

Рублевые корпоративные облигации

4 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Холидей + Кора: интересный M&A в сибирском ритейле » стр. 3
- ОГК-5, ОГК-3: высокая рентабельность в 1 квартале » стр. 4

Индикаторы

Долларов США за Евро	1.3554	- 0.3 %
Рублей за доллар США	25.7301	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 65.62	- 0.9 %
Москва-39, дох. % год.	6.52%	+ 0 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.64%	+ 1 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	96	- 1 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	452.7	+ 9.0
Остатки на д/с, млрд руб.	683.5	+ 59.2
Сальдо операций с ЦБ	- 3.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

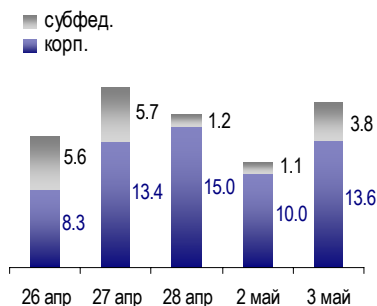
СКОРО

- Планируется выпуск ВКМ-Лизинг Финанс-1 (1 млрд руб., 3 года)

ВЧЕРА

- ЦБ разместил ОБР-1 на 1.71 млрд руб. из 10 млрд руб. под 4.84% годовых к выкупу 17 сентября 2007 года

Объем торгов на ММВБ

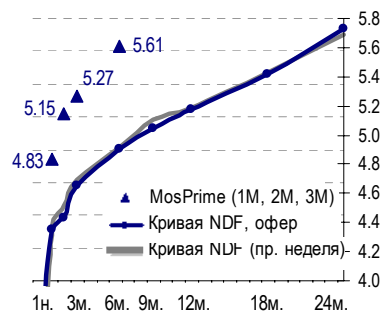


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

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. %
Газпром-4	104.40	+ 12	2.5	6.56%
ЛУКОЙЛ-3	100.53	+ 8	3.9	7.08%
ЛУКОЙЛ-4	101.68	+ 8	5.2	7.20%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Детский Мир	100.80	+ 45	5.8	8.53%
ОМЗ-5	102.50	+ 16	2.1	*7.75%
Иркут-3	104.20	+ 15	3.0	7.44%

Лидеры падения

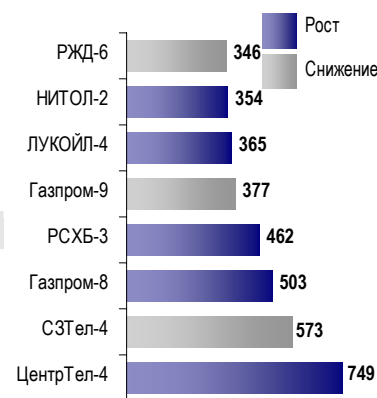
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-8	101.72	- 13	4.9	*7.48%
ФСК-4	100.55	- 6	3.8	7.28%
АИЖК-7	102.12	- 3	5.8	7.51%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Пятерочка-1	108.85	- 20	2.5	8.26%
Дальсвязь-2	104.00	- 10	2.6	*7.47%
Кокс-1	101.05	- 8	2.0	8.59%

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	100.45	100.10	7.47	1.79	158	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.55	7.20	0.78	166	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.90	101.95	7.51	1.05	184	180	↓ 5
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.30	102.30	7.46	1.06	179	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.50	99.80	9.02	1.88	311	350	↑ 40
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.40	100.70	7.81	3.72	161	180	↑ 20
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.75	99.80-99.90	8.79	1.30	303	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	100.90	101.05	7.24	2.20	126	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.35	7.30	4.07	106	120	↑ 15
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	8.01	1.75	213	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	2.25	156	140	↓ 15
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.60	99.50	8.79	3.30	264	300	↑ 35
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.60	100.15-100.35	9.86	1.10	417	540-560	↑ 125-145
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Собакадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	101.70	-	8.87	1.88	296	-	↑
Собакадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	103.30	-	9.34	3.71	314	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	108.85	109.70	8.26	2.54	222	190	↓ 30
Пятерочка-2	30/03	Покупать	103.90	104.45	8.19	3.07	207	190	↓ 15
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	103.50	103.25-103.55	8.13	1.77	224	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	103.70	103.05-103.35	7.66	1.45	185	210-230	↑ 25-45

Холидей + Кора: интересный M&A в сибирском ритейле

Сделка по объединению, скорее всего, будет позитивной и для УК Кора, и для Холидея

Сегодня Коммерсант сообщает о том, что сибирские ритейлеры Холидей и Кора пришли к соглашению о слиянии компаний: Холидей по сути выкупит активы Кору, а акционеры приобретаемой компании станут совладельцами Холидея. В результате объединения компаний будет создан крупнейший региональный розничный оператор.

Мы полагаем, что эта сделка не должна оказать негативного влияния на кредитное качество Холидея и будет умеренно-позитивной для Кору. Мы весьма оптимистично оцениваем кредитный профиль Холидея и считаем, что объединенная компания существенно повысит свою инвестиционную привлекательность для потенциальных инвесторов.

Опубликованные в Коммерсанте подробности относительно финансовых параметров сделки пока весьма скудны:

- стоимость приобретения активов Кору: \$140-150 млн;
- около половины этой суммы должно быть оплачено акциями Холидея, а оставшаяся часть – деньгами.

Мы полагаем, что денежная часть сделки будет профинансирована без увеличения долга Холидея

Относительно недавно в прессе появлялись сообщения о том, что Холидей рассчитывает привлечь еще один фонд в качестве инвестора в дополнение к фонду Renova Capital, который уже владеет пакетом акций компании. Мы предполагаем, что денежную составляющую сделки по приобретению активов компания может профинансировать именно за счет средств от допэмиссии акций. Если наши предположения неверны и сделка будет профинансирована за счет долговых источников, то долговая нагрузка Холидея по итогам 2007 г. может составить 5-6х Долг/ЕБИТДА. Однако мы полагаем, что акционерный вариант финансирования данной сделки все же более вероятен.

После объединения мы ожидаем роста прозрачности Кору

Мы ожидаем, что для Кору важным позитивным эффектом от объединения может стать повышение финансовой прозрачности: пока по этому параметру компания очень сильно отстает от Холидея. В целом присоединение к более крупному игроку может принести положительный результат в виде роста рентабельности за счет объединения логистической и закупочной политики.

Крупнейший сибирский ритейлер будет очень привлекательной компаний

Выручка Холидея за 2006 г. составила около \$380 млн, Кору – около \$200 млн, прогноз выручки объединенной компании на 2007 г. - \$800-850 млн. Таким образом, в результате данной сделки будет создан достаточно крупный даже по московским меркам розничный оператор. Мы полагаем, что объединенная компания сможет укрепить свои лидирующие позиции в сибирском регионе, а ее привлекательность для потенциальных инвесторов будет расти за счет динамичного развития. Не делая никаких предположений о будущих M&A сделках, мы отмечаем, что крупнейший сибирский ритейлер способен заинтересовать как крупных российских, так и иностранных розничных операторов.

Мы очень позитивно оцениваем кредитный профиль Холидея по следующим параметрам:

- простая и прозрачная юридическая и финансовая структура;
- динамичное развитие, эффективная стратегия;
- экспансия не только за счет долговых средств, но и за счет источников акционерного капитала.

После допэмиссии акций в пользу Renova Capital в начале 2007 г., долговая нагрузка компании составляла около 4х Долг/ЕБИТДА, что представляется нам вполне приемлемым уровнем для динамично развивающейся компании.

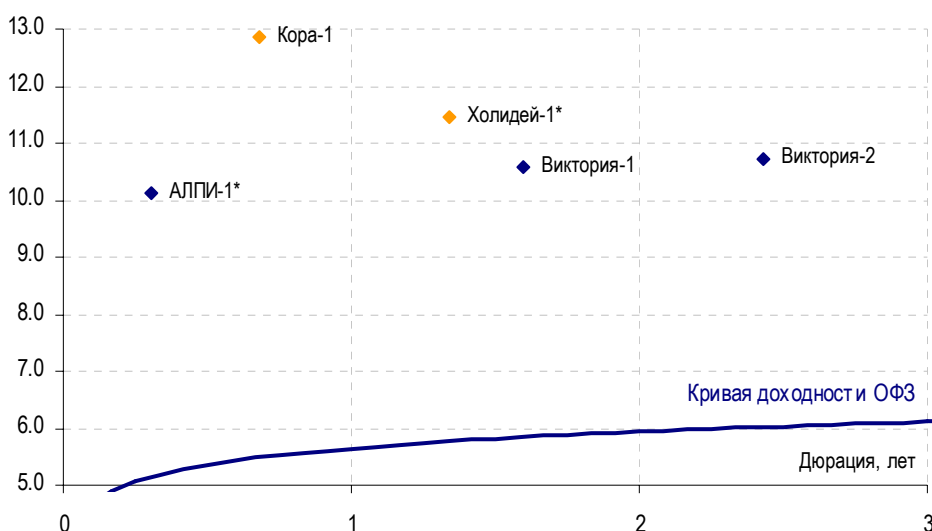
Если долг не вырастет, то мы ожидаем сужения спредов Холидея

Облигации Холидея (1.5 млрд руб, оферта через 1.5 года) были размещены в начале апреля со ставкой купона 11.15% и пока не вышли на вторичные торги. Если исходить из цены в 100.00%, то их текущий спред к ОФЗ составляет около 570 б.п. Мы считаем, что в случае подтверждения нашего предположения о том, что сделка будет финансироваться за счет акционерного капитала, «справедливый» спред Холидея должен составлять 450-500 б.п. к ОФЗ. Однако даже если сделка будет профинансирована за счет долга, доходность бумаг Холидея все же представляется нам вполне привлекательной.

Если сделка подтвердится, то бумаги Кора могут заметно вырасти

Бумаги УК Кора с офертой в январе 2008 г. (дюрация: 0.7 года) сейчас торгуются с доходностью около 12.8% (цена: 99.80%). На наш взгляд, в свете сегодняшней информации о грядущем объединении с Холидеем такая доходность более чем привлекательна. Несмотря на короткую дюрацию, в случае получения подробностей о сделке мы ожидаем роста котировок выпуска УК Кора до уровней 100.30-100.50%.

Доходность облигаций на 3 мая



* – номинальная цена; источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

ОГК-5, ОГК-3: высокая рентабельность в 1 квартале

Главный вывод: теплая зима не привела к снижению рентабельности

Вчера ОГК-3 и ОГК-5 опубликовали отчетность по РСБУ за 1кв2007. Поскольку формирование обеих компаний в качестве единых операционных центров было завершено в 2006 году, эта отчетность, на наш взгляд, дает вполне адекватное представление о результатах их деятельности. Главный вывод, который мы сделали из этой отчетности: несмотря на теплую зиму, операционная рентабельность компаний оказалась высокой, что позволяет ожидать сильных финансовых результатов за весь 2007 год.

Основные финансовые результаты по РСБУ:

ОГК-3

- выручка: 8.6 млрд руб
- операционная рентабельность: 14.6%
- маржа EBITDA*: 17%

ОГК-5

- выручка: 8.1 млрд руб
- операционная рентабельность: 11.9%
- маржа EBITDA*: 18%

Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

Расходы по пожару на Рефтинской ГРЭС будут компенсированы страховыми компаниями

В 1кв2007 ОГК-5 отразила в отчетности прочие расходы на сумму около 0.8 млрд руб., которые существенно снизили ее чистую прибыль. Эта статья связана с ликвидацией последствий пожара на Рефтинской ГРЭС и в значительной мере будет компенсирована за счет страхового возмещения. Поэтому мы ожидаем, что «разовые» издержки будут возмещены в течение текущего года..

**Финансовые результаты
не должны оказать
влияния на котировки
облигаций ОГК-5**

Мы не ожидаем, что опубликованные финансовые результаты окажут какое-либо влияние на котировки облигаций ОГК-5, т.к. основными факторами для кредитного качества компании на сегодняшний день являются:

- относительно невысокая потребность в долге на 2007 г., связанная с наличием значительных денежных средств, вырученных в ходе IPO;
- ожидаемый рост долговой нагрузки до 4х Долг/ЕБИТДА в 2008 году;
- «кандидатура» будущего стратегического инвестора, который выкупит блокпакет акций у РАО ЕЭС в июне 2007 года.

ОГК-3 на сегодняшний день располагает огромным запасом свободных денежных средств, поэтому также пока не нуждается в новых заимствованиях. До оферты по выпуску облигаций ОГК-3 осталось всего 1.5 месяца, торговая активность в этом выпуске отсутствует. Если после оферты компания решит оставить бумаги на рынке, то мы ожидаем, что спрэд ее бумаг будет соответствовать спрэдам ОГК-5 и ОГК-6.

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.