

Рублевые корпоративные облигации

3 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Магнит: динамичный рост, без сенсаций » *стр. 3*
- Башкирэнерго: уход РАО не изменит кредитного качества » *стр. 4*

Индикаторы

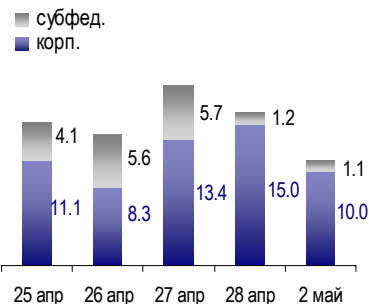
Долларов США за Евро	1.3589	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.7596	+ 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 66.23	- 1.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.52%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.63%	- 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	97	- 2 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	443.7	+ 32.7
Остатки на д/с, млрд руб.	624.3	+ 45.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 148.0	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Минфин разместил ОФЗ-ГД 25061 на 10.9 млрд руб. из 11 млрд руб. под 6.12% годовых к погашению в 2010 году

Объем торгов на ММВБ

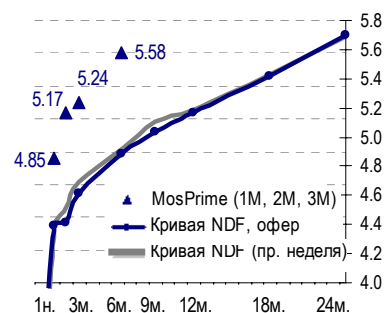


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

- 15 мая Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
- 16 мая Размещение Русфинанс Банк-3 (4 млрд руб., 2 года)
Аукцион ОФЗ-АД 46021 (15 млрд руб., дюрация 7.9 лет)
- 21 мая Уплата НДС
- 25 мая Уплата акцизов, НДС
- 28 мая Уплата налога на прибыль

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-3	100.45	+ 10	3.9	7.10%
ФСК-4	100.61	+ 1	3.8	7.26%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
МОИА-1	102.11	+ 3	2.6	8.33%
Мечел-2	102.95	+ 2	2.7	*7.46%
СибирьТел-5	101.61	+ 1	1.0	7.61%

Лидеры падения

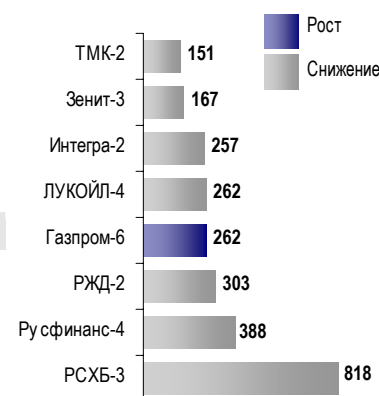
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ЛУКОЙЛ-4	101.60	- 15	5.2	7.22%
Мосэнерго-2	101.90	- 15	4.1	*7.30%
Газпром-9	101.12	- 8	5.4	7.14%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
УРСИ-7	101.50	- 20	1.8	*7.66%
Копейка-2	99.55	- 15	1.7	*9.28%
ОМЗ-5	102.34	- 15	2.1	*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	100.40	100.20	7.50	1.79	167	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.65	7.21	0.78	178	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.90	102.05	7.52	1.05	194	180	↓ 15
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.30	102.40	7.46	1.07	189	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	99.90	9.02	1.88	317	350	↑ 35
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.40	100.80	7.81	3.72	163	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.75	99.90-100.00	8.79	1.30	311	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.90	101.15	7.24	2.20	132	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.45	7.30	4.08	108	120	↑ 10
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	8.01	1.75	219	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.10	7.55	2.25	161	140	↓ 20
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.60	99.60	8.79	3.30	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	1.10	427	540-560	↑ 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	1.88	303	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	103.30	-	9.34	3.71	317	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.05	109.85	8.18	2.54	219	190	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.90	104.55	8.19	3.07	211	190	↓ 20
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.35-103.70	8.13	1.78	231	220-240	↑
ЮТК: несмотря на повышение рейтинга «справедливая», премия к сильнейшим МРК Связынвеста должна составлять 40-60 б.п.									
ЮТК-4	06/04	Фиксировать прибыль	103.75	103.20-103.45	7.62	1.45	190	210-230	↑ 20-40

Магнит: динамичный рост, без сенсаций

Результаты 2006 г. – хорошие, без сюрпризов. В 2007 г. ожидаем продолжения динамичного роста

Вчера Магнит опубликовал аудированную отчетность по МСФО за 2006 г., а также провел телеконференцию для аналитиков. Во вчерашнем ежедневном обзоре мы уже отмечали, что финансовые результаты компании за 2006 г. в полной мере соответствуют ожиданиями и не содержат особых сюрпризов. Основные выводы, которые мы сделали из телеконференции:

- компания продолжит инвестировать в расширение сети (в т.ч. развитие проекта гипермаркетов) и приобретение недвижимости в собственность;
- возможно, Магнит будет участвовать в сделках M&A, однако приоритетом компании все же остается динамичное органическое развитие

Финансовые результаты Магнита по МСФО (млн долл.)

Период	Выручка	EBITDA	Рентабельность по EBITDA	Валовый долг	Долг / EBITDA, раз	EBITDA / Проценты, раз
2005	1 578	79	5.0%	160	2.0	6.2
2006	2 505	123	4.9%	256	2.1	8.6

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Наш прогноз выручки Магнита за 2007 г.: \$3.6-3.9 млрд

Финансовые результаты Магнита не принесли существенных новостей: компания регулярно публикует операционные показатели, которые позволяют инвесторам получать четкое представление о динамике выручки компании в режиме on-line. В 2006 г. выручка Магнита выросла в долларовом выражении на 59%. Мы ожидаем, что в 2007 г. рост выручки несколько замедлится (из-за эффекта более высокой базы), но все же останется весьма динамичным. Исходя из планов и текущих результатов по открытию новых магазинов, мы прогнозируем выручку Магнита за 2007 г. на уровне \$3.6-3.9 млрд. Таким образом, мы ожидаем, что Магнит останется вторым по масштабам бизнеса российским ритейлером.

Мы отмечаем существенные изменения в структуре показателей рентабельности:

- валовая маржа выросла с 16.8% до 18.3%;
- операционные расходы по отношению к выручке увеличились с 12.7 до 14.6%;
- маржа EBITDA практически не изменилась и составила 4.9% (5% в 2005 г.).

Магниту удалось переложить «инфляцию издержек» на поставщиков

Рост операционных расходов связан с опережающим увеличением затрат на персонал и расходов по аренде. Такая динамика является проявлением общего для российского ритейла фактора «инфляции издержек» и была отмечена в 2006 г. у всех крупных компаний. Однако Магниту, как и X5, в прошлом году удалось практически полностью «переложить» рост операционных расходов на своих поставщиков: эффект роста валовой маржи компенсировал увеличение затрат.

Ожидаем, что рентабельность в 2007 г. существенно не изменится

Руководство Магнита полагает, что в текущем году уровень рентабельности компании существенно не изменится. Мы ожидаем, что в 2007 г. маржа EBITDA Магнита также составит около 5%: «инфляция издержек» существенно замедлилась, выкуп недвижимости в собственность будет снижать долю арендных расходов в структуре затрат, эффективная логистическая система также будет позитивно влиять на рентабельность.

Руководители вчера подтвердили ориентир по капитальным затратам на 2007 г. в размере \$400-500 млн. Одним из основных направлений инвестиций для Магнита останется активный выкуп магазинов в собственность: по состоянию на конец 2006 г. доля собственных магазинов составляла около 24%, а к концу 2007 г. компания рассчитывает довести ее до 30%. Выкуп недвижимости в собственность представляется более чем оправданным решением в условиях роста арендных ставок.

**Наш прогноз Долг/ЕБИТДА:
3.0-3.5x к концу 2007 года**

Мы полагаем, что за счет операционного денежного потока Магнит сможет профинансировать 25-35% от инвестиционной программы, а основная часть затрат будет покрыта за счет долга. В связи с этим мы прогнозируем, что уровень долговой нагрузки компании по итогам 2007 г. вырастет до 3.0-3.5x Долг/ЕБИТДА. Такой уровень представляется нам вполне комфортным для столь динамичной компании. Мы ожидаем, что в 2007 г. уровень долговой нагрузки Магнита и Х5 выравнивается.

**Вряд ли от Магнита
стоит ждать больших
«М&А сенсаций»**

В ходе телеконференции гендиректор Магнита г-н Галицкий также высказал свое отношение к сделкам М&А, которое сводится к следующим тезисам:

- Магнит будет рассматривать возможные поглощения операционно привлекательных сетей достаточно крупного масштаба со стоимостью до \$1 млрд;
- При необходимости М&А может финансироваться за счет доэмиссий акций.

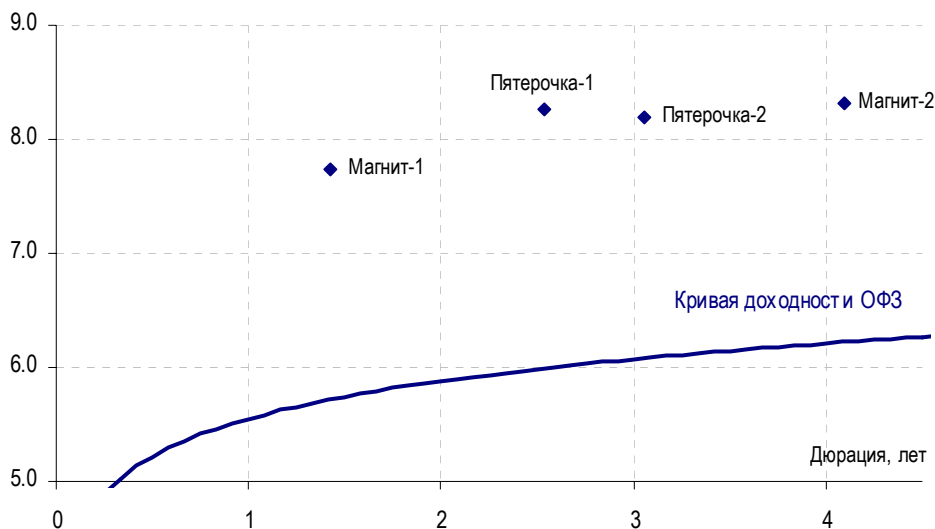
Однако учитывая взгляды г-на Галицкого на развитие сети, мы полагаем, что М&А-путь развития не станет для Магнита основным. Фокус на региональных рынках позволяет компании динамично расширять сеть и наращивать продажи относительно «более дешевым» органическим способом.

**Магнит – очень сильная
компания, но ее облигации
несколько переоценены по
сравнению с Пятерочкой**

Мы сохраняем очень высокую оценку кредитного качества компании и считаем, что среди российских ритейлеров Магнит уступает лишь Х5. Однако текущие цены бумаг Магнита, на наш взгляд, непривлекательны для покупки, т.к. Магнит торгуется с дисконтом по отношению к Пятерочке. В силу высокого кредитного качества Магнита мы не ожидаем существенного «проседания» цен облигаций компании, однако отмечаем, что потенциал сужения спредов у выпусков Пятерочки существенно выше.

Наша оценка «справедливого» спреда Магнита: около 200 б.п. к ОФЗ (премия к Х5/Пятерочке: 10-20 б.п.).

Доходность облигаций на 2 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Башкирэнерго: уход РАО не изменит кредитного качества

**Выход РАО из капитала
Башкирэнерго вполне
логичен**

Сегодня Ведомости со ссылкой на руководство РАО ЕЭС сообщают о том, что холдинг решил продать свою миноритарную долю в капитале Башкирэнерго. На наш взгляд, это событие не будет иметь существенного влияния на кредитное качество компании. Мы очень позитивно оцениваем финансовые показатели Башкирэнерго и считаем облигации компании хорошей альтернативой «дорогим» генкомпаниям, представленным на рынке. Текущие цены Башкирэнерго соответствуют нашему представлению о «справедливой» доходности бумаг компании, потенциал сужения спредов к настоящему моменту практически исчерпан.

Доля РАО ЕЭС в капитале Башкирэнерго составляет около 22% (пакет менее блокирующего). С этой точки зрения продажа пакета акций представляется нейтральной для кредитного качества: фактор возможной поддержки РАО никогда не был определяющим для компании.

Основной риск компании:
относительно низкая
прозрачность...

В качестве основного риска Башкирэнерго мы выделяем именно структуру собственности: по сути компания контролируется структурами холдинга Башкирский Капитал, free-float незначителен. Помимо политических рисков такая структура собственности ведет также к относительно более низкой финансовой прозрачности Башкирэнерго по сравнению с дочерними структурами РАО ЕЭС.

... компенсируется
сильной финансовой
позицией

На наш взгляд, эти риски в значительной мере компенсируются сильной финансовой позицией компании:

- высокой рентабельностью (EBITDA Margin: 9-11%), низкой долговой нагрузкой (около 1х Долг/EBITDA на 30.09.2006)
- наличием в собственности компании значительных сетевых активов (башкирские распределительные сетевые компании являются «дочками» Башкирэнерго).

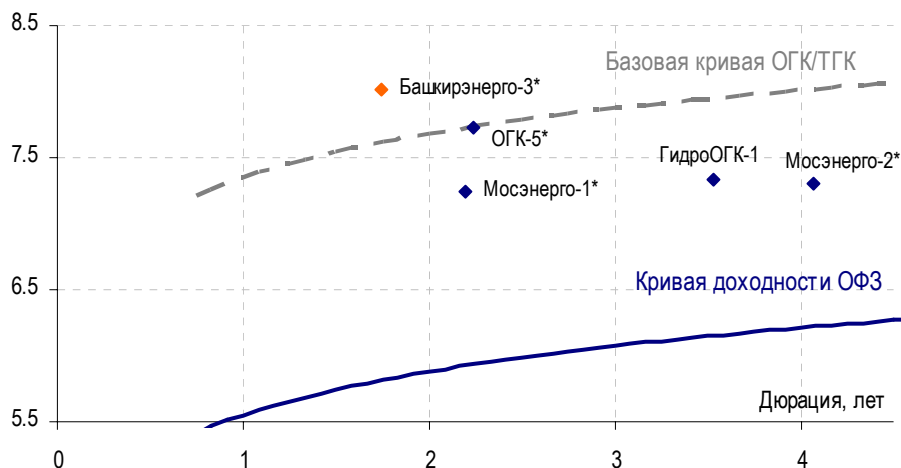
Башкирэнерго должно торговаться с премией к Тепло-ОГК. Бумаги интересны

На наш взгляд, бумаги Башкирэнерго должны предлагать премию в 30-50 б.п. к кривой Тепло-ОГК и сильнейших ТГК и торговаться на одном уровне с бумагами более слабых ТГК. Наша оценка «справедливого» спреда Башкирэнерго: 210-230 б.п. к ОФЗ (текущий спред: 220 б.п. к ОФЗ). По текущим ценам (около 101.00%) бумаги Башкирэнерго остаются привлекательными для инвесторов, которые хотят приобрести «электроэнергетический» риск, но хотели бы получить премию к доходностям ОГК.

Потенциал сужения спредов в Башкирэнерго исчерпан

С момента нашей первой рекомендации по облигациям Башкирэнерго (18.01.2007) бумаги компании подорожали на 1.15% п.п., а их спред к ОФЗ сузился на 30 б.п. Мы считаем, что потенциал сужения спредов Башкирэнерго в настоящий момент почти полностью исчерпан.

Доходность облигаций на 2 мая



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.