

Рублевые корпоративные облигации

21 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Дикси: IPO не настолько позитивно для долга » *стр. 3*
- Магнит: результаты за 4 месяца » *стр. 4*
- НКНХ: главный вопрос – финансирование инвестиций » *стр. 5*

Индикаторы

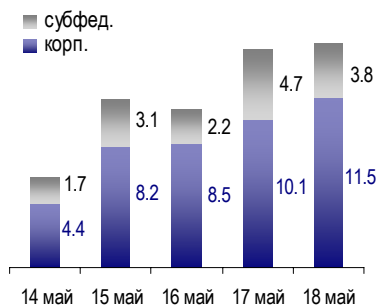
Долларов США за Евро	1.3508	+ 0.1 %
Рублей за доллар США	25.8512	+ 0.2 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 69.22	- 1.2 %
Москва-39, дох. % год.	6.45%	- 2 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.70%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	86	- 6 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	430.2	- 49.2
Остатки на д/с, млрд руб.	1194.2	+ 94.8
Сальдо операций с ЦБ	+ 91.5	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 25 мая планируется размещение выпуска Энергострой-Финанс-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1.5 года)

Объем торгов на ММВБ

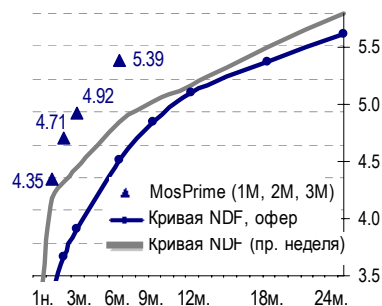


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

21 мая	Уплата НДС
22 мая	Размещение Сэтл Групп-1 (1 млрд руб., годовая оферта) Размещение Девелопмент-Юг-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
23 мая	Размещение Объединенные кондитеры-Финанс-1 (3 млрд руб., оферта через 3 года) Размещение Бахетле-1 (1 млрд руб., годовая оферта)
24 мая	Размещение Промсвязьбанк-5 (4.5 млрд руб., 2-летняя оферта) Размещение дебютного выпуска СК Спецстрой-2 (2 млрд руб., годовая оферта)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-7	102.99	+ 24	4.6	7.01%
АИЖК-8	102.25	+ 20	4.9	*7.37%
Газпром-9	101.45	+ 20	5.4	7.08%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РКС-1	101.00	+ 25	0.4	*7.32%
СЗТел-4	102.60	+ 20	3.3	7.51%
Кокс-2	100.67	+ 17	2.5	*8.60%

Лидеры падения

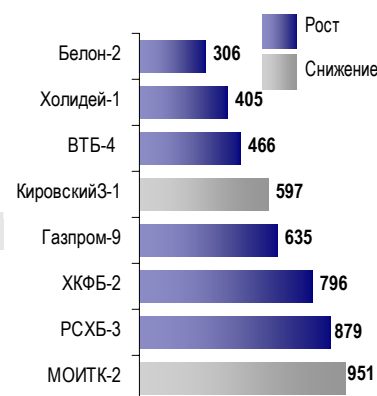
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-3	103.80	- 20	2.3	6.79%
Мосэнерго-1	100.95	- 5	2.2	*7.21%
Газпром-4	104.36	- 4	2.5	6.55%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-2	101.10	- 35	1.4	*7.57%
ХКФБ-3	100.90	- 5	1.3	*9.02%

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	100.50	100.20	7.43	1.75	161	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.16	0.74	170	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	101.95	7.50	1.01	191	180	↓ 10
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.20	102.30	7.48	1.02	189	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	99.95	8.96	1.84	312	350	↑ 40
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.45	100.95	7.79	3.68	165	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.85-100.00	8.75	1.26	307	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	2.16	133	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.60	7.30	4.03	113	120	↑ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.90	-	8.00	1.71	219	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.50	101.10	7.61	2.29	168	140	↓ 30
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.70	8.82	3.26	274	300	↑ 25
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.75	100.25-100.45	9.71	1.06	410	540-560	↑ 130-150
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сибкадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.69	1.83	285	-	↑
Сибкадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.70	-	8.93	3.67	280	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.25	109.70	8.07	2.63	207	190	↓ 15
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.05	104.60	8.13	3.03	208	190	↓ 20
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.30-103.60	7.61	1.73	179	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	103.75	103.10-103.35	7.55	1.41	182	210-230	↑ 30-50

Дикси: IPO не настолько позитивно для долга

Дикси завершает IPO, но кредитное качество существенно не изменится

Сегодня газеты сообщают о том, что в пятницу была закрыта книга заявок на приобретение акций в рамках IPO Дикси, капитализация компании составит около \$860 млн. Несмотря на существенное снижение цены размещения по сравнению с предварительными ориентирами, мы считаем, что сам факт завершения IPO является успехом для компании.

Однако мы еще раз подчеркиваем, что в случае Дикси публичное размещение акций является относительно нейтральным кредитным событием, т.к. основная часть средств, вырученных от продажи бумаг, достанется текущим акционерам – private equity фондам. Мы предполагаем, что долговая нагрузка Дикси будет оставаться весьма агрессивной в течение как минимум 2 ближайших лет.

В ходе IPO Дикси основную часть денег получают текущие акционеры компании

С точки зрения кредитного качества компании ключевым вопросом при проведении IPO всегда является решение о том, будут ли при размещении продаваться новые акции, или текущие акционеры будут уменьшать свой портфель. Во втором случае компания не получает средств на развитие, а следовательно, для финансирования инвестпрограммы ей необходимо использовать долговые ресурсы. IPO Дикси станет преимущественно сделкой по продаже доли текущих акционеров: на допэмиссию придется всего 40% (около \$144 млн), а оставшиеся 60% (\$216 млн) получают private equity фонды.

Чтобы оправдать ожидания инвесторов Дикси будет необходимо обеспечить высокие темпы роста выручки

Размещение акций Дикси даже по нижней границе ценового диапазона представляется нам весьма успешным, т.к. в терминах показателей относительной стоимости (в первую очередь – EV/EBITDA) оно не предполагает существенного дисконта к цене бумаг Х5 и Магнита. В связи с этим мы полагаем, что компании придется в течение ближайших лет показывать высокие темпы роста выручки, чтобы оправдать ожидания инвесторов. Поэтому мы ожидаем, что потребности Дикси в инвестициях на ближайшие годы будут весьма значительными, т.е. вопрос источников финансирования капитальных затрат будет оставаться актуальным.

Ожидаем, что основным источником финансирования инвестиций на 2007-2008 гг. останется долг

Мы ожидаем, что после размещения значительного пакета акций на публичном рынке (ожидаемый free-float составит более 40%) основным источником финансирования инвестиций вновь станет долговой рынок. Новые акционеры, которые появятся у Дикси после IPO вряд ли будут согласны на то, чтобы их доля «размывалась», долг компании, по нашему мнению, в перспективе ближайших лет продолжит разрастаться.

Долговая нагрузка на конец года: 4.0-4.5x Долг/EBITDA

С учетом поступлений от IPO мы оцениваем потребность Дикси в привлечении нового долга на 2007 г. в \$30-50 млн, что относительно немного для масштабов компании. Однако уже в 2008 г. Дикси, судя по всему, придется вернуться к более активным заимствованиям. Мы ожидаем, что на конец 2007 г. долговая нагрузка компании составит 4.0-4.5x Долг/EBITDA и пока не видим оснований для ее существенного снижения в 2008 году.

Не рекомендуем покупать подорожавшие бумаги Дикси

Таким образом, мы еще раз подчеркиваем, что допэмиссия акций, на наш взгляд, не является достаточным поводом для оптимизма, который в последнее время сложился вокруг бумаг компании. Текущий спрэд Дикси в 390-400 б.п. представляется чересчур узким, наша оценка «справедливого» спреда: 450-500 б.п. к ОФЗ. В связи с этим мы рекомендуем воздержаться от покупок бумаг Дикси по текущим ценам.

В категории высокодоходных бумаг ритейлового сектора мы отдаем предпочтение бумагам Холидея, АЛПИ, Мосмарта, которые предлагают существенно более высокую премию за сопоставимый с Дикси уровень кредитного риска.

Магнит: результаты за 4 месяца

*Замедление роста
выручки несущественно,
динамика остается очень
высокой*

В пятницу Магнит опубликовал операционные результаты за январь-апрель 2007 года. Темпы роста выручки компании постепенно замедляются (+47% за 4 месяца в рублевом выражении), но остаются очень высокими. Мы ожидаем, что по итогам 2007 года Магнит останется одним из самых динамичных среди крупнейших ритейлеров. Наш прогноз по выручке компании - \$3.6-3.9 млрд остается без изменений.

Мы ожидаем, что долговая нагрузка Магнита по итогам 2007 г. составит 3.0-3.5x Долг/ЕБИТДА, что представляется нам достаточно комфортным показателем с учетом динамичного роста сети. В целом мы очень позитивно оцениваем кредитный профиль компании, особенно – ее высокую финансовую прозрачность. По нашему мнению, среди российских ритейлеров по кредитному качеству Магнит немного уступает лишь Х5. При этом лидеры оставляют далеко позади всех остальных конкурентов.

*Магнит-1 выглядит
перекупленным...*

Наша оценка «справедливого» спреда Магнита – около 200 б.п. к ОФЗ. С этой точки зрения выпуск Магнит-1 (текущая цена: 102.60%, спред к ОФЗ: 190 б.п.) выглядит несколько «перекупленным».

*... а Магнит-2 оценен
адекватно с учетом колл-
опциона*

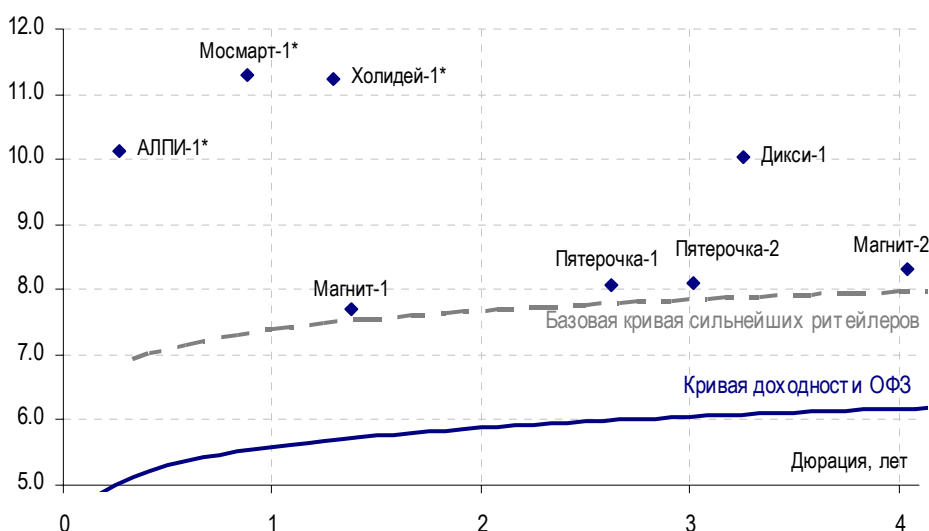
Спред Магнит-2 составляет около 214 б.п. к ОФЗ, однако мы не ожидаем его скорого сужения до уровня в 200 б.п., т.к. по этой бумаге необходима премия за наличие в структуре колл-опциона, исполняемого по номиналу. В любом случае, второй выпуск Магнита выглядит более привлекательно по сравнению с первым.

*Мы продолжаем отдавать
предпочтение бумагам
Пятерочки*

Из пары «Х5-Магнит» мы отдаем предпочтение бумагам Пятерочки в силу большего масштаба и наличия кредитного рейтинга. Несмотря на рост цен Пятерочки, мы все еще видим потенциал сужения их спредов в 10-20 б.п. и сохраняем рекомендацию «покупать» со следующими ориентирами:

- Пятерочка-1: 109.70% (текущая цена: 109.45%);
- Пятерочка-2: 104.60% (текущая цена: 104.15%).

Доходность облигаций на 18 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

НКНХ: главный вопрос – финансирование инвестиций

Хорошие результаты за 2006 г. и 1 квартал не перекрывают неопределенности

Нижнекамнефтехим на прошлой неделе опубликовал отчетность по РСБУ за 2006г. и за 1-й кв 2007г. В целом, результаты выглядят позитивно: рост выручки компании за 2006-й год составил около 13%, за 1й кв 2007г. – около 30%. При этом долговая нагрузка НКНХ остается умеренной. Тем не менее, мы по-прежнему осторожно оцениваем финансовый профиль НКНХ, т.к. неопределенность относительно источников финансирования масштабной инвестиционной программы комбината пока сохраняется.

Финансовые результаты НКНХ по РСБУ (млрд руб.)

Период	Выручка	ЕБИТДА	Рентабельность по ЕБИТДА	Валовый долг	Долг / капитал, %	Долг / ЕБИТДА, раз
2005	42.1	7.3	17.3	15.1	68.3	2.1x
1 кв 2006	10.9	1.8	16.5	12.7	54.0	1.8x
2006	47.6	7.1	14.9	13.0	51.8	1.8x
1 кв 2007	14.2	2.5	17.6	11.8	44.7	1.2x

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Основным вопросом остаются масштабные инвестиционные планы

В конце апреля 2007 г. руководители НКНХ в очередной раз подтвердили порядок затрат на реализацию стратегической программы по развитию предприятия до 2013г. Для увеличения выпуска продукции в 3.4 раза фактически предполагается построить новый комплекс по производству олефинов и полностью обеспечить его транспортной, сырьевой и энергетической инфраструктурой. Общая стоимость инвестиционной программы оценивается в \$5 млрд, поэтому комбинату неизбежно понадобится значительное внешнее финансирование – возможно, уже в текущем году.

Источники финансирования инвестиций пока непонятны

Первую часть инвестпрограммы предполагалось профинансировать за счет допэмиссии акций на 25 млрд руб. Напомним, что в апреле ФСФР отказалась регистрировать допэмиссию, ссылаясь на многочисленные нарушения. По сообщениям прессы, НКНХ продолжают консультации с ФСФР, но при этом руководители компании указывали на некий резервный вариант получения средств на реализацию программы развития.

Мы полагаем, что таким резервным вариантом может стать долговое финансирование программы. В связи с отменой допэмиссии весьма вероятно существенное увеличение долга НКНХ уже в 2007 году. Не исключено также привлечение долгового финансирования основным акционером компании – группой ТАИФ, однако такой вариант более вероятен для целей финансирования выкупа новой допэмиссии НКНХ при условии, что она все-таки будет зарегистрирована.

Мы рекомендуем фиксировать прибыль в бумагах НКНХ

Учитывая агрессивные инвестиционные планы компании, мы считаем текущий уровень цен по выпуску НКНХ-4 завышенным и рекомендуем фиксировать прибыль в данном выпуске. Мы оцениваем «справедливый» спред облигаций НКНХ в 220-240 б.п. к ОФЗ, что соответствует цене облигаций НКНХ-4 в диапазоне 103.30-103.60%.

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.