве

В двух других производственных направлениях – птицеводство и свиноводство – Черкизово демонстрирует успешные результаты:

- Продажи птицы увеличились в денежном выражении на 36% в результате масштабной инвестиционной программы, а также постепенного возвращения во 2-м полугодии 2006 г. цен на продукцию на уровни до снижения, вызванного эпидемией птичьего гриппа.
- В сегменте свиноводства при более скромном росте выручки достигнут отличный уровень рентабельности – 33% по EBITDA – что объясняется 15%-м ростом цен на свинину. Мы отмечаем резкое снижение доли внутрикорпоративных продаж именно по свинине – вероятно, компания сочла внешние продажи более привлекательными даже за счет маржи собственного перерабатывающего производства.

Результаты Группы Черкизово по US GAAP (млн USD)

Год	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Чистый долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	544.9	66.0	12.1%	230.9	3.4x	4.2x
2006	630.0	76.1	12.1%	366.5	3.4x	2.2x

Источник – данные компании, оценки Райффайзенбанка

Компания инвестировала в 2006 г. меньше, чем планировалось

Инвестиционная программа компании несколько отставала от графика на 2006 год: Черкизово потратила на инвестиции около \$120 млн из запланированных \$160 млн. При этом компания не использовала значительную часть средств, вырученных от IPO: на конец года на счетах Черкизово находилась сумма в \$107 млн.

Долговая нагрузка невысока, но будет расти из-за капитальных затрат и M&A

Долговая нагрузка компании, рассчитанная по чистому долгу (т.е. за вычетом денежных средств), практически не изменилась и остается на приемлемом уровне в 3.4x ЧистыйДолг/EBITDA. Однако стабилизация долговой нагрузки, на наш взгляд, связана с тем, что компания фактически перенесла часть капитальных затрат на 2007 год. По информации руководства компании, объем инвестиций в текущем году будет не ниже прошлогоднего даже без учета финансирования сделок M&A. В 2008 г. инвестиции Черкизово, по предварительным оценкам менеджмента, должны составить около \$100 млн.

Учитывая, что компания уже объявила о первом крупном приобретении (ОАО «Куриное царство») и планирует новые поглощения региональных компаний, мы полагаем, что долговая нагрузка Черкизово в ближайшие 2 года будет оставаться достаточно агрессивной (4-5x Долг/ЕБИТДА). При этом эффективность инвестиций будет в значительной мере определяться рыночной конъюнктурой и маркетинговыми успехами компании.

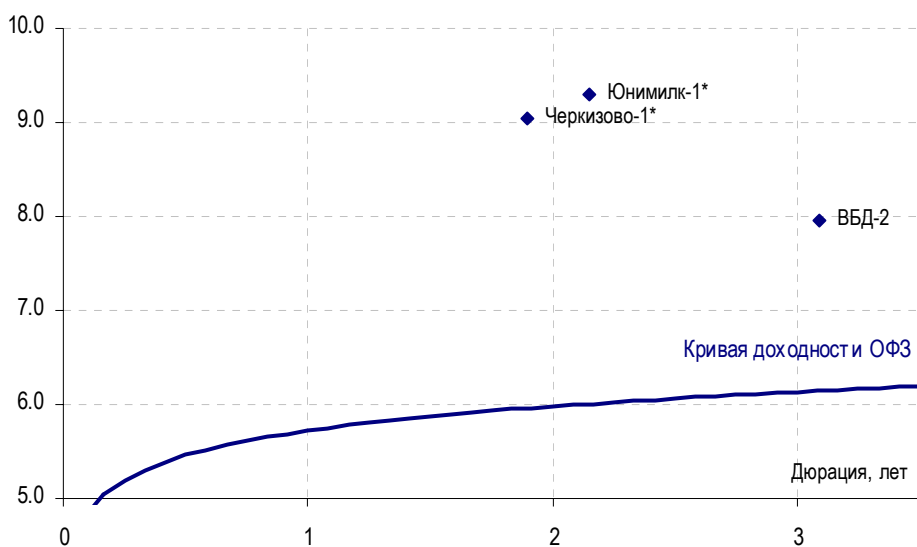
На наш взгляд, при оценке «справедливого» спреда облигаций Черкизово необходимо принимать во внимание следующие особенности кредитного профиля:

- компания находится в активной инвестиционной фазе;
- долговая нагрузка в среднесрочной перспективе останется высокой;
- рентабельность компании в наиболее важном сегменте (мясопереработка) остается относительно невысокой;
- детали по сделке по приобретению ОАО «Куриное царство» пока не раскрыты, поэтому невозможно оценить ее влияние на показатели группы.

Бумаги Юнимилка представляются более привлекательными по сравнению с Черкизово

Мы оцениваем «справедливый» спред облигаций Черкизово в 300-350 б.п. к ОФЗ (текущий спред: около 310 б.п.) и не видим перспектив для сужения спредов в ближайшем будущем. На наш взгляд, наиболее адекватным аналогом для Черкизово является Юнимилк: обе компании находятся в активной инвестиционной фазе, динамично развиваются в т.ч. за счет М&А; долговая нагрузка обеих компаний относительно высока. Спред бумаг Юнимилка на 20 б.п. шире, чем Черкизово, поэтому мы считаем их более привлекательными.

Доходность облигаций на 26 апреля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Карусель отчиталась по МСФО

Карусель опубликовала аудированную отчетность по МСФО

Вчера Карусель опубликовала аудированную отчетность по МСФО за 2007 г. Основные параметры отчетности практически полностью совпали с опубликованными 2 неделями ранее управленческими финансовыми результатами. Мы еще раз подчеркиваем достаточно высокие показатели рентабельности, которые были достигнуты в 2006 г. несмотря на относительно раннюю стадию развития компании.

Основным фактором для бумаг Карусели остается опцион X5

Публикация отчетности по МСФО, которая в целом соответствует прогнозам и ожиданиям, на наш взгляд, позитивна для кредитного качества Карусели, но не должна существенно повлиять на цены облигаций компании. Основным фактором, определяющим котировки бумаг Карусели, является ожидаемая консолидация Карусели в X5 Retail Group, и этот фактор практически полностью отражен в цене бумаг компании.

Результаты Карусели по МСФО (млн USD)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Чистый долг*	Чистый долг* / ЕБИТДА, раз	ЕБИТДА / Проценты, раз
2005	84	7.8	9.3%	49.3	6.3x	-
2006	361	30.0	8.3%	232.2	5.9x	3.4x

*Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка
* за вычетом займов от связанных сторон*

В 2006 г. компания достигла очень хороших, на наш взгляд, результатов по рентабельности. Маржа ЕБИТДА на уровне 8.5% является неплохим показателем даже для зрелых сетей. Прямое сравнение с результатами 2005 г., на наш взгляд, некорректно, т.к. компания в тот момент находилась на совсем ранней стадии развития.

Рост рентабельности в значительной мере связан с увеличением бонусов от поставщиков

Одним из факторов высокой рентабельности стал рост валовой маржи с 21.6% до 23.7%. В значительной мере это связано с увеличением масштабов сети и объемов продаж компании, которые привели к росту получаемых бонусов от поставщиков. Объем поступлений по этой статье за 2006 г. составил \$27.3 млн. Мы отмечаем, что Карусель во многом повторяет бизнес-модель Пятерочки, для которой традиционно характерен большой размер бонусов.

Ключевой финансовой характеристикой Карусели является динамичный рост: компания находится в активной инвестиционной фазе и постоянно открывает новые гипермаркеты. Пока магазины Карусели относительно «молоды», они показывают очень хорошие результаты по сопоставимым продажам: Like-for-like sales в 1кв2007 выросли на 27%. В 2007 году компания рассчитывает довести выручку до \$1 млрд. При условии соблюдения плана по открытию новых гипермаркетов эта задача представляется выполнимой.

По состоянию на конец года валовый долг компании составил \$232 млн, однако мы предпочитаем скорректировать эту сумму в сторону уменьшения на:

- остаток денежных средств: \$29 млн;
- величину кредитов от акционеров: \$26 млн.

Таким образом, чистый финансовый долг компании составил \$177 млн, что также соответствует данным ранее ориентирам.

В 2007 г. долг Карусели вырастет, но долговая нагрузка должна снизиться

Планы развития компании в 2007 г. предполагают дальнейшее увеличение долга (ориентир, данный при размещении облигаций: +\$100 млн долга за год): в течение 1кв2007 Карусель уже привлекла банковские займы на сумму около \$30 млн. Несмотря на рост долга в абсолютном выражении, мы ожидаем, что показатели долговой нагрузки Карусели в 2007 г. снизятся (до 3-4x Долг/ЕБИТДА) из-за «вызревания» недавно введенных в строй гипермаркетов и опережающего роста продаж.

На наш взгляд, проект по созданию гипермаркетов Карусель развивается вполне успешно: компания демонстрирует способность динамично увеличивать объемы продаж, соблюдая график открытия новых магазинов. В связи с этим мы продолжаем считать, что вероятность исполнения опциона на покупку Карусели X5 Retail Group очень высока. Ожидаемая консолидация в крупнейшую российскую розничную компанию представляется нам основным фактором кредитного качества Карусели.

Кредитный профиль Карусели становится лучше даже без учета опциона X5

Однако даже если отвлечься от возможной смены собственника, то можно уверенно говорить о том, что динамика кредитного профиля Карусели очень позитивна. Помимо успехов в бизнесе, на нее также влияет высокая финансовая прозрачность компании. Даже среди операторов с выручкой более \$800 млн аудированную отчетность за 2006 г. к настоящему моменту опубликовала только X5.

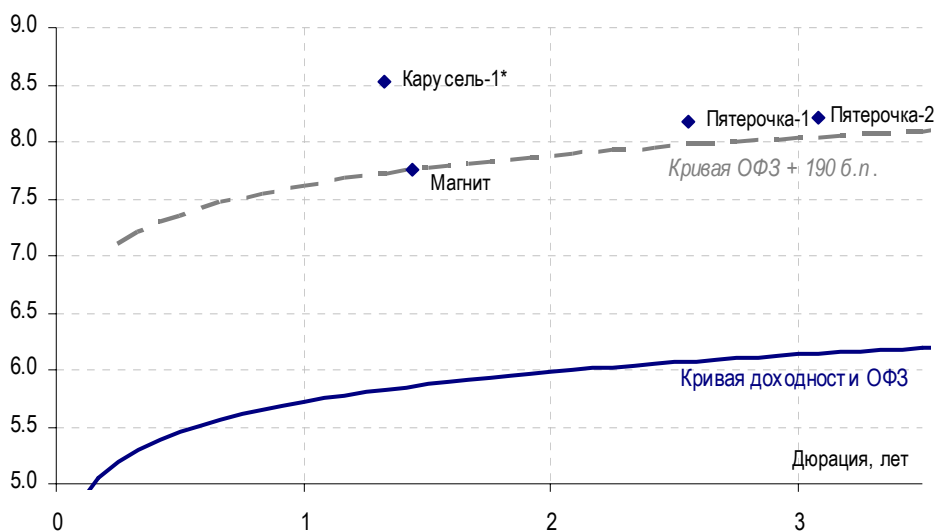
Потенциал роста цены облигаций Карусели исчерпан

В настоящий момент облигации Карусели торгуются со спрэдом около 270 б.п. к ОФЗ, предлагая премию в 50-60 б.п. к спрэдам Пятерочки. На наш взгляд, эта премия является вполне адекватной. Несмотря на очень высокую вероятность исполнения опциона, после возможного объявления о сделке ценовой апсайд бумаг Карусели будет ограничен короткой дюрацией бумаг до оферты. Мы позитивно оцениваем кредитное качество Карусели, но не видим перспектив дальнейшего роста цены ее облигаций с текущего уровня.

Пятерочка остается недооцененной

На наш взгляд, бумаги Пятерочки в настоящий момент остаются фундаментально недооцененными. Мы сохраняем рекомендацию на покупку Пятерочки с ориентиром по спрэду к ОФЗ в 180-190 б.п. Текущая премия Пятерочки к Магниту представляется нам абсолютно необоснованной.

Доходность облигаций на 26 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.