

Рублевые корпоративные облигации

30 мая 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- X5 и Магнит: обзор результатов за 1кв2007 » *стр. 3*
- ДельтаКредит: комментарий к размещению » *стр. 4*
- Метзавод: хорошие результаты, но будут новые долги » *стр. 6*

Индикаторы

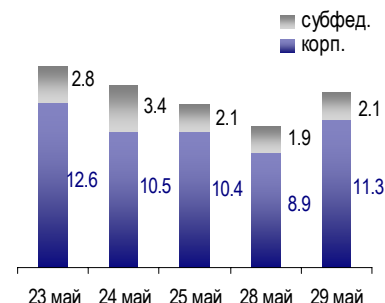
Долларов США за Евро	1.3444	- 0.1 %
Рублей за доллар США	25.8905	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 70.45	- 1.1 %
Москва-39, дох. % год.	6.41%	+ 3 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.78%	+ 0 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	88	+ 0 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	450.4	+ 23.0
Остатки на д/с, млрд руб.	1192.4	+ 16.4
Сальдо операций с ЦБ	+ 68.9	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

ВЧЕРА

- Размещены следующие выпуски облигаций:
 - Автоваз-4 (5 млрд руб.) под 7.95% годовых к оферте через 2 года
 - Атомстройэкспорт-Финанс-1 (1.5 млрд руб.) под 7.90% годовых к 2-летней оферте
 - Свободный сокол-3 (1.2 млрд руб.) под 11.90% годовых к оферте через 1.5 года
 - Пермэнерго-1 (1 млрд руб.) под 8.32% годовых к оферте через 3 года
 - Сталепромышленная компания-1 (1 млрд руб.) под 10.46% годовых к оферте через 1.5 года

Объем торгов на ММВБ

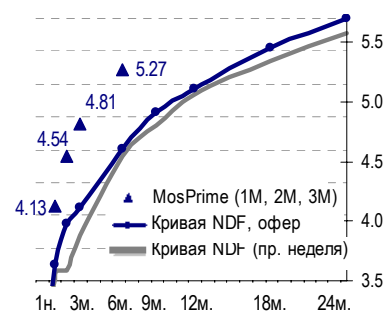


Объем торгов (вкл. РПС), млрд руб.

КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

30 мая	Размещение ДельтаКредит-2 (2 млрд руб., 3 года, плавающая купонная ставка)
	Размещение Банк Жилищного Финансирования-2 (1.35 млрд руб., 1 год)
	Размещение Металлсервис-1 (1.5 млрд руб., оферта через 1 год)
31 мая	Аукцион ОБР-1 (10 млрд руб., обратный выкуп 17 сентября 2007)
5 июня	Размещение Рубеж-Плюс Регион (1 млрд руб., оферта через 1.5 года)
7 июня	Размещение РЕСО-Лизинг-Финанс-1 (2 млрд руб., оферта через 1.5 года)
	Размещение Банк Спурт-2 (1 млрд руб., оферта через 1 год)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
АИЖК-7	103.05	+ 20	5.7	7.34%
Мосэнерго-2	102.00	+ 19	4.0	*7.27%
АИЖК-8	102.65	+ 15	4.8	*7.28%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Кокс-1	101.40	+ 20	1.9	8.38%
Содружество-1	100.10	+ 20	2.2	10.66%
ОМЗ-5	102.75	+ 15	2.1	*7.59%

Лидеры падения

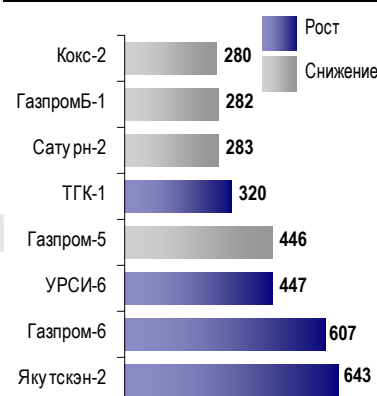
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
РЖД-5	100.50	- 15	1.6	6.44%
РСХБ-2	102.76	- 14	3.3	7.19%
РЖД-7	103.05	- 10	4.6	6.99%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
СаНОС-2	105.45	- 15	2.2	7.67%
ЦентрТел-4	113.49	- 8	1.9	7.27%
ХКФБ-3	101.00	- 5	1.2	*8.91%

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	100.70	100.30	7.30	1.72	154	180	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.65	100.60	7.12	0.71	175	180	↔
ОМК	10/04	Покупать	101.85	102.00	7.45	0.98	194	180	↓ 15
ЧТПЗ	17/04	Держать	102.25	102.30	7.37	0.99	186	180	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.60	100.05	8.96	1.81	317	350	↑ 35
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	101.50	101.05	7.77	3.65	167	180	↑ 15
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.95-100.05	8.75	1.23	314	290-300	↔
Мосэнерго: второй выпуск заметно переоценен по отношению к Мосэнерго-1 и облигациям Газпрома									
Мосэнерго-1	19/04	Держать	101.15	101.25	7.11	2.13	125	120	↔
Мосэнерго-2	19/04	Фиксировать прибыль	101.90	101.70	7.29	4.00	115	120	↑ 5
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.95	-	7.96	1.68	220	210-230	↔
Сибур: премия Сибура к Мосэнерго-1 не должна превышать 10 б.п.									
Сибур-1	15/02	Покупать	100.65	101.20	7.54	2.26	165	140	↓ 25
Куйбышеввазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышеввазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.50	99.80	8.82	3.23	278	300	↑ 20
Аптеки 36.6: крайне агрессивная финансовая политика									
Аптеки 36.6	22/02	Фиксировать прибыль	101.80	100.35-100.55	9.66	1.03	413	540-560	↑ 125-145
УРСА Банк: не рекомендуем увеличивать позиции в связи с предстоящим увеличением предложения долга эмитента									
Сибкадем-3	07/03	Фиксировать прибыль	102.00	-	8.68	1.80	289	-	↑
Сибкадем-5	07/03	Фиксировать прибыль	104.90	-	8.87	3.65	277	-	↑
Пятерочка: рекомендуем «покупать» на фоне позитивных новостей о планируемой допэмиссии									
Пятерочка-1	30/03	Покупать	109.25	109.75	8.03	2.60	208	190	↓ 20
Пятерочка-2	30/03	Покупать	104.40	104.70	8.01	3.00	199	190	↓ 10
НКНХ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
НКНХ-4	02/04	Фиксировать прибыль	104.30	103.30-103.65	7.57	1.70	181	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	103.65	103.10-103.40	7.57	1.38	191	210-230	↑ 20-40

X5 и Магнит: обзор результатов за 1кв2007

X5 и Магнит продолжают демонстрировать рост и повышение эффективности бизнеса

Основным фактором кредитного качества компаний остается динамичное развитие

На днях X5 Retail Group и Магнит опубликовали управленческие финансовые результаты за 1кв2007. Мы отмечаем высокие темпы роста выручки обеих компаний: Магнит продолжил наращивать выручку быстрее, чем X5, но разрыв в показателях рентабельности в пользу X5 увеличивается. В целом результаты обеих компаний можно назвать вполне позитивными: они укрепляют свои лидирующие позиции на рынке и демонстрируют значительные успехи в повышении эффективности бизнеса.

Основные тенденции развития X5 и Магнита носят долгосрочный характер, поэтому публикация финансовых результатов не оказывает существенного влияния на котировки долговых обязательств компаний. Основным фактором кредитного качества обеих компаний является динамичное развитие, которое позволяет привлекать значительные средства на развитие без резкого роста долговой нагрузки. Несмотря на огромные операционные различия между X5 и Магнитом, мы продолжаем считать компании сильнейшими с точки зрения кредитного качества представителями российского ритейла.

Финансовые результаты X5 и Магнита за I квартал 2007

	X5		Магнит	
	1кв.2007	1кв.2006	1кв.2007	1кв.2006
Выручка, млн USD	1 106	762	781	494
Прирост выручки	45.1%	-	58.2%	-
Продажи Like-For-Like, RUB	+13%	-	+15.6%	-
Валовая маржа	27.3%	26.3%	18.8%	17.5%
Рентабельность EBITDA	9.7%	9.2%	4.6%	5.2%

Источник: данные компании, оценки Райффайзенбанка

Позитивные результаты X5 – сохранение высокой рентабельности и ...

Главным позитивным результатом для X5 остается сохранение высокой рентабельности: маржа компании уступает лишь Седьмому Континенту, который работает на рынке существенно более высокой доходностью (супермаркеты премиум-класса в Москве. Если не учитывать расходов на закрытие опционной программы в 1кв2006, то в 1кв2007 будет отмечено снижение рентабельности EBITDA X5 на 0.2 п.п. Однако это снижение представляется нам несущественным, чтобы говорить о системном характере явления.

... существенный рост продаж Like-For-Like

Еще одно позитивное событие 1кв2007: значительный рост сопоставимых продаж – на 13% в рублевом выражении (в т.ч. +8% - за счет роста количества покупок). Такой показатель свидетельствует о том, что рынок пока далек от насыщения и компания может увеличивать эффективность работы существующих магазинов.

Снижение рентабельности Магнита компенсируется высокими темпами роста выручки

Рентабельность Магнита в 1кв2007 снизилась на 0.6 п.п. по сравнению с 1кв2006, что представляется достаточно существенным изменением. Ключевой причиной такой динамики остается «инфляция издержек», в основном связанная с ростом расходов на персонал. Однако позитивным событием является стабилизация арендных расходов: как и в прошлом году они составили 2.8% от выручки. В целом мы не склонны преувеличивать значение снижения рентабельности Магнита. На наш взгляд, оно в значительной мере компенсируется за счет самых высоких в отрасли темпов роста выручки.

Долговая нагрузка обеих компаний по итогам 2007 будет оставаться на комфортном уровне

В рамках публикации квартальных результатов компании не раскрывают размер долга. Однако в случае столь динамичных эмитентов этот показатель на фиксированную дату не имеет определяющего значения. По нашим прогнозам, по итогам 2007 г. параметры долговой нагрузки Магнита и X5 будут сопоставимыми – 2.5-3.0x Долг/EBITDA. Для компаний, акции которых торгуются с мультипликатором *Стоимость компании/EBITDA* выше 20x, такой уровень долга представляется вполне комфортным.

Кредитное качество X5 несколько сильнее, чем у Магнита

Пока финансовые результаты компаний остаются сильными, они не оказывают определяющего влияния на котировки облигаций: для бумаг X5 и Магнита существенно важнее долгосрочные фундаментальные факторы. По нашему мнению, кредитное качество X5 несколько сильнее, чем Магнита по следующим причинам:

- наличие кредитных рейтингов;
- стратегический акционер, который в случае необходимости может оказать значительную финансовую поддержку компании.

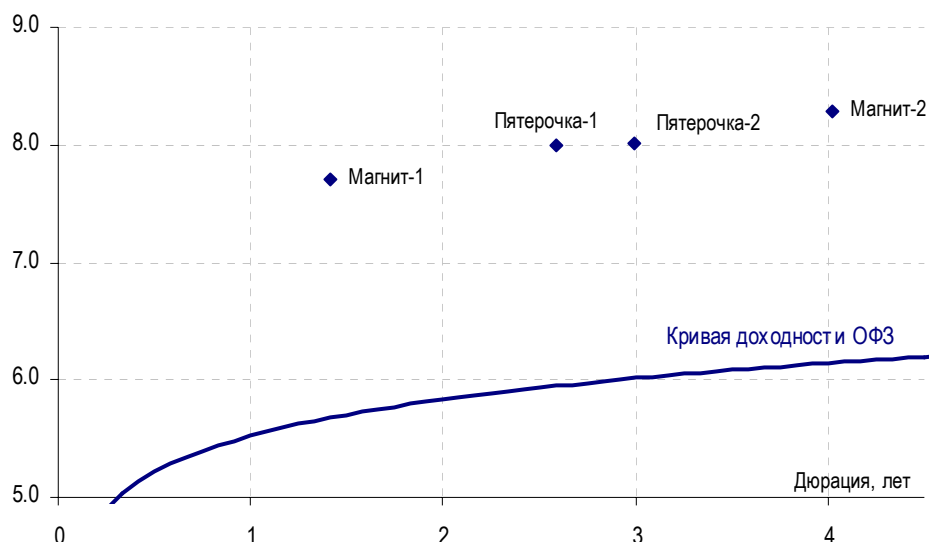
Бумаги X5 и Магнита сейчас оценены вполне адекватно

Мы считаем, что эти различия соответствуют разнице в спредах бумаг компаний в размере около 20 б.п. Мы оцениваем «справедливые» спрэды следующим образом:

- X5: 180-200 б.п. к ОФЗ;
- Магнит: 200-220 б.п. к ОФЗ.

Текущие котировки облигаций X5 и Магнита вполне укладываются в эти оценки.

Доходность облигаций на 29 мая



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка

Банк ДельтаКредит: комментарий к размещению

Ориентир по ставке купона: MosPrime(3m) плюс 50-90 б.п.

Сегодня состоится размещение второго выпуска облигаций Банка ДельтаКредит (Moody's Baa2, объем 2 млрд руб., плавающий купон, погашение через 3 года). Выпуск обеспечен поручительством Societe Generale S.A. (Moody's Aa2, S&P/Fitch AA) – одной из крупнейших финансовых групп Европы. Райффайзенбанк как организатор займа оценивает «справедливую» премию к текущему уровню 3-мес. индексу MosPrime в 50-90 б.п.

Подробное описание деятельности и финансовых показателей банка приведено в нашем специальном обзоре «DeltaCredit: ипотека с французским акцентом» от 24 мая.

Специализированный ипотечный банк с 6-летним опытом работы на российском рынке

ДельтаКредит – крупнейший в России специализированный ипотечный банк. Кредитный портфель банка составил на конец 2006 года \$417 млн. В 2007 году банк планирует увеличить ипотечный портфель до \$843 млн за счет расширения регионального присутствия и модернизации продуктового ряда. Среди основных конкурентных преимуществ банка мы выделяем следующие:

- узкая специализация в сегменте ипотечного кредитования;
- более чем 6-летний опыт работы на российском рынке;
- доступ к финансовым ресурсам и технологиям материнской группы;
- конкурентоспособные ставки и тарифы.

Ипотечный портфель подразумевает высокую диверсификацию рисков и качественное обеспечение

Кредитный портфель банка полностью обеспечен недвижимостью, показатель LTV находится на высоком уровне – 65%. Доля просроченных кредитов составляет всего 0.02%. По нашему мнению, специфика деятельности банка подразумевает очень низкую зависимость от индивидуальных кредитов, а качество активов зависит прежде всего от макроэкономической ситуации – роста реальных доходов населения, состояния рынка недвижимости, уровня процентных ставок.

Финансовые результаты Банка ДельтаКредит по МСФО (\$ млн)

Период	Активы	Кредитный портфель	Собственный капитал	Чистая прибыль	ROAE, %	Чистая процентная маржа, %
2005	200.5	180.1	43.8	2.9	6.8%	7.0%
2006	484.7	417.1	51.6	7.8	16.6%	5.3%

Источник: отчетность банка, оценки Райффайзенбанка

Доступ к ресурсам материнской группы – конкурентное преимущество

Принадлежность ДельтаКредит к группе Societe Generale дает возможность широко использовать ресурсы материнского банка. На конец 2006 года доля связанных сторон в обязательствах составила около 22%. В расчет этой доли включаются депозиты Societe Generale на сумму \$109.2 млн и финансирование от холдинговой компании DC Mortgage Finance на \$5 млн.

Рублевый выпуск позволит диверсифицировать источники фондирования

Выпуск рублевых облигаций в определенной степени также можно отнести к фондированию группы, т.к. он полностью обеспечен гарантией материнского банка. Мы полагаем, что размещение рублевых инструментов позволит диверсифицировать валютную структуру фондирования. В прошлом году существенно увеличилась доля рублевых кредитов в портфеле банка – с 0.9% до 22.8%. Рост продаж через сети региональных банков-партнеров может увеличить рублевую составляющую портфеля, поэтому привлечение рублевых ресурсов выглядит вполне логичным.

Доходность облигаций учитывает гарантию Societe Generale

На наш взгляд, уровень доходности при размещении нового выпуска облигаций будет определяться, прежде всего, наличием прямой гарантии от Societe Generale. Материнская группа имеет рейтинг Aa2 по шкале Moody's, поэтому при оценке «справедливого» уровня доходности бумаг ДельтаКредит мы исходим из текущих спрэдов рублевых инструментов с рейтингом категории А.

По эмитентам с рейтингом А3 (Газпром, РЖД) спрэды варьируются в диапазоне 50-70 б.п. к ОФЗ. Разница в спрэдах между облигациями эмитентов с рейтингами Aa2 и А3, по нашим оценкам, должна составлять порядка 30 б.п. на сроке 3 года. Таким образом, гипотетический спред облигаций Societe Generale на рублевом рынке составил бы 20-40 б.п.. Такая оценка в значительной степени носит условный характер, поскольку не учитывает специфические риски дочернего банка. Поэтому дополнительная премия должна составить 10-20 б.п.

«Справедливая» доходность: MOSPRIME3M+50-90 б.п.

Мы обращаем внимание, что ставка по каждому купону будет определяться как сумма индекса MosPrime-3 мес. и премии, которая будет определена на аукционе и будет зафиксирована на весь период обращения. Структурой выпуска предусмотрен опцион «сар» на величину купона на уровне 8.5%. По нашим оценкам, премия по такому опциону в настоящий момент составляет порядка 0.2%-0.3% год. Общий спред облигаций ДельтаКредит 2 в данном случае должен составить 50-90 б.п. Мы полагаем, что именно этот диапазон премии к MosPrime соответствует «справедливому» уровню доходности облигаций.

Метзавод: хорошие результаты, но будут новые долги

Финансовые результаты за 2006 г. и 1 кв.2007 выглядят позитивно: рентабельность восстановилась

Недавно Метзавод Серова отчитался по РСБУ за 2006 г. и 1 кв.2007. Финансовые результаты завода выглядят в целом достаточно позитивно: рентабельность восстановилась после существенного падения в первой половине 2006 г., а выручка растет в связи с запуском нового оборудования и высокими ценами на сталь. В итоге текущая долговая нагрузка вернулась во вполне комфортные рамки 3-4х Долг/ЕБИТДА. Однако мы ждем ее роста в 2007 г. в связи с высокими инвестиционными потребностями завода.

Не видим потенциала роста в облигациях из-за ожидаемого увеличения долга

По нашему мнению, облигации Метзавода в настоящий момент оценены вполне адекватно, мы не видим фундаментальных причин для сужения спрэдов этих бумаг на горизонте 6-9 месяцев.

Основные финансовые результаты Метзавода за 2006 год:

- выручка: 7.9 млрд руб. (+7% к 2005 году);
- EBITDA: 1.03 млрд руб., маржа EBITDA: 12.9% (7.6% по итогам 9М2006);
- Долг: 4.85 млрд руб., Долг/EBITDA: 4.7x.

В 1 квартале 2007 выручка завода продолжила рост (2.4 млрд руб, +37% к 1кв2006), а рентабельность повысилась до 16%. В результате при сохранении стабильного размера долга долговая нагрузка сократилась до 3.1x Долг/EBITDA. По нашему мнению, причинами столь позитивной динамики показателей Метзавода стали запуск новой электросталеплавильной печи в 2006 г. и общий рост цен на сталь.

3й этап модернизации потребует значительных инвестиций, ждем роста долговой нагрузки до 5x Долг/EBITDA

Мы полагаем, что в 2007 г. Метзаводу потребуется существенное увеличение долга: модернизация производственных мощностей пока не завершена, а операционных денежных потоков завода явно недостаточно для ее финансирования. Минимальная потребность завода в инвестициях на строительство машин непрерывного литья и реконструкцию доменного производства, по оценкам менеджмента, составляет около 5 млрд руб. Мы полагаем, что основная часть этих расходов будет профинансирована за счет долговых источников. В связи с этим мы ожидаем роста долговой нагрузки в 2007-2008 гг. до уровня около 5x Долг/EBITDA.

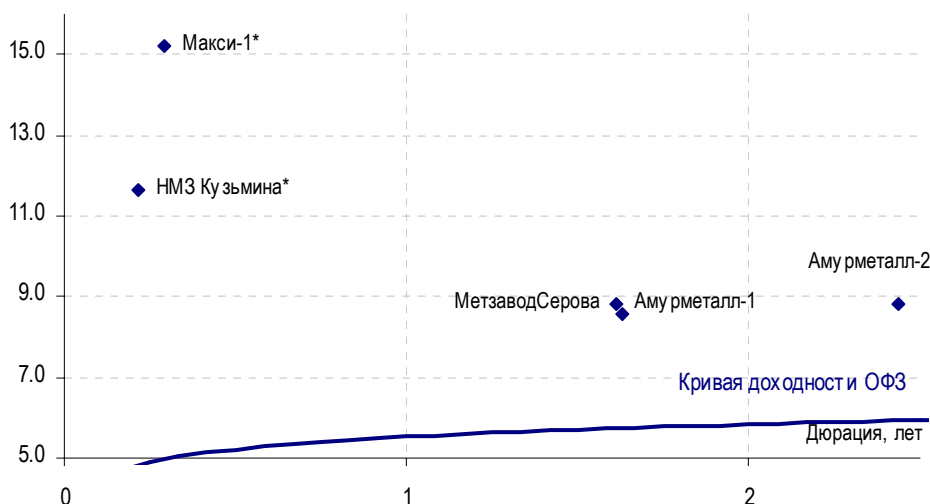
В качестве существенных факторов поддержки для кредитного качества облигаций Метзавода Серова мы рассматриваем:

- принадлежность к более крупной группе УГМК (хотя выпуск облигаций не обеспечен поручительствами со стороны холдинговой компании);
- наличие поручительства со стороны сырьевого предприятия – Богословского рудоуправления (его финансовые результаты за 2006 г. нам недоступны)

Бумаги завода оценены, на наш взгляд, вполне адекватно

Мы оцениваем «справедливый» спред бумаг Метзавода в 300-350 б.п. к ОФЗ (текущий спред: 320-330 б.п.) и не видим причин для его сужения в течение ближайшего времени в связи с ожидаемым ростом долговой нагрузки.

Доходность облигаций на 29 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.